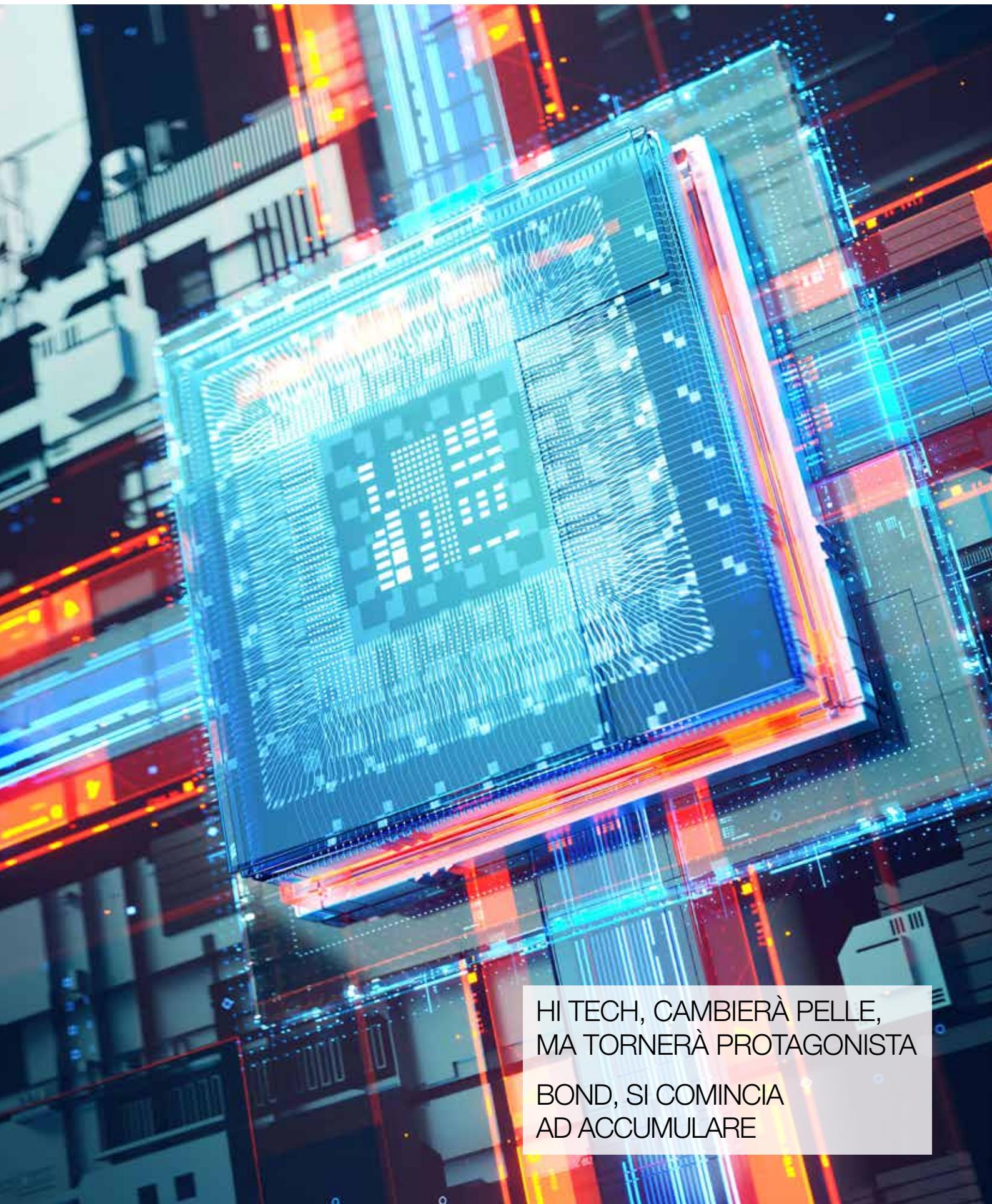


# FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 15 - numero 148 - ottobre 2022



HI TECH, CAMBIERÀ PELLE,  
MA TORNERÀ PROTAGONISTA  
BOND, SI COMINCIA  
AD ACCUMULARE

La presente è una comunicazione di marketing. Si invita a consultare il Prospetto e il KIID prima di prendere qualunque decisione d'investimento finale.

## Threadneedle (Lux) European Strategic Bond

# La nostra naturale flessibilità genera rendimenti consistenti nel reddito fisso europeo

Columbia Threadneedle Investments aiuta gli investitori nella ricerca di una soluzione nel reddito fisso europeo.

- La ricerca fondamentale ci permette di identificare le migliori opportunità offerte dalle obbligazioni sovrane e societarie dei principali mercati europei
- L'approccio d'investimento flessibile ci consente di adeguare il posizionamento del portafoglio lungo l'intero ciclo di mercato
- L'allocazione strategica si focalizza sulle aree che offrono le possibilità più interessanti, mantenendo attiva la gestione della duration e del rischio di credito
- L'obiettivo del nostro team di specialisti è di generare nel lungo termine solidi rendimenti corretti per il rischio

### Rischi di cui tenere conto

Il fondo è esposto a una serie di rischi derivanti dai titoli in cui investe e dalle tecniche che utilizza per conseguire il suo obiettivo.

Gli investitori dovrebbero leggere il Prospetto per una descrizione completa di tutti i rischi.

### Rischi associati

Il fondo può essere esposto a ulteriori rischi legati al tasso di interesse, mercato del credito e liquidità dovuti alla natura dell'investimento in strumenti di debito e loro derivati.

### Rischio di investimento

Il fondo è soggetto ai rischi associati all'investimento in titoli di debito, derivati e valute.

### Profilo dell'investitore tipo

Questo fondo è adatto a investitori che possono tollerare livelli moderati di rischio e volatilità e hanno un orizzonte di investimento di medio termine.

columbiathreadneedle.it

**Informazioni importanti:** Threadneedle (Lux) è una società di investimento con sede in Lussemburgo a capitale variabile ("SICAV"), gestita da Threadneedle Management Luxembourg S.A.. Questo materiale non deve essere considerato un'offerta, una sollecitazione, un consiglio o una raccomandazione di investimento. La presente comunicazione è valida alla data di pubblicazione e può essere soggetta a modifiche senza preavviso. Le informazioni provenienti da fonti esterne sono considerate affidabili ma non vi è alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza o completezza. L'attuale Prospetto della SICAV, il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) e la sintesi dei diritti degli investitori sono disponibili in inglese e/o in italiano (ove applicabile) presso la Società di gestione Threadneedle Management Luxembourg S.A., International Financial Data Services (Luxembourg) S.A., il tuo consulente finanziario e/o sul nostro sito web [www.columbiathreadneedle.it](http://www.columbiathreadneedle.it). Threadneedle Management Luxembourg S.A. può decidere di porre fine agli accordi presi per la commercializzazione della SICAV. Emisso da Threadneedle Management Luxembourg S.A. iscritta al Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg), con numero di registrazione B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Luxembourg, Granducato del Lussemburgo. Columbia Threadneedle Investments è il marchio globale del gruppo di società Columbia e Threadneedle.



## UN DILEMMA STORICO di Giuseppe Riccardi

Tempi difficili per gestori e consulenti. Ma non solo per l'inflazione, la guerra, i tassi che crescono e altre piacevolezze del genere che, tutto sommato, prima o poi passeranno. La vera difficoltà è un'altra ed è molto più profonda. Nella cover story di Fondi&Sicav di questo mese si parla di hi tech e di titoli growth: la tesi che ne esce è che questa categoria di azioni, che è stata la protagonista assoluta di un intero decennio rampante e che oggi sta andando malissimo, presto risorgerà, ma con forme diversissime rispetto a quelle attuali. Non più una tecnologia legata ai consumi, ma all'indispensabile trasformazione dell'industria e dell'intero mondo produttivo, peraltro alle prese con il ciclone Esg.

Nella stessa cover story, però, c'è un gestore che con grande lucidità fa notare che, se si esclude l'ultimo decennio, a vincere sui mercati è sempre stato lo stile value, cioè la capacità di reperire società che hanno un intrinseco valore e che sono state un po' dimenticate dagli investitori. Si tratta di titoli che sono spesso fuori dai riflettori mediatici, ma che hanno grandi possibilità di crescita. Secondo questa tesi, la forte ascesa del growth è stata dovuta a elementi esterni unici e irripetibili, come i tassi negativi e un'esposizione mediatica che non si era mai vista prima di oggi. Non a caso si è arrivati a P/E totalmente fuori della realtà.

La controrisposta è che, al di là degli indubbi



eccessi, la tecnologia è stata protagonista di un cambiamento reale negli stili di vita, ma soprattutto nel modo di produrre. È una vera e propria rivoluzione industriale che, probabilmente, non ha ancora espresso tutta l'enorme forza di cui è capace. In altri scenari, con nuovi protagonisti, la rivoluzione continuerà, anche se i tassi saranno diversi.

Ecco, oggi investire significa dare una risposta a questo dilemma storico, capire quale sarà il trend secolare prossimo venturo. Non è per nulla facile.



## NON SOLO FORNITORI DI ARMI di Alessandro Secciani

Non ho mai avuto alcuna simpatia per Elon Musk: a mio parere, ha costruito una fortuna raccontando favole che sono state raccolte come verità rivelate da un pubblico di fans adoranti. Ma il suo intervento sul conflitto russo ucraino ha molto buon senso. In breve, secondo il patron della Tesla, la Crimea è una regione saldamente russa, che era entrata nei confini dell'Ucraina per caso. Certo, il modo in cui Putin l'ha recuperata non era dei migliori, ma la maggioranza russa è fuori discussione.

Quanto al Donbass, si tratta di una delle tante regioni europee che ospitano nazionalità o culture diverse, spesso in conflitto tra loro (si pensi all'Irlanda del nord, alla ex Jugoslavia). La sovranità potrebbe a questo punto essere decisa da un vero referendum, fatto sotto controllo internazionale e con uno statuto che garantisca al massimo i diritti della minoranza. Tante altre strade per arrivare a una pace che non si basi sui regolamenti di conti postumi non ci sono. La Russia ha fatto salti di gioia per questa proposta (il che la dice lunga sulla reale situazione militare); l'Ucraina ha detto no con sdegno, nonostante l'aiuto tecnologico fornito da Musk al suo esercito.

A questo punto, però, una considerazione: a portare l'Ucraina a un passo dalla vittoria sono stati soprattutto l'impegno e le armi di Europa e Stati Uniti, che si sono comportati come veri alleati. L'Europa sta pagando anche prezzi alti per questa alleanza, che personalmente appoggio senza la minima riserva. Certo, il costo dell'Europa è solo economico, mentre l'Ucraina ha visto morire migliaia e migliaia di ragazzi, di bambini, di civili. È stata oggetto di atrocità che oggi non erano più nemmeno immaginabili. Ma, forse, va considerato che a dire sì o no a una proposta di pace siano anche gli alleati. Non possono essere confinati al solo ruolo di fornitori di armi.

# SOMMARIO

Numero 148  
ottobre 2022  
anno 15

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 Terenzio

collaboratori  
Stefania Basso, Paolo Bruno,  
Arianna Cavigioli, Antonella Ferrara,  
Paolo Andrea Gemelli,  
Rocki Gialanella, Mark William Lowe,  
Fabrizio Pirolli, Pier Tommaso Trastulli,  
Emanuela Zini

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	<b>EDITORIALE</b>
6	<b>GEOPOLITICA</b> Algeria: focus sulla transizione economica
8	<b>OSSERVATORIO ASIA</b> Cina, un congresso per l'apoteosi di Xi
10	<b>FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE</b> <i>Giuseppe Corona, head of global listed infrastructure, Global Listed Infrastructure Fund, Hsbc Asset Management</i> «Infrastrutture, bene anche con la crisi»» <i>Tony Roberts, gestore, Invesco Metaverse Fund</i> «Metaverso, il mondo nuovo sul quale puntare»
14	<b>IL REBUS DELLA TECNOLOGIA</b> Di nuovo vittima della Fed
28	<b>ATTUALITÀ</b> Regno Unito, una fiducia profondamente minata
30	<b>BUSINESS INTELLIGENCE</b> Tecnologie verdi, una crescita travolgente
34	<b>GENERALI INVESTMENTS</b> Restare agganciati ai grandi trend del futuro
35	<b>FOCUS BOND</b> I dibattiti di Fondi&Sicav
56	<b>OSSERVATORIO RISCHIO</b> È l'ora delle scelte
60	<b>OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA</b> Qui comincia il difficile!
62	<b>LA FINANZA E LA LEGGE</b> Tante nuove modifiche
65	<b>FERDINANDO REBECHI</b> responsabile <b>Bnl Bnp Paribas Life Banker</b> «Un nuovo modello di consulenza patrimoniale»
70	<b>INCHIESTA</b> Investire in prodotti Esg rende felici?
76	<b>DEROMA</b> «Esg e digitalizzazione: una nuova sfida»
77	<b>LIFESTYLE</b> Metti un fico nel futuro





RBC BlueBay  
Asset Management

# Il tuo Partner nei mercati emergenti

Adottiamo un approccio multi-livello nell'universo dei mercati emergenti. Il nostro processo di investimento basato sui fondamentali e su una ricerca approfondita mira a cercare le migliori opportunità per aiutare i nostri clienti a raggiungere i loro obiettivi di investimento.

Per maggiori informazioni,  
visita [www.bluebay.com](http://www.bluebay.com)

# Algeria: focus sulla transizione economica

a cura di **Mark William Lowe**

Può l'Algeria del presidente Abdelmadjid Tebboune passare con successo dalla dipendenza del paese dall'esportazione di greggio, gas naturale e prodotti petroliferi a un'economia più diversificata che sfrutti il potenziale di una popolazione giovane e dinamica? La buona notizia è che le autorità algerine stanno lavorando per promuovere gli investimenti stranieri e locali, ma anche per incoraggiare la creazione di nuove imprese attraverso una serie di pacchetti di sostegno.

### UN'ECONOMIA PIÙ FORTE

Un rapporto pubblicato all'inizio di quest'anno dalla Banca Mondiale, intitolato "Strengthening resilience in favourable times" (Rafforzare la resilienza in tempi favorevoli), specificava che, grazie all'aumento della produzione e delle esportazioni di idrocarburi, nel quarto trimestre del 2021 il Pil dell'Algeria aveva già recuperato i livelli pre-pandemia. Altrettanto incoraggiante è stata la decisione del Fondo Monetario Internazionale (Fmi) di aumentare di 0,5 punti la previsione di crescita del paese. Pubblicato nel maggio 2022, il World Economic Outlook dell'Fmi ha alzato le stime per il 2022 dall'1,9% al 2,4%.

Per quanto riguarda il 2023, il Fondo si aspetta che l'Algeria rifletta i risultati del 2022 e che realizzi, ancora una volta, una crescita del Pil reale del 2,4%: si tratta di

un'enorme differenza rispetto alla stima di ottobre 2021, che prevedeva una crescita di appena lo 0,1%. Ciò era già successo nel 2021, quando il paese aveva sorpreso al rialzo rispetto alle stime dell'Fmi, che aveva anticipato un tasso di crescita del 3,4%, mentre è stato registrato il 4%: un miglioramento non enorme, ma comunque significativo.

Sebbene tutto ciò sia molto positivo, c'è tuttavia il rovescio della medaglia: sarebbe ingenuo attribuire i risultati della crescita a qualcosa di diverso dall'aumento delle esportazioni di idrocarburi. L'incremento della produzione industriale dopo la pandemia può contribuire a spiegare i risultati del 2021, mentre l'invasione dell'Ucraina e la conseguente riduzione delle forniture energetiche russe all'Europa motivano le previsioni per il 2022 e il 2023.

### UN OSTACOLO ALLE RIFORME?

Nonostante i recenti timori che l'Algeria non sia in grado di rispettare appieno gli accordi presi per l'aumento delle forniture di gas all'Italia, paure che, sia l'Eni, sia l'Enel, hanno allontanato, la maggior parte degli osservatori ritiene che il paese trarrà grandi benefici dalle maggiori entrate generate dai nuovi contratti. Tuttavia, alcuni temono che il rialzo dei prezzi degli idrocarburi possa costituire un ostacolo alle riforme e quindi alla diversificazione economica e allo sviluppo.

Quanto alla dipendenza dell'economia algerina dal petrolio e dal gas, va ricordato che gas e petrolio rappresentano circa il 95% delle esportazioni e oltre il 50% del bilancio statale. In termini di entrate, secondo il Fondo Monetario Internazionale, il triplice aumento del prezzo del greggio rispetto all'anno precedente significa che Algeri nel 2022 probabilmente incasserà 55,6 miliardi di euro di entrate da idrocarburi, un aumento molto forte rispetto ai 32,7 miliardi del 2021.

### UNO SFORZO DECISO

La considerazione più ovvia è che, avendo fatto poco per ridurre la sua dipendenza dall'estrazione di oil&gas, il paese è pericolosamente esposto agli shock dei prezzi globali. Algeri farà quindi uno sforzo più deciso per liberare l'economia dal petrolio e dal gas e concentrarsi sulla transizione verso un'economia più diversificata? Sebbene i progressi siano stati lenti, da quando il presidente Abdelmadjid Tebboune ha chiesto una serie di riforme del sistema bancario e fiscale per «aprire l'economia al mondo», è indubbio che si è manifestata l'intenzione di muoversi in tale direzione e i dipartimenti e le agenzie governative competenti hanno riconosciuto pienamente la necessità di ridisegnare il modello economico del paese. Nei due anni trascorsi dalla promessa del presidente alla fine del 2020, il go-



verno ha compiuto notevoli progressi nel passaggio da un'economia chiusa a un'economia aperta. Nell'intento di incoraggiare gli investimenti stranieri, Algeri ha eliminato una serie di restrizioni sugli investimenti esteri e, in particolare, ha abolito la regola del 51/49 che vietava agli i stranieri di detenere più del 49% di una società algerina.

La decisione è stata una piccola rivoluzione, ma ha già portato a un notevole aumento dei capitali stranieri e alla crescita dell'interesse di esaminare joint venture e investimenti industriali. In merito a questi ultimi, va sottolineato che i bassi prezzi dell'energia costituiscono un'interessante opportunità per le attività energivore.

## **LA DIREZIONE DI MARCIA**

Sebbene l'esigenza di trasformare l'economia sia chiara, la domanda è: in quale direzione la transizione porterà il paese? Un piano d'azione governativo pubblicato nel 2021 fornisce una serie di precise indicazioni sul programma di diversificazione. In primo luogo, viene stabilito l'obiettivo di trasformare l'Algeria in un esportatore di beni lavorati ad alto valore aggiunto. Tra gli esempi, ci sono prodotti come le fibre sintetiche e i fertilizzanti. Il governo prevede, inoltre, di lanciare un ambizioso

piano di ricerca mineraria che studierà il potenziale valore industriale delle risorse a disposizione, come il fosfato e lo zinco. Per quanto riguarda il manifatturiero, il piano d'azione evidenzia l'elettronica e gli elettrodomestici. Tra i settori industriali sottosviluppati o nascenti considerati prioritari, figurano le telecomunicazioni, i farmaci e la produzione di automobili. Gli sforzi si concentreranno anche su agricoltura, agroindustria e pesca. Algeri ha riconosciuto la necessità di migliorare drasticamente le prestazioni del paese in termini di produttività agricola e considera strategiche le colture industriali come cereali, colza, mais e barbabietola da zucchero.

## **CONCLUSIONI**

L'Algeria ha molte fonti di reddito alternative non sfruttate e, elemento importante, può vantare un gran numero di giovani ben istruiti. Tuttavia, lo sviluppo di un'economia alternativa richiederà una forte leadership e un grande impegno da parte del governo. Anche la continuità giocherà un ruolo fondamentale, così come l'incoraggiamento degli investimenti esteri.

Sebbene la graduale trasformazione da un'economia relativamente chiusa a

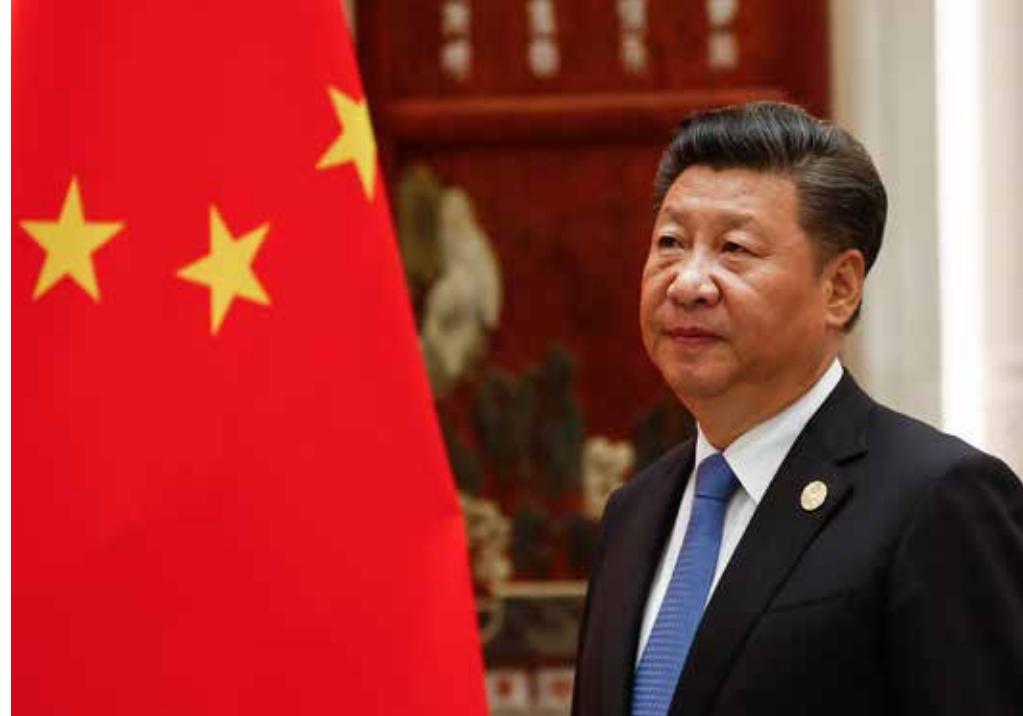
un'economia aperta abbia accresciuto notevolmente l'interesse degli stranieri, è essenziale che diverse questioni pratiche, necessarie per migliorare l'ambiente imprenditoriale, vengano affrontate il più rapidamente possibile. Soprattutto i problemi legati alla burocrazia, di cui l'Algeria continua a soffrire, devono essere esaminati e risolti.

Per sostenere meglio le start-up e incoraggiare i giovani a creare le proprie imprese, iniziative pubbliche come Algeria Venture, un acceleratore che aiuta i progetti a scalare e a svilupparsi, dovrebbero continuare a essere adeguatamente finanziate e presenti su tutto il territorio nazionale. Queste strutture di supporto dovrebbero anche concentrarsi sulla collaborazione con le controparti straniere, in modo da beneficiare del know-how internazionale e da creare le condizioni per le start-up algerine di avere una porta aperta sui mercati esteri.

La trasformazione da un'economia basata sugli idrocarburi a una diversificata e moderna richiederà tempo, tuttavia il paese possiede i tre requisiti chiave: volontà politica dichiarata, capacità di investimento e, soprattutto, la possibilità di sfruttare il potenziale della sua gioventù ben istruita e dinamica.

# Cina, un congresso per l'apoteosi di Xi

a cura di Pinuccia Parini



Mancano pochi giorni al XX congresso del Pcc, l'assemblea del Partito comunista cinese e il suo più importante organo. Ogni cinque anni, in questa occasione, viene rinnovato il Comitato centrale, ovvero la più alta autorità del partito, che a sua volta nomina il Politburo. Quando il congresso nazionale non è in sessione, il Comitato centrale rappresenta l'organo più potente, mentre il Politburo è l'organismo che supervisiona e controlla il Pcc. Il suo potere risiede in gran parte nel fatto che, generalmente, i suoi componenti occupano anche alte posizioni statali all'interno della Repubblica Popolare. Esso è composto da 25 membri che sono considerati i politici con maggiore influenza nel partito. Il Politburo, a sua volta, elegge il Comitato permanente dell'Ufficio politico cinese, che potrebbe essere considerato l'espressione massima dell'élite politica. Xi Jinping è, attualmente, segretario generale del Pcc, nonché presidente della Repubblica Popolare e della Commissione militare.

## UN CONGRESSO STORICO

Durante il congresso, che inizierà il prossimo 16 ottobre, è praticamente certa la riconferma del presidente in carica, che nel 2018 era riuscito a emendare la costituzione sul limite del secondo mandato. L'appuntamento di quest'anno è cruciale. Oltre a indicare le linee politiche del paese per i prossimi cinque anni, segnerà ufficialmente anche un cambio di passo, soprattutto perché la riconferma di Xi Jinping potrebbe fortemente caratterizzare la leadership politica cinese nei prossimi anni. A fine settembre, i quasi 2.300 delegati

sono stati eletti in conformità con la costituzione del partito e in linea con il pensiero di Xi. Le cronache raccontano di preparativi di un congresso che è stato gradualmente accompagnato dall'epurazione di funzionari considerati invisi alla nomenclatura: alcuni di questi sono stati condannati alla pena capitale, tra i quali Sun Lijun, ex viceministro della pubblica sicurezza, Fu Zhenghua, ex ministro della giustizia e uno dei più potenti capi della polizia cinese.

A onore di cronaca, va però detto che durante i 10 anni di leadership di Xi Jinping è stata condotta un'intensa e severa operazione anti corruzione, che ha visto la condanna di oltre un milione di funzionari. Tuttavia, proprio due anni fa, insieme al lancio di una nuova campagna, si è assistito anche a un rinnovo dei vari organi di sicurezza, con l'introduzione di alcuni cambiamenti strutturali, probabilmente con la finalità di arrivare all'appuntamento del XX congresso con il leader cinese saldamente in carica. In altre parole, l'assegnazione del terzo mandato all'attuale presidente è stata preparata con meticolosità e architettata in modo da non creare sorprese.

## UNA PREPARAZIONE METICOLOSA

Ma come sarà configurato il cuore centrale del partito? Un contributo, in questo senso, viene offerto da un'analisi di **Damien Ma**, managing director e co-fondatore di Macro-Polo, il think tank del **Paulson Institute** ([rif.: <https://macropolo.org/analysis/most-consequential-political-event-of-the-year/>](https://macropolo.org/analysis/most-consequential-political-event-of-the-year/)). Da essa emerge che Xi dovrebbe essersi assicurato una super-maggioranza nel prossimo

Politburo tale da assicurargli il terzo mandato. Viene stimato che almeno l'80% del nuovo XX Comitato centrale (Cc) sarà composto dalla generazione di politici post-sessantottini. «Si tratta di un gruppo che ha evitato in gran parte il peggio della Rivoluzione culturale ed è cresciuto durante i primi giorni dell'era della Riforma e dell'Apertura».

## CHI SALE

Si presume che la rete di Xi costituirà circa il 90% del nuovo Politburo. Tra le persone che hanno visto il ruolo politico accresciuto, Damien Ma indica Wang Xiaohong (65 anni), parte della base politica di Xi nel Fujian, come nuovo ministro della pubblica sicurezza. Questa promozione rende Wang un probabile successore di Guo Shengkun, attuale segretario del Cc per gli affari politici e legali. «Ciò significa che Xi avrà un membro del Politburo e uno stretto alleato nel controllo dell'apparato di pubblica sicurezza, cosa che non aveva avuto negli ultimi 10 anni».

Un'altra importante promozione è andata a Li Shulei (58 anni), considerato uno degli storici e teorici del partito preferiti da Xi, che probabilmente succederà a Huang Kunming (66) alla guida della propaganda. Ciò fa sì che Li possa essere elevato al Politburo, aprendosi la strada verso il Comitato permanente dell'Ufficio politico cinese nel 2027. Xi non può però affidarsi semplicemente ai suoi stretti alleati, poiché molti di loro andranno in pensione quest'anno. Egli dovrà quindi estendere la sua cerchia ai secondi legami, cioè a coloro che sono estensione dei suoi alleati più stretti. Se l'età e la rete di contatti possono essere

i criteri più importanti per le promozioni, l'esperienza professionale conta ancora. Un attento esame della leadership provinciale rivela che, sotto la guida di Xi, i tecnocrati, essenzialmente quelli con una formazione Stem, hanno avuto successo nel processo di transizione politica. Essi hanno formato una loro coorte tra i leader provinciali e ministeriali. Si dà il caso che le loro competenze siano in linea con le priorità di Xi in materia di progresso tecnologico. La percentuale di leader provinciali tecnocrati (segretari di partito e governatori) è più che raddoppiata dal 2017, passando dal 35% (11) al 74% (23). Nell'ultimo anno queste figure sono state promosse anche a capo dei ministeri e, a differenza del XIX, il nuovo Politburo vedrà probabilmente una loro maggiore presenza.

## CHE COSA ATTENDERSI?

I giochi sembrano quindi fatti, ma l'attesa dell'opinione pubblica è centrata, da un lato sui messaggi che il partito darà per caratterizzare i prossimi cinque anni di governo, dall'altro su come Xi Jinping contraddirà il suo terzo mandato. In merito a questo secondo aspetto, non si tratta di un tema legato alla pura curiosità intellettuale, bensì alla necessità di comprendere quali saranno i valori guida della futura leadership e i suoi obiettivi. Per questa ragione, sarà importante un'attenta analisi del linguaggio utilizzato per capire come si configurerà il ruolo del presidente della Repubblica Popolare. La situazione del paese, che fa da sfondo al XX Congresso, presenta diverse criticità. Il 2022, auspicato come anno di stabilità nel corso della Central economic work conference del dicembre 2021, non è stato tale, perlomeno sino a oggi.

La crescita economica si sta rivelando inferiore alle attese: le recenti previsioni della Banca Mondiale indicano che la politica di tolleranza zero al Covid e la crisi del mercato immobiliare hanno portato lo sviluppo della Cina a un livello inferiore rispetto a quello della regione Asia-Pacifico per la prima volta in più di 30 anni. L'istituto ha dichiarato che le prospettive per l'Asia orientale e la regione del Pacifico sono state declassate dal 5% al 3,2%, individuando proprio nelle difficoltà economiche del Dragone (86% della produzione economica della regione) la causa principale della revisione.

Nello specifico, le attese di crescita per il Pil della Cina nel 2022 sono al 2,8%, mentre per il resto della regione (23 paesi) si prevede un

incremento medio del 5,3%, più che doppio rispetto al 2,6% del 2021. È difficile pensare che al congresso venga annunciato un cambiamento repentino della politica di tolleranza zero nei confronti del Covid, ma è possibile che una decisione in merito non debba essere troppo procrastinata, visto gli impatti sul tessuto imprenditoriale e sulla propensione al consumo della popolazione cinese. Se ciò dovesse succedere, potremmo assistere a un cambiamento di traiettoria dell'economia cinese? Nel breve periodo è probabile che ciò non avvenga, nel lungo è necessario capire se il modello di crescita proposto da Xi sia ancora valido.

## LA CRISI IMMOBILIARE

Anche la crisi del settore immobiliare ha avuto ricadute economiche consistenti sul tessuto produttivo (circa il 30% dell'output) e, presumibilmente, l'avrà anche sulle finanze dei governi locali, visto che la vendita di terreni costituisce una voce importante delle loro entrate. Un'analisi condotta da **Jeremy Mark**, senior fellow dell'**Atlantic Council**, evidenzia che, finora, i leader del partito

sono apparsi esitanti a rispondere alla crisi con le potenti risorse finanziarie che il governo centrale ha a disposizione, procedendo invece attraverso una serie di salvataggi frammentari. Non è chiaro, però, se affronteranno la questione di petto al congresso, annunciato all'insegna della "prosperità comune", lo slogan che ha guidato nell'ultimo decennio la politica di Xi. È stato sotto l'egida di questo motto che sono state giustificate politiche che vanno dal contenimento dell'«espansione disordinata del capitale» alla repressione dei titani dell'hi-tech cinese. (<https://www.atlanticcouncil.org/blogs/new-atlanticist/why-chinas-leadership-must-respond-to-the-countrys-property-crisis/>)

Le difficoltà nel mercato immobiliare si ripercuotono anche all'ambito sociale. Il boicottaggio dei mutui ha visto vere e proprie proteste di proprietari che si sono rifiutati di pagare le rate dei finanziamenti loro concessi, a fronte dello stallo della costruzione del loro immobile. Nonostante la censura da parte dell'esecutivo sui media e le promesse dei governi locali di intervenire per alleviare la situazione, a metà settembre erano più di 340 le aree in costruzione colpite dai boicottaggi. Questi atti di disobbedienza civile stridono con gli slogan del partito e del suo sommo leader che, sul tema specifico, ha sempre affermato che le case sono fatte per viverci e non per

speculare.

C'è poi la politica internazionale, con le continue frizioni tra Pechino e Washington in uno scenario generale molto critico. Ma non si tratta solo del rapporto bilaterale tra due potenze. La Cina, nel percepire come più complesso il rapporto con l'occidente, ha deciso di mitigare i rischi geoeconomici in particolare con la Belt and road initiative (Bri), per esercitare la propria influenza e attrarre altri paesi nella propria orbita. In tale contesto vanno collocate la strategia della "dual circulation", "Made in China 2025" e il decoupling del paese, che hanno la finalità di proteggere il più possibile il Dragone da shock esterni. Ma come rileva **Tony Seich**, director of the **Ash Center for Democratic Governance and Innovation** e Daewoo Professor of International Affairs (<https://ash.harvard.edu/publications/what-expect-20th-congress-chinese-communist-party>), se ci sarà un disaccoppiamento, dovrà essere gestito, perché non è ugualmente applicabile a tutti gli ambiti.

## APPROCCIO SU DUE FRONTI

Per quanto riguarda, invece, la mitigazione del rischio geopolitico, Pechino ha adottato un approccio su due fronti: rafforzare le relazioni con i paesi che rifiutano il dominio degli Stati Uniti nel mondo e incrementare l'espansione dell'influenza della Cina nelle istituzioni internazionali. La volontà ultima è ridisegnare un nuovo ordine globale che riflette gli interessi del paese e, sempre secondo Seich, Xi Jinping dispone di strumenti, potere e influenza che le precedenti generazioni di leader non potevano immaginare. Egli utilizza la politica del bastone e dalla carota: da un lato apre al commercio e agli investimenti, dall'altro minaccia, ad esempio con le rivendicazioni di sovranità nel Mar Cinese Meridionale e nello Stretto di Taiwan.

Infine, rimane il grande punto di domanda sull'ideologia che permea l'attuale leadership cinese e il modello cui fa riferimento, dove si amalgama il pensiero marxista con quello tradizionale cinese. E, anche in questo caso, non si tratta di mera speculazione intellettuale, bensì di investigare quella che sarà l'inclinazione della seconda potenza economica mondiale. L'unica cosa che appare quasi certa di questo congresso alle porte è che Xi Jinping si circonderà di suoi sostenitori e, da questo punto di vista, la sua leadership non solo non sarà messa in discussione, ma assumerà maggiore forza.

## FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

**GIUSEPPE CORONA**

HEAD GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE  
GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND  
HSBC ASSET MANAGEMENT

# «Infrastrutture, bene anche con la crisi»

a cura di Pinuccia Parini

L'avversione al rischio presente sui mercati sta riguardando quasi tutte le asset class e la ricerca di una diversificazione, che serve a contenere gli effetti dei corsi negativi dei mercati, continua. Come si proteggono gli investimenti in un quadro come quello attuale? A rispondere è **Giuseppe Corona**, head of global listed infrastructure, **Global Listed Infrastructure Fund** di **Hsbc Asset Management**.

**Perché investire in fondi infrastrutturali in un quadro di ral-**

### **I**nteramento economico e inflazione che rimane elevata?

L'asset class presenta un carattere difensivo derivante dal fatto che le aziende in cui si investe operano in attività che sono critiche per il funzionamento di qualsiasi economia e società. Si tratta di imprese che offrono una grande visibilità per quanto riguarda la futura generazione di cassa. Ciò è reso possibile dal fatto che i loro asset critici, o sono regolamentati, o sono soggetti a contrattualizzazioni a lungo termine tra l'operatore che gestisce l'attività e l'uti-



lizzatore. Inoltre, sono società soggette a una regolamentazione o a una contrattualistica basate su strutture "take or pay" (accordo che impegna all'acquisto di un prodotto, anche se non utilizzato) o di ritorno sul capitale, dove la remunerazione avviene in base al costo del capitale stesso. Queste due configurazioni fanno sì che, in entrambi i casi, vengano operati adeguamenti da corrispondere all'operatore in base al movimento dei volumi generati. Per fare un esempio concreto, se in un aeroporto il traffico non si materializza, nel periodo successivo a quello in questione ci sarà un intervento del regolatore per adeguare la tariffa in modo da remunerare l'operatore in modo congruo».

### **È per queste ragioni che l'asset class ha offerto ritorni interessanti anche in questa difficile fase di mercato?**

«La risposta è affermativa. Aggiungerei che, in uno scenario in cui l'economia rallentasse ulteriormente e le maggiori banche centrali alzassero ancora i tassi di interesse e, di conseguenza, la volatilità perdurasse sul mercato, l'investimento in asset infrastrutturali permetterebbe di avere una parte del portafoglio meno esposta al ciclo economico».

### **Ma se l'inflazione dovesse prolungarsi?**

«Uno scenario inflativo prolungato potrebbe avere un impatto che si concretizzerebbe in due modi e lo si può spiegare tramite l'utilizzo di un modello Dcf, cioè attraverso il metodo dei flussi di cassa attualizzati che ne determina il valore per una specifica attività. Il primo incide sul numeratore della formula utilizzata, perché i ricavi di una società infrastrutturale molto spesso sono legati al tasso di inflazione e, frequentemente, l'aggiustamento a esso avviene l'anno successivo ( $t+1$ ). Di conseguenza, lo stesso numeratore, strutturalmente, sale. Il secondo, invece, riguarda il denominatore della stessa formula, che contiene il tasso di sconto. Una banca centrale, come di recente la Bce, che alzasse i tassi anche nel prossimo futuro, porterebbe a un aumento del tasso di sconto che gioca a sfavore dell'investimento. Comunque, ci sono alcune attività le cui valutazioni,

nell'attuale contesto, rimangono attrattive, perché il loro aumento dei flussi di cassa compensa quello del costo del capitale. In sintesi, per questa asset class, le caratteristiche difensive continueranno a fungere da vento di coda. Lo scenario inflazionistico, invece, è un aspetto che va valutato con attenzione, settore per settore, azienda per azienda».

### **Ciò però comporta un'attenta selezione delle società**

«Sì è un modello che, proprio per identificare le aziende con flussi di cassa resilienti, incorpori tassi di sconto in rialzo, approccio che noi abbiamo utilizzato prima che le politiche monetarie diventassero restrittive. Inoltre, per investire in infrastrutture occorre una forte specializzazione e una conoscenza delle regole dell'ambito in cui si opera ed è per questa ragione che è importante rivolgersi ad asset manager con esperienza comprovata in materia».

### **Dove investe il fondo Hsbc Gif Global Infrastructure Equity?**

«Il fondo investe nei seguenti settori: comunicazioni, energia, servizi di pubblica utilità e trasporti. Tutti e quattro sono toccati, anche se con intensità diversa, da due trend strutturali che teniamo in forte considerazione nelle nostre analisi: la digitalizzazione e la transizione energetica. Si tratta di due aspetti che esercitano un'influenza significativa nel determinare le nostre decisioni di investimento proprio per l'impatto che possono esercitare su specifici compatti, in particolare quello delle telecomunicazioni e quello energetico. Basterebbe infatti pensare a come potrebbe cambiare il mix energetico da oggi al 2050».

### **Significa che investite anche in "brown company"?**

«Si tratta di asset necessari per una "just" transizione energetica e il fatto che siano presenti nei nostri portafogli non inficia da un lato la nostra politica come Hsbc Asset Management, che prevede di non investire in società i cui piani non siano compatibili con l'obiettivo di dismettere produzione di energia elettrica da carbone entro il 2030 (Oecd) e 2040 (non-Oecd). Dall'altro lato, la nostra attività di engagement con le im-

prese continua, per incentivarle a intraprendere misure verso una transizione energetica e monitorare che gli impegni assunti vengano perseguiti in coerenza anche con le politiche di Hsbc Asset Management. Si tratta di processi molto complessi e delicati, che devono essere considerati nel loro insieme e che hanno la necessità di una coerenza di fondo, affinché i vari passaggi non generino ricadute negative sul contesto sociale ed economico. Noi riteniamo che le infrastrutture giocheranno un ruolo importante nella transizione energetica. Oggi ci sono aziende nel settore petrolifero, per esempio, che hanno obiettivi di "net zero" ambiziosi. Diventa così importante non solo investire in società che vogliono ridurre la loro impronta carbonica, ma farlo perché in tal modo si sostengono gli investimenti che verranno fatti per rendere ciò possibile. Lo spirito che guida le nostre decisioni è quello della "just transition", una transizione energetica equa, sia per l'ambiente, sia per le comunità, sia per l'economia».

### **Come è strutturato il vostro processo di investimento?**

«A tutte le società che fanno parte del nostro universo di investimento attribuiamo una valutazione qualitativa e un'altra quantitativa. In primo luogo viene prodotto un "quality score", in base alla tipologia e struttura degli attivi, del modello di business e della sua sostenibilità, tenendo ovviamente in considerazione il contesto regolamentare. Quest'ultimo, infatti, può in alcuni casi offrire incentivi o disincentivi per il raggiungimento di determinati obiettivi, come ad esempio la neutralità carbonica. Successivamente, c'è un'analisi quantitativa, in cui valutiamo gli asset in base alla loro vita economica e, quindi, alla loro generazione di cash flow. Il nostro processo di individuazione dei titoli è bottom-up, con l'utilizzo di 10 parametri dei quali tre sono legati agli Esg. Adottiamo uno stile di investimento value e, in termini di capitalizzazione di mercato, ci concentriamo su aziende sopra il miliardo di dollari. Attualmente, sul piano settoriale, il 65% circa del fondo è esposto al comparto energetico e dei servizi di pubblica utilità».

## FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

**TONY ROBERTS**

GESTORE

INVESCO METAVERSE FUND

# «Metaverso, il mondo nuovo sul quale puntare»

a cura di Pinuccia Parini

Il termine metaverso è usato sempre più frequentemente e nei più disparati ambiti: da quello sociale a quello industriale, dall'intrattenimento al mondo dei consumi. Fondi&Sicav ha discusso con **Tony Roberts**, gestore di **Invesco Metaverse Fund**, delle potenzialità che la tecnologia mette a disposizione perché si realizzi il web 3.0 e delle opportunità che il metaverso offre in termini di investimento.

**Voi affermate che il metaverso costruirà un nuovo mondo. Qual è il significato che attribuite a questa affermazione?**

«È un mondo nuovo, così come lo fu internet, a suo tempo. Il metaverso è l'evoluzione di internet, il cosiddetto web 3.0, che fa seguito alla diffusione prima del pc (web 1.0) e poi della comunicazione mobile (web 2.0). Il progresso tecnologico, attraverso la sempre maggiore potenza di elaborazione dei semiconduttori e una più veloce connettività, rende il metaverso un'esperienza immersiva che si diffonderà in modo graduale. Senza accorgersene, si passerà da una realtà aumentata, con la quale si è già familiari perché già presente in alcune delle nostre attività quotidiane, a una virtuale che conviverà con quella reale».



## **Qual è la vostra definizione di metaverso?**

«La nostra interpretazione è la seguente: un insieme di mondi virtuali su larga scala, continui, in 3D, in tempo reale, e di ambienti dove le persone lavorano, imparano, giocano, si divertono e vivono esperienze di vita reale».

## **E che cosa argomentate a coloro che sono scettici sul metaverso?**

«Ci sono esempi tangibili di come il metaverso abbia già un utilizzo nell'ambito industriale dove, ad esempio, una società come Bmw, grazie al digital twin, ha realizzato una fabbrica virtuale in cui è possibile riorganizzare e ripensare le linee di produzione. La digitalizzazione avanzata permette di fare simulazioni che portano a ottimizzare le soluzioni adottate, senza fermare la fabbrica come avveniva nel passato. Bmw ha dichiarato che, attraverso il digital twin, l'efficienza della loro pianificazione è aumentata del 30%, un dato importante perché, in termini di numeri, permette una riduzione dei costi».

## **Ma da un punto di vista tecnologico, qual è il livello delle piattaforme che vengono utilizzate nel metaverso?**

«C'è ancora molto da fare e ciò apre un'importante opportunità di investimento. Il mondo virtuale deve essere cinematografico, in tempo reale e, parlando con un'azienda tecnologica americana tra i leader nello sviluppo dei processi grafici per il mercato videoludico e professionale, è emerso che occorrerebbe una potenza di calcolo forse 10 mila volte superiore a quella attuale per rendere ciò possibile su queste piattaforme. È un obiettivo che potrebbe essere raggiunto alla fine di questo decennio. Come investitori, pensiamo che si sia all'inizio di un trend che si svilupperà nel corso dei prossimi anni e, proprio per questa ragione, vogliamo essere presenti da subito».

## **Ma in termini di investimento, perché parlare di un fondo che punta sul metaverso, anziché sulla tecnologia?**

«La definizione di metaverso è molto estensiva. Nella fase attuale, è vero, molte delle opportu-

nità che si colgono sono nel settore tecnologico, ma non solo, visto che la parte game ha un peso rilevante. La nostra volontà è cogliere un tema di lungo periodo che è in atto e con molte altre attività, oltre alla tecnologia, che iniziano a popolarlo. Ormai diverse società utilizzano il metaverso per pubblicizzare i propri prodotti, reali o virtuali. Al momento, siamo nella prima fase del suo sviluppo, in cui vengono realizzate le infrastrutture che ne permetteranno la piena realizzazione e la parte hardware è la base per costruirne l'accesso. Si va dai pc, alla telefonia mobile, dalla realizzazione di network grazie alla broadband, ai centri dati che, per mezzo dell'intelligenza artificiale, possono fare molteplici simulazioni. Tutto ciò rende possibile la realizzazione di piattaforme dove le persone si incontrano e, da questa prospettiva, un ruolo da vero e proprio apripista lo stanno svolgendo i videogiochi, che stanno già rimpiazzando i social media per i ragazzi al di sotto dei 12 anni. Si tratta di una tendenza che, nel tempo, andrà a modificare alcuni comportamenti e abitudini delle persone».

## **Ma i videogiochi sono già molto sofisticati...**

«Sì, ma la realizzazione di un mondo virtuale immersivo cui possono avere accesso centinaia di migliaia o addirittura milioni di persone non è ancora possibile semplicemente perché la tecnologia attuale ancora non lo consente. È per questa ragione che si parla di un giro d'affari attorno al metaverso che si stima raggiunga 300 miliardi di dollari nel 2025, con un tasso di crescita annuo del 43%, per poi sorpassare un trilione di dollari entro il 2030 (rif.: Emergen Reserach . <https://emergenresearch.com/industry-report/metaverse-market>)».

## **L'esempio offerto dell'utilizzo del metaverso nell'industria è molto concreto, ma quando si comincia a parlare, ad esempio, di immobili venduti virtualmente, non trova che possano sorgere alcuni dubbi?**

«Io affronterei questo aspetto da un altro punto di vista. Nel metaverso si presentano diverse opportunità per usare alcuni spazi a fini pubbli-

cati. Supponiamo che in questo mondo, che riproduce il mondo reale, ci sia un immobile che chiamiamo "X Land", che diventa molto popolare perché si trova su una delle strade principali di un luogo o una città virtuale. Gli spazi a disposizione di "X Land" possono essere utilizzati dalle singole aziende per pubblicizzare i propri prodotti o il proprio marchio, con una modalità non dissimile da quella con cui viene venduta la pubblicità sul sito di un qualsiasi motore di ricerca. Ecco che avere un immobile nel metaverso assume un valore economico. Ci si potrebbe trovare di fronte a un problema di valore di scarsità per questi immobili tale da trascinarne i prezzi al rialzo? Difficile per il momento dirlo, anche se penso che la "scarcity value" di un bene sul metaverso valga soprattutto quando è riferita a prodotti di consumo, soprattutto nell'ambito del lusso, con dinamiche che sono molto simili a quelle nella vita reale».

## **Perché dovrebbe essere attribuito uno "scarcity value" a un oggetto virtuale?**

«Proprio per lo stesso motivo per cui si è disposti a pagare una cifra elevata per un oggetto di lusso che rappresenta uno status symbol e che, in quanto tale, si vuole mostrare agli altri. La differenza è che invece di farlo in un luogo reale, lo si fa in uno virtuale, dove si possono realizzare oggetti che sono unici grazie all'utilizzo degli Nft. Nike ha realizzato 185 milioni di dollari nella vendita di scarpe virtuali e nel dicembre del 2021 ha proceduto ad acquisire Rfkt Studios, un designer di abbigliamento e scarpe sportive. Nel giugno 2021, una borsa virtuale di Gucci è stata venduta sul videogioco Roblox per 4.115 dollari rispetto ai 3.400 della versione fisica. Capisco che ciò sia difficile da comprendere, soprattutto per le generazioni che sono più lontane da queste modalità di interazione, ma nei fatti tutto ciò sta avvenendo nelle fasce della popolazione più giovane e quella identificata con la lettera Z, figlia della rivoluzione del web, avrà un ruolo chiave in questa trasformazione».

## **Come identificate un titolo del metaverso?**

«Ogni società che ha più del 10% del fatturato esposto alla catena di valore del metaverso, più del 10% di crescita attesa che deriva dalla stessa catena, in cui viene investito più del 10% del capex. Infine, puntiamo su quelle aziende che sono fornitrici di soluzioni critiche nella catena di valore del metaverso».



# Di nuovo vittima della Fed

a cura di Boris Secciani



**L'azione delle banche centrali, che si sta rivelando molto più forte e molto più lunga del previsto, sta colpendo in maniera pesante l'intero settore tecnologico: la dura realtà macro e monetaria ha trasformato il vasto complesso dell'It in una delle asset class con le peggiori performance in questo 2022. Le azioni growth, in particolare l'hi tech, i cui elevatissimi multipli venivano giustificati da previsioni di crescita dei profitti alquanto ottimistiche, si sono trovate gravate da una forte sensibilità all'andamento dei tassi di interesse. Se Nasdaq e S&P 500 dovesse registrare da qui in poi ulteriori cali significativi, scaterebbe un effetto ricchezza negativo che andrebbe ad azzoppare la più importante fonte di consumi sul pianeta**

Siamo arrivati ormai all'ultimo trimestre di un 2022 che si è rivelato orrendo. Innanzitutto per l'invasione russa dell'Ucraina, con il suo carico di atrocità apparentemente senza fine. In lontano secundis, per una crisi economica tanto inaspettata quanto brutale, soprattutto per le economie in via di sviluppo più deboli e per i ceti più svantaggiati di quelle ricche. In questi ultimi mesi l'esplodere della stagflazione ha sostanzialmente distrutto le ultime speranze di potere continuare con il percorso di normalizzazione post-pandemia. Solo un anno fa, infatti, si pensava di essere di fronte a una ripresa robusta, in grado di reggere tassi di interesse più alti (e in generale politiche monetarie meno permissive), che si erano resi necessari per tenere sotto controllo le spinte sul costo della vita. Queste ultime, poi, a loro volta apparivano più come singhiozzi dovuti all'impatto sulle filiere produttive globalizzate, generati da un processo di riapertura post-Covid ineguale, piuttosto che un fenomeno strutturale.

Questa tesi ha continuato a essere diffusa fra gli operatori fino a pochissime settimane fa. Una volta raggiunta una qualche soluzione del conflitto ucraino e una volta rallentata, tramite tassi più elevati, una domanda ormai da decenni moderata in tutte le economie ad alto reddito, anche l'inflazione sarebbe, se non sparita, quanto meno calata parecchio. Diversi money manager vedevano la possibilità di assistere a settembre a una pausa da

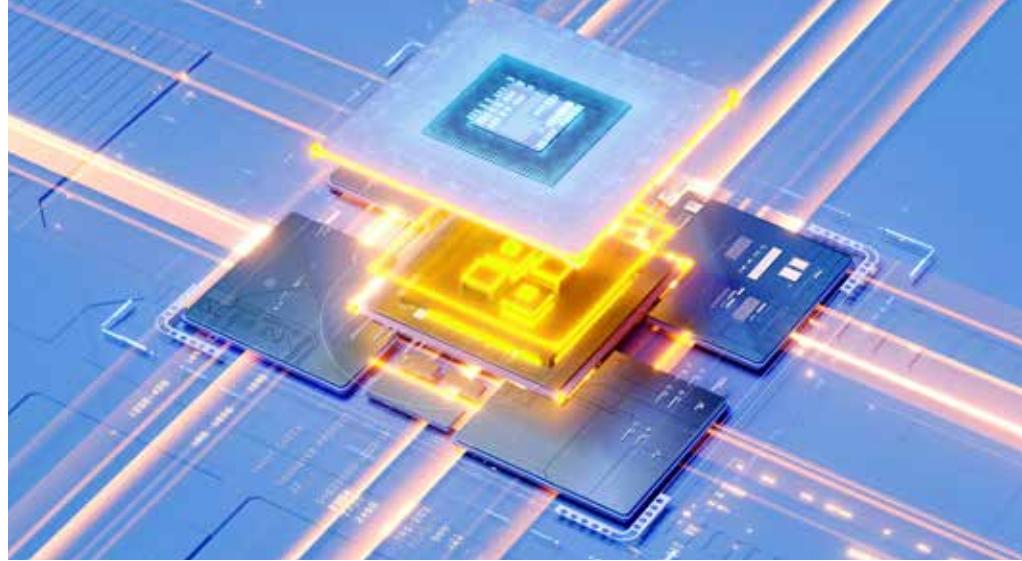


**JOACHIM FELS**  
global economic advisor  
**Pimco**

parte della Federal Reserve, ma Jackson Hole ha cambiato completamente la prospettiva. Non a caso **Joachim Fels**, global economic advisor di **Pimco**, nota: «Sono ormai lontani i tempi in cui le banche centrali muovevano i tassi solo con incrementi di 25 punti base. Sia la Banca Centrale Europea, sia la Banca del Canada hanno aumentato i tassi ufficiali di 75 punti base, seguendo le orme della Federal Reserve. Inoltre, dopo l'ennesima sorpresa al rialzo dell'inflazione statunitense Cpi di settembre, la Fed sembra destinata a continuare la stretta a questo ritmo e forse ancora a novembre e dicembre. Il perché i 75 punti base siano la nuova normalità in questa fase del ciclo di inasprimento è ovvio: di fronte a continui e massicci overshoot dell'inflazione, le banche centrali si stanno concentrando fortemente sul mantenimento dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine. Attualmente, i funzionari sembrano tutti guidati dal vecchio detto secondo il quale solo i falchi vanno nel paradiso dei banchieri centrali e sono quindi determinati, per usare le parole di Jerome Powell, a "continuare così finché il lavoro non sarà finito»».

#### **LA FED ESAGERA?**

In pratica i mercati si stanno rassegnando all'ipotesi di avere un mondo fatto di tassi di interesse più elevati del previsto e per più tempo. Non sorprende che le previsioni sul livello terminale dei Fed Funds stiano continuando ad alzarsi. Nella seconda metà di settembre si era arrivati intorno al 4,6%, rispetto alla fascia 3,25%-3,5% iniziale. Inoltre, ormai gli investitori danno per scontato il fatto di non vedere tagli per tutto il 2023. Il percorso indicato dalla Fed, e ormai seguito anche da altre banche centrali in precedenza più titubanti, ha, come sottolineato da Fels, un obiettivo chiarissimo:



portare gli investitori a pensare che la fiammata inflativa attuale sia solo un fatto temporaneo e non destinata a trascinarsi troppo a lungo. L'aspetto, però, forse più interessante che è emerso dall'ultima riunione di Powell e soci riguarda le stime sul quadro macro. Nessuno nega che ci sia un forte rallentamento in corso, tuttavia anche per il 2023 lo scenario centrale vede +0,2% di crescita del Pil per gli Stati Uniti. In pratica, il messaggio forte e chiaro che sta arrivando dalle autorità monetarie è che l'economia globale è in grado di reggere i giri di vite presenti e futuri senza scatenare un disastro. Il problema è che gli investitori stanno cominciando a sviluppare una view parecchio diversa. Infatti, dopo la forte ripresa iniziata nella seconda metà di giugno e durata fino a Ferragosto, si è tornati in una fase di risk off decisamente cupa. È interessante notare, in un simile contesto, l'andamento degli indici azionari di Europa e Stati Uniti. Il Vecchio continente si trova ad affrontare un passaggio delicatissimo. La prossimità alla guerra, una ridotta vivacità economica generale e la dipendenza da materie prime importate stanno portando gli asset europei a mostrare un andamento per certi versi simile a quello dei mercati emergenti, con tanto di valute in caduta libera. Non sorprende, dunque, avere visto nella seconda parte di settembre lo Stoxx 600 sfornare i precedenti minimi dell'anno.

#### **UN EFFIMERO MINI-BULL MARKET**

Il discorso per gli Stati Uniti si fa però un po' più complesso. Anche l'S&P 500 e il Nasdaq 500 si sono rimangiati praticamente tutta la ripresa estiva, con l'S&P 500 che ha messo a segno un nuovo minimo annuale a fine settembre. La galoppata estiva aveva indotto diversi osservatori a parlare dell'avvio di un nuovo bull market per i colossi tecnologici made in Usa e non solo. Però, la dura realtà macro e

monetaria hanno trasformato il vasto complesso dell'It in una delle asset class con le peggiori performance in questo 2022. Il Nasdaq Composite, infatti, dai massimi del 2021, si trovava alla fine del terzo trimestre 2022 in ribasso di circa un terzo. Questo andamento non è particolarmente inaspettato. Più volte le azioni growth, in particolare la tecnologia, i cui elevatissimi multipli venivano giustificati da previsioni di crescita dei profitti alquanto ottimistiche, si sono trovate gravate da una forte sensibilità all'andamento dei tassi di interesse. Appare quindi del tutto naturale che, di fronte alla comparsa del mostro stagflativo e al termine di un'autentica bolla (ai picchi del 2021 il gruppo costituito dalle cinque cosiddette Faang più Tesla forniva il 20% della capitalizzazione dell'S&P 500), le perdite siano particolarmente ingenti in questo segmento.

Il processo di rientro di quotazioni e multipli da una parte potrebbe non essere del tutto negativo, dall'altra però rischia di sfuggire pesantemente di mano. Si è visto, infatti, che, tutto sommato, le banche centrali mostrano un certo grado di fiducia nei confronti della tenuta dell'economia, ma gli investitori appaiono sempre più in disaccordo con questa previsione. Si sta diffondendo l'idea dell'arrivo imminente di una recessione molto dura, in grado di danneggiare (quanto a lungo ancora non è dato sapersi) le prospettive reddituali anche delle aziende più brillanti e competitive. Se ci limitiamo all'America, data la (tuttora) storicamente abnorme esposizione al growth azionario da parte dei portafogli, sia istituzionali, sia retail, si rischia di trovarsi di fronte a un classico processo auto-averantesi. Se Nasdaq e S&P 500 dovessero registrare da qui in poi ulteriori cali significativi, scatterebbe un effetto ricchezza negativo, che andrebbe ad azzoppare la più importante fonte di consumi sul pianeta.

# Ma c'è un hi tech che cresce con l'inflazione



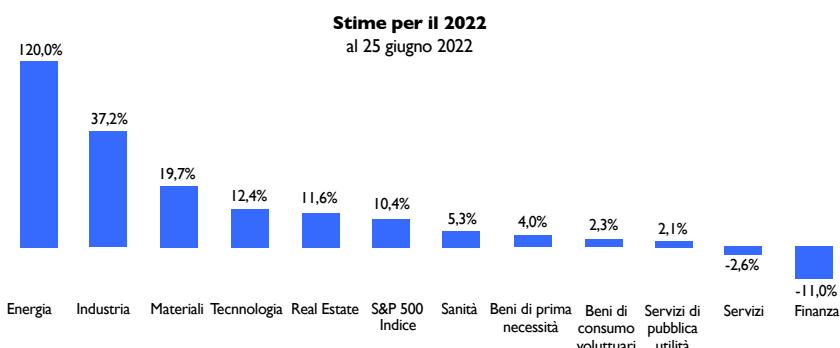
**Stabilito che la crescita dei tassi e la pesante azione delle banche centrali rappresentano per il mondo hi tech un ostacolo difficile da superare, è necessario fare diversi distinguo. Innanzitutto gli utili delle maggiori società It stanno tenendo molto bene e dall'inizio dell'anno c'è stato addirittura un incremento. In secondo luogo, molte aziende tecnologiche hanno addirittura alcuni vantaggi in una situazione di alti tassi e di inflazione. A fronte di input produttivi strutturalmente meno a buon mercato, per quasi tutte le società (non importa quale sia la dimensione) risulterà di vitale importanza ottenere una maggiore efficienza attraverso l'adozione di tecnologie all'avanguardia. In pratica nel B2B le prospettive sono molto interessanti**

In una fase difficile come l'attuale, sorgono spontanei diversi quesiti, decisivi per delineare direzione e caratteristiche dell'andamento delle attività rischiose nei prossimi anni. Nello specifico, molti stanno cominciando a chiedersi se il grosso dei futuri disastri non sia già stato scontato dai mercati. In aggiunta a ciò, si va poi a sommare la questione delle preferenze sui compatti growth rispetto a quelli value. Per tentare di rispondere a tutti i principali punti interrogativi occorre partire da alcune semplici constatazioni.

## I PROFITTI DELL'IT USA TENGONO

Innanzitutto va detto che, se ci limitiamo alle stime degli utili del mercato statunitense, l'atteggiamento della Fed sembra abbastanza giustificato. Infatti, per il momento non si vedono all'orizzonte disastrosi cali di profitti e cash flow. Al riguardo è interessante l'analisi di **Bert Flossbach**, co-fondatore di **Flossbach von Storch**, che rigetta le tesi cata-

## INDICE S&P 500: CRESCITA DEGLI UTILI SETTORIALI



Fonte: FactSet. Dati al 25 giugno 2022.

strofiste oggi in voga: «Molte aziende tecnologiche hanno avuto un'impennata di sviluppo grazie alla pandemia. I tassi di crescita estremi raggiunti dai vincitori del Covid sono stati proiettati in avanti, facendo salire i prezzi delle azioni a livelli ingiustificabili. Riduzioni dell'80% e oltre hanno ampiamente corretto queste quotazioni eccessive. Anche i grandi titoli tecnologici affermati sono scesi in media di circa il 30% nella prima metà dell'anno, nonostante gli utili abbiano continuato a crescere. La situazione è simile per l'indice S&P 500. Nonostante una correzione dei prezzi di oltre il 20%, gli utili societari previsti per quest'anno non mostrano ancora alcuna debolezza. Al contra-

rio, dall'inizio dell'anno, le stime degli analisti sui profitti per il 2022 delle società incluse nell'indice S&P 500 sono aumentate da 220 a 228 punti. Tutto ciò è avvenuto nonostante molti eventi e sviluppi ancora imprevedibili nei primi giorni del 2022, come la guerra in Ucraina, il forte aumento dei prezzi dell'energia e dei tassi d'interesse e la pubblicazione dei risultati aziendali intermedi. L'aumento delle aspettative sugli utili e il significativo calo dei prezzi dell'equity hanno inoltre ridotto notevolmente le valutazioni. Ciò significa che le azioni sono diventate in questi mesi molto più attraenti». Sicuramente, l'imponente mercato orso dell'It è in parte speculare agli eccessi folli del pe-



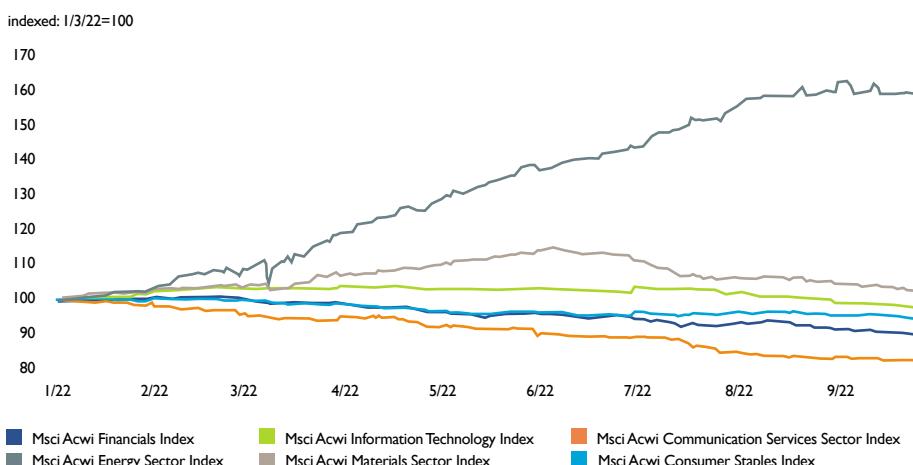
**BERT FLOSSBACH**  
**co-fondatore**  
**Flossbach von Storch**

riodo del lockdown, ma, di fronte anche solo alla tenuta del quadro macro generale, non è impossibile pensare a un minimo di svolta nell'atteggiamento dei mercati. Non va infatti dimenticato che, nonostante l'ascesa del costo del denaro, il taglio ai multipli del growth ha lasciato quest'ultimo con un equity risk premium comunque interessante. Ancora Flossbach, cita alcuni dati decisamente significativi: «L'indice Msci World, composto per due terzi da azioni statunitensi, mostra un quadro simile. In questo caso, il rendimento degli utili 2022 è addirittura del 6,7%, ovvero 4,5 punti percentuali al di sopra del "tasso di interesse globale" (media dei Treasury Usa a 10 anni e dei Bund tedeschi). Storicamente, si tratta di uno spread creditizio interessante, che viene anche definito premio per il rischio delle azioni».

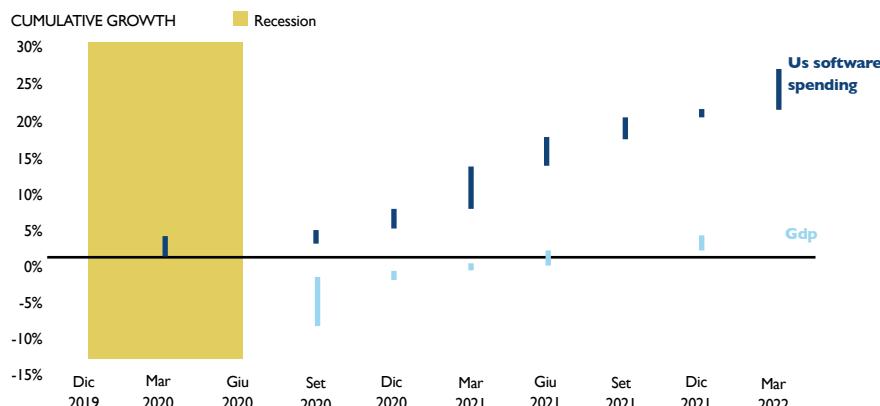
## UNO SCENARIO INTERMEDIO

Dall'altra parte, vista l'incertezza e la mancanza di visibilità, non si può escludere l'ipotesi dell'arrivo imminente di uno tsunami economico in grado di spazzare stime di margini, cash flow, utili ed Erp. Se guardiamo, però, a un orizzonte temporale più lungo, diciamo oltre il 2023, il discorso si fa più sfumato e interessante. Si è visto che i banchieri centrali stanno facendo di tutto per stroncare un rialzo delle aspettative di inflazione a lungo termine. Vale perciò la pena di tentare di capire meglio, in concreto, che cosa significhi tutto ciò. Infatti, non è impossibile pensare per gli anni a venire a uno scenario intermedio fra il surriscaldamento stagflativo attuale e la tesi della incipiente giapponesizzazione del mondo in voga fino al 2020. In particolare, il risultato finale potrebbe essere un ambiente fatto di pressioni sui prezzi tutto sommato sotto controllo, ma comunque caratterizzato da tassi nomina-

## INDICI SETTORIALI A CONFRONTO NEL 2022



## LA CRESCITA DOPO LA PANDEMIA



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis and Alger

li più alti rispetto allo scorso decennio e da un certo grado di tensione costante a livello di offerta di materie prime e di semilavorati. A una simile evoluzione sembra credere **Kevin Kruczynski**, investment manager responsabile della ricerca per le azioni Usa e globali di **Gam Investments**: «L'inflazione è un tema caldo in questo momento, poiché stanno scomparendo alcuni dei fattori che l'hanno contenuta per molti anni. Dopo diversi decenni di incessante globalizzazione, le catene di distribuzione si sono allungate e i costi di produzione sono diminuiti ma, a fronte dell'intensificarsi delle tensioni tra le principali economie e le ripercussioni del Covid sui flussi commerciali, abbiamo iniziato a notare un'inversione di tendenza. Analogamente, i

prezzi delle materie prime erano rimasti bassi grazie agli ingenti investimenti che ora stanno per terminare: infatti, le compagnie minerarie e petrolifere hanno dato ascolto agli azionisti e danno la priorità al rendimento del capitale, anziché investire in capacità. Il sistema non ha dunque la flessibilità necessaria per affrontare eventi esogeni, come una pandemia o una guerra».

### UNA TENAGLIA PERMANENTE

Il sistema rischia, dunque, di finire in una tenaglia più o meno permanente in cui le tensioni geopolitiche si accompagnano a una marcata disciplina da parte delle società che operano nel campo delle risorse naturali e dei materiali di base. In pratica, diverse nazioni e inte-



**KEVIN KRUCZYNSKI**

**investment manager responsabile  
della ricerca per le azioni Usa e globali  
Gam Investments**

ri settori produttivi appaiono intenzionati a continuare a catturare una quota crescente di valore aggiunto, dopo anni di vacche magre. Di fronte all'avvio di quella che potremmo definire come l'era della scarsità, la digitalizzazione e l'automazione giocano un ruolo semplicemente fondamentale. Infatti, a fronte di input produttivi strutturalmente meno a buon mercato, per quasi tutte le società (non importa quale sia la dimensione) risulterà di vitale importanza ottenere una maggiore efficienza attraverso l'adozione di tecnologie all'avanguardia. Alcuni esempi interessanti vengono forniti sempre da Kevin Kruczynski: «In questo scenario, l'innovazione tecnologica ricopre un ruolo essenziale per ottimizzare la



produttività, ridurre al minimo gli sprechi e tenere bassi i costi. Spesso si cita la legge di Moore, che stabilisce che il numero di transistor in un circuito integrato denso raddoppia ogni due anni, la legge di Metcalfe, secondo la quale l'utilità di una rete si espande esponenzialmente a ogni nuovo utente, e le conseguenze che questi fattori hanno avuto sulla riduzione dei costi informatici e sull'onda di innovazioni dagli effetti rivoluzionari in tutto il mondo. In molti sistemi sanitari negli Stati Uniti c'è carenza di personale. Omnicell ha registrato un aumento della domanda di soluzioni per l'automazione nell'industria farmaceutica per facilitare il lavoro di infermieri e farmacisti. Il suo sistema di automazione IV rende la distribuzione dei farmaci più rapida e precisa e contribuisce a ridurre i costi del 66% circa: grazie a questa soluzione un ospedale negli Stati Uniti risparmia 2,5 milioni di dollari all'anno. I robot DaVinci di Intuitive surgical consentono procedure meno invasive, accelerando i tempi di recupero e riducendo i giorni di ricovero in ospedale. Dopo una prostatectomia robotica, un paziente può lasciare l'ospedale in uno o due giorni, mentre nel caso di un intervento di chirurgia invasiva ci vogliono tra tre e sette giorni. In questo modo si liberano più velocemente posti letto e risorse negli ospedali già a corto di organico».

### PROSPETTIVE ENORMI NEL B2B

Un quadro piuttosto simile viene dipinto anche da Bert Flossbach, di Flossbach von Storch, che sottolinea esplicitamente il ruolo del processo di digitalizzazione nel ridurre l'inflazione, concentrandosi anche sulla questione dei servizi pubblici, messi a rischio dal mostruoso indebitamento degli stati sviluppatosi negli ultimi anni: «La digitalizzazione è appena iniziata. È la chiave per superare le sfide che ci attendono. Aumenta la produttività migliorando l'efficienza e incrementa il potenziale di crescita in modo efficiente dal punto di vista delle risorse. Firme digitali, software di analisi dei dati, cloud come enorme centro di archiviazione e calcolo, software di progettazione 3D, ricerca e sviluppo, simulatori, robot industriali e di servizio, impianti di produzione completamente automatizzati, guida autonoma, intelligenza artificiale, lavoro ibrido sono solo alcuni esempi. L'elenco potrebbe continuare all'infinito. La sola digitalizzazione della pubblica amministrazione e delle auto-

rità genererebbe un'enorme aumento della produttività. Gli scandalosi tempi di attesa e di elaborazione che rendono ogni visita agli uffici pubblici una tortura sarebbero un ricordo del passato. La digitalizzazione è quindi l'arma migliore contro l'inflazione, la carenza di manodopera dovuta alle tendenze demografiche, la crisi climatica e la burocrazia ostile alla crescita e al progresso».

In un certo senso, proprio la crisi sul fronte dell'offerta potrebbe indurre a uno smottamento epocale nell'ambito dei settori growth tecnologici, ossia il passaggio di testimone da chi fornisce applicativi e servizi consumer, che nel biennio della pandemia hanno suscitato una vera e propria mania, a chi invece opera in campi più prettamente b2b. Non va comunque dimenticato che questo mutamento di paradigma favorisce, forse ancora di più rispetto al modello consumo-centrico, il comparto del software. Esso, infatti, anche in settori come la robotica, le macchine di precisione e l'IoT sembra

destinato a raccogliere una quota maggioritaria del valore aggiunto. Da questo punto di vista particolarmente impressionanti appaiono altri esempi snocciolati da Kevin Kruczynski di Gam Investments, in quanto incentrati su comparti estremamente maturi come quello dell'auto, dell'agricoltura e delle costruzioni: «Nel panorama industriale, la società di software e servizi informativi Ptc collabora con Bosch Group e Volvo nel processo di transizione digitale, attraverso software Cad, gestione del ciclo di vita dei prodotti, internet of things e realtà aumentata per semplificare i processi, ridurre gli sprechi e incrementare l'efficienza. I risultati variano a seconda della soluzione: per esempio, la piattaforma di connessione di dispositivi e applicazioni ThingWorx gestisce il flusso di informazioni tra processi e generalmente aumenta la produttività del lavoratore del 40%, riduce gli sprechi del 25% e abbassa i tempi per la formazione anche del 65%. I settori agricolo e delle co-



# Il coraggio di puntare sulla tecnologia marginale per diversificare

Il nuovo approccio tecnologico non è però privo di svantaggi, poiché porta inevitabilmente a una minore diversificazione. Se, infatti, fino a qualche mese fa le azioni che combinavano solidità strutturale a multipli accettabili erano praticamente introvabili, non si può certo dire che attualmente abbondino. Viene da chiedersi a questo punto se potrebbe valere la pena allargare i propri orizzonti di investimento a qualche asset un po' più rischioso. Nella tecnologia nel recente passato, a ricevere le legnate peggiori sono stati proprio quei gruppi operanti in nicchie promettenti e dall'impatto futuro probabilmente enorme, ma per il momento prive di profitti e flussi di cassa significativi. In questo caso, si parla di titoli che, pur non operando (per definizione) in ambiti ciclici, potrebbero non avere la forza finanziaria per sopravvivere a una contrazione economica seria.

## MOLTE SOCIETÀ INGIUSTAMENTE PENALIZZATE

Detto ciò, non manca però chi, come **Grant Bowers**, portfolio manager di **Franklin Equity Group**, vede buone opportunità nella cosiddetta tecnologia marginale. Le motivazioni che puntellano queste scelte sono tutto sommato molto lineari: «Riteniamo che alcune società tecnologiche siano state ingiustamente penalizzate dalla recente correzione dei mercati innescata dai tassi. Molte di esse non sono redditizie e la situazione potrebbe non cambiare nel breve periodo. Essendo nelle fasi iniziali del percorso di crescita, investono naturalmente per fare conoscere i propri prodotti al mercato disponibile. In qualità di investitori con un approccio attivo basato sui fondamentali e sulla selezione bottom-up, riteniamo che i numeri di queste imprese siano tuttora solidi. Sono aziende che crescono rapidamente e continuano ad acquisire clienti a ritmo sostenuto. Si tratta di attività che presentano alcuni aspetti virali e offrono piattaforme sulle quali i clienti trascorrono sempre più tempo».

## RIENTRATI DAI PICCHI ASSURDI DEL 2021

Quotazioni e multipli sono in effetti rientrati in maniera notevole dai picchi assurdi di fine 2021. Non deve, però, sorprendere che lo stesso Bowers specifichi che sarà necessario armarsi di pazienza e spalle larghe per affrontare una fase non proprio breve di intensa volatilità. Quest'ultima, poi, se combinata con le incertezze fondamentali nel prevedere l'evoluzione futura di tecnologie ultra-complesse, rende particolarmente nebuloso individuare criteri validi di stock picking. Sempre Grant Bowers, però, offre al riguardo un approccio interessante: «Noi continuiamo a scegliere accuratamente le nostre posizioni, preferendo il segmento software a quello hardware per la sua resilienza ai problemi lungo le filiere e puntando più sulle le imprese che sui consumatori: le società sono una fonte sicura di domanda e probabilmente spenderanno di più in tecnologia. Prestiamo inoltre particolare attenzione ai fattori economici unitari in termini di costi e rendimenti legati all'acquisizione dei clienti. Secondo noi sono queste le aziende che avranno la meglio in futuro e potrebbero diventare i leader di prossima generazione nei rispettivi settori».

struzioni, entrambi frammentari e a uso intensivo di manodopera, hanno adottato più lentamente le nuove tecnologie, ma la situazione oggi sta cambiando; la carenza di lavoratori e il costo elevato delle risorse incoraggiano infatti queste imprese a prendere in considerazione nuove soluzioni. Trimble opera in entrambi i settori: la piattaforma di connessione delle aziende agricole ottimizza i flussi di lavoro e aiuta gli agricoltori a incrementare la performance e la redditività dei raccolti. La tecnologia ottimizza le coltivazioni fornendo dati sulle condizioni del suolo, aiuta a pianificare la semina e consente di visualizzare i risultati in tempo reale. Questa tecnologia viene utilizzata anche per guidare e controllare i trattori da remoto o fertilizzare e irrigare il terreno con precisione. Nel caso di un progetto di costruzione estremamente complesso, come un ponte o un aeroporto, Trimble è in grado di realizzare una replica digitale esatta di un modello con la massima accuratezza e guidare macchine pesanti con precisione. Grazie a questa



precisione si possono risparmiare milioni di dollari, evitando costi eccessivi o rifacimenti e riducendo i tempi di esecuzione».

## VIA DALLE INCERTEZZE CICLICHE

Quanto visto può apparire davvero sorprendente. In questi anni, infatti, abbiamo assistito a una crescente tensione fra due tesi di investimento opposte. Da una parte un'economia consumer sempre più terziarizzata e digitalizzata e dall'altra la corsa ad accaparrarsi materie prime e componenti (basti pensare ai semiconduttori) al centro di incertezze sempre più acute. Alla fine, però, la scelta corretta potrebbe essere proprio un universo di titoli legati a soluzioni software per il mondo corporate, in grado di bypassare questo braccio di ferro. Di conseguenza, su un orizzonte a breve-medio termine (nel migliore dei casi) non saranno tanto le scelte fra value e growth a fare la differenza, quanto riuscire a minimizzare l'esposizione a un quadro macro illeggibile anche per un novello Nostradamus. All'interno di questa logica appare dunque sensato l'approccio del team di analisi di **Alger**, società partner di **La Française**: «Un esempio è il mercato dei software durante la pandemia Covid-19. Essendo un settore in crescita secolare, ha continuato a espandersi nonostante la profonda recessione, perché le imprese riconoscono che la trasformazione digitale è un imperativo aziendale. Microsoft ha recentemente previsto che la spesa tecnologica raddoppierà in percentuale rispetto al Pil entro la fine del decennio. Con la minaccia di una recessione all'orizzonte, gli investitori potrebbero prendere in considerazione la possibilità di spostarsi da esposizioni sensibili dal punto di vista economico, come la vendita al dettaglio o i macchinari, a società che guadagnano quote di mercato in crescita secolare come gli applicativi software, i media interattivi o gli strumenti e i servizi life science».

## LO STOCK PICKING

Digitalizzazione più cruciale che mai, dunque, però all'interno del perseguitamento di obiettivi di sganciamento dalle montagne russe macro. Scendendo a livello di stock picking, non del tutto sorprendentemente, ciò si traduce in una certa preferenza per le società più stabili e dotate di posizioni competitive quasi inattaccabili. In alcuni casi le valutazioni si sono ridotte in maniera adeguata, tanto da potere finalmente rendere concreta la possibilità di costruzione di portafogli "growth at reasonable value", dopo che per lunghi anni una



**MARK BARIBEAU**  
portfolio manager  
**Pgim Jennison Global Equity Opportunities Fund**

simile filosofia è sembrata una chimera. Indicativo il ragionamento di **Mark Baribeau**, portfolio manager di **Pgim Jennison Global Equity Opportunities Fund**: «Con il rallentamento dell'economia, ci aspettiamo che gli investitori privilegino le società con visibilità, stabilità e costanza di crescita degli utili. Anche se in quantità limitata, questi sono attributi necessari per resistere alle flessioni. Di conseguenza, i titoli growth guidati da forze secolari con una solida domanda non ciclica dovrebbero ottenere buoni risultati. Continuiamo a trovare le migliori opportunità di crescita concentrate intorno agli stessi temi secolari che abbiamo visto guidare la crescita degli utili e definire i leader del mercato ne-

gli ultimi anni. In un contesto macro in rapida evoluzione, abbiamo aumentato la nostra esposizione a questi temi attraverso società growth con caratteristiche qualitative più solide (ad esempio, una migliore generazione di flussi di cassa, multipli più bassi) per resistere meglio alle flessioni economiche e alla continua volatilità. In particolare le valutazioni sono compresse tra i principali fornitori di servizi basati sul cloud, anche se continuano a registrare una forte domanda che rende queste aziende attualmente più attrattive rispetto alle aziende di software-as-a-service (SaaS) a più alta capitalizzazione, che hanno prospettive di guadago a breve termine meno promettenti, con flussi di cassa e multipli più bassi per resistere meglio alle flessioni economiche e alla continua volatilità».

Quest'ultima serie di considerazioni porta a concludere che siamo entrati in un'era profondamente diversa per quanto riguarda gli investimenti in It. Un'era di liquidità molto più ridotta e a tassi molto più elevati, in cui bisognerà guardare ai costi di costruzione del proprio business con maggiore rigore. Grant Bowers, di Franklin Equity Group, ricorda infatti che è nella natura stessa di un gestore di portafogli hi tech puntare sui leader del futuro. Ciò però non esime dall'applicare regole di buon senso, consci del fatto che gli anni del denaro facile ottenuto replicando semplici strategie di momentum non torneranno tanto facilmente.

# Non si è smesso di comprare su internet

**La crescita dell'ecommerce, dopo il boom durante la pandemia, ha notevolmente rallentato. Ma il settore, sulla base degli enormi cambiamenti di paradigma in atto, potrà continuare ad avere sviluppi fortissimi. La vendita a distanza del futuro avrà un forte effetto di disruption non solo verso settori tradizionali, quali abbigliamento, accessori e cosmetici, ma anche nei confronti delle grandi piattaforme online incentrate sul commercio di oggetti fisici. E la fintech crescerà a dismisura**

Come abbiamo visto, il maggiore trend tecnologico dei prossimi anni sarà probabilmente determinato dalla crescita del capex delle aziende riservato alla digitalizzazione. Una scelta pressoché obbligata, grazie ai vantaggi ottenibili in termini di produttività e contenimento dei costi. A fronte di un'inflazione galoppante, di una strisciante crisi economica e di quotazioni che avevano raggiunto livelli bizzarri, non devono sorprendere quindi le performance pessime fornite dall'equity legato alla tecnologia consumer in questo 2022. Un esempio tipico di quanto affermato si trova in ambito e-commerce, dove si è passati dall'euforia assoluta a uno scenario di marcata paura. Sicuramente, nell'ambito delle spese dei privati sulla rete, al giorno d'oggi, la visibilità è molto scarsa, con un rallentamento in atto assolutamente innegabile. Qualche cifra interessante viene fornita da **René Kerkhoff**, fund manager and analyst internet, software & e-commerce di **Dje Kapital**: «La pandemia di Covid-19 ha accelerato un cambiamento strutturale nel comportamento di acquisto dei consumatori in tutto il mondo, facendo aumentare la quota globale delle vendite online da poco meno del 15% nel 2019 al 21% nel 2021. Durante l'apice della pandemia, la crescita trimestrale è stata in alcuni casi superiore al 50%, poiché i consumatori non avevano altra scelta se non acquistare online. Tuttavia, a causa degli elevati tassi di crescita, anche gli effetti base sono diventati più elevati. Ciò, unito all'inflazione elevata, alla riapertura dei negozi fisici e alle scarse prospettive economiche, ha fatto sì che la domanda online si normalizzasse e che la crescita scendesse a poco meno del

## I LEADER DELL'ECOMMERCE PER REGIONE (MAGGIO 2022)

■ North America

### Società Transazioni nel maggio 2022

amazon.com	2 725 973 140
walmart.com	531 663 199
ebay.com	408 164 718



■ Europa

### Società Transazioni nel maggio 2022

amazon.de	309 175 297
aliexpress.com	177 842 966
allegro.pl	163 129 754



■ Apac (Asia-Pacific)

### Società Transazioni nel maggio 2022

rakuten.co.jp	218 440 548
amazon.com	180 765 107
flipkart.com	133 813 092



■ Mea (Middle East and Africa)

### Società Transazioni nel maggio 2022

trendyol.com	101 154 922
hepsiburada.com	68 059 568
amazon.com	66 407 922



Fonte: Semrush, Trends



**RENÉ KERKHOFF**  
**fund manager and analyst internet,  
software & e-commerce**  
**Dje Kapital**

7% nella prima metà del 2022».

Dall'altra parte va detto che, al di là dei disastrosi effetti della stagflazione, il mondo sta probabilmente ancora oggi vivendo una fase di assestamento post-pandemia. Nel concreto dell'e-commerce, ciò ha comportato un rallentamento notevole del tasso di crescita, dopo un incremento mostruoso. Molto probabilmente, né i dati del 2022, né quelli del terribile biennio precedente costituiscono un indicatore davvero realistico delle prospettive di incremento strutturali del comparto. Da questo punto di vista ancora René Kerkhoff cerca di fare un minimo di chiarezza: «Nella seconda metà del 2022, gli elevati effetti base si attenueranno, indicando una crescita migliore, anche se permarranno gli altri rischi. La quota dell'e-commerce potrebbe salire a oltre il 30% entro il 2025 solo negli Stati Uniti, il che corrisponderebbe a una crescita media del 13% all'anno. A lungo termine, sono ipotizzabili tassi di penetrazione superiori al 45%, come è già avvenuto in alcune zone dell'Asia».

### UNA CONTINUA ASCESA

Dunque, il pubblico non sta smettendo di comprare e pagare online, con un notevole potenziale futuro ancora da realizzare. Il fenomeno, peraltro, non riguarda solo la digitalizzazione del commercio di beni fisici e servizi. Infatti, nonostante di recente il metaverso e altri fenomeni non siano più in voga come poco tempo fa, si sta assistendo tuttora a una crescita notevole della spesa per item virtuali. **Sam Brasser**, trend analyst di **Robeco**, in particolare sottolinea che i continui cambiamenti tecnologici stanno ampliando sempre più la gamma of-

ferta, spingendo a modelli di consumo fino a poco tempo fa impensabili: «Con l'ulteriore sviluppo di tecnologie come la realtà virtuale, la simulazione 3D e il cloud gaming, ci aspettiamo che emergano ambienti digitali in grado di offrire una migliore user experience e una maggiore interazione. Ciò, a sua volta, porterà probabilmente a comunità online più grandi e più attive, in cui le persone socializzano e vogliono anche avere un bell'aspetto. I marchi della moda, del lusso e dello sport stanno già sfruttando il desiderio di avere un bell'aspetto online vendendo Nft e abbigliamento, calzature e accessori virtuali. Probabilmente, il migliore esempio della propensione a spendere soldi per il proprio aspetto online è rappresentato dai 5,1 miliardi di dollari di ricavi registrati da Fortnite nel 2020. Il gioco è gratuito, ma per acquisire diversi abiti (skin) per i loro personaggi e le danze che possono eseguire, i giocatori devono spendere dei "V-Bucks", che possono essere acquistati con valute standard. Questi videogiochi sono prevalentemente fruiti dai bambini, i cui genitori sono disposti a finanziare l'acquisto di tali beni digitali privi di un'apparente funzionalità».

### CONSEGUENZE GIGANTESCHE

In pratica sempre più cure, e soprattutto soldi, sono riversati sulla propria identità digitale. Il fenomeno avrà con ogni probabilità conseguenze gigantesche. Anche, perché, sottolinea Brasser, tutto ciò sta andando a discapito di consumi più tradizionali: «Questo è, sia un problema, sia un'opportunità per i brand. Il problema si presenta se i consumatori spostano la spesa dagli articoli fisici ai beni virtuali, con conseguente calo delle vendite. Questo spostamento non sta avvenendo oggi su larga scala, ma la spesa per videogiochi, Nft e cuffie per la realtà virtuale sta crescendo più rapidamente di quella per abbigliamento, calzature e la maggior parte degli altri capi di moda fisici. I marchi che si basano sulla vendita di beni fisici possono affrontare questo potenziale problema realizzando prodotti digitali interessanti e distribuendoli attraverso canali digitali come Decentraland e Roblox».

L'e-commerce del futuro si troverà dunque ad avere un forte effetto di disruption non solo nei confronti di settori tradizionali quali abbigliamento, accessori e cosmetici, che dovranno gestire una difficile e incerta transizione verso il metaverso, ma anche nei confronti delle grandi piattaforme online in-

centrate sul commercio di oggetti fisici. A fronte dell'avvento di un simile paradigma, non sorprende che, al di là dello scoppio della recente bolla, sistemi di pagamento e fintech in generale rappresentino tuttora una nicchia dalle prospettive luminose. Il tema, peraltro, si interseca con l'ascesa dei consumi dei paesi emergenti, dove popolazioni giovani stanno saltando direttamente a quest'ultima fase di evoluzione del capitalismo. Della fintech declinata in questa maniera sembra convinto **Mark Baribeau**, portfolio manager di **Pgim Jennison Global Equity Opportunities fund**: «I mercati emergenti tendono ad avere sistemi finanziari meno sofisticati, creando grandi opportunità per le potenti piattaforme fintech di colmare il vuoto e di soddisfare le esigenze bancarie e nell'ambito dei pagamenti di queste regioni».

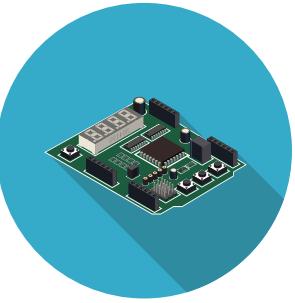
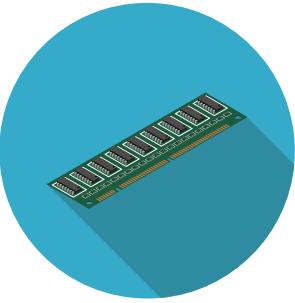
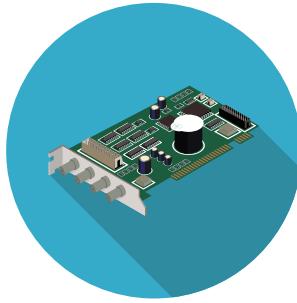
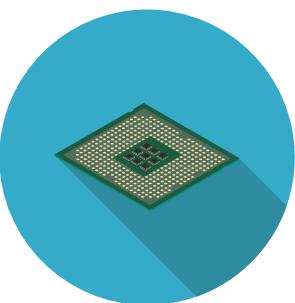
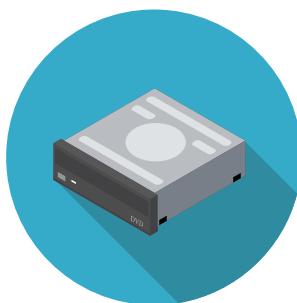
### L'INCERTEZZA NELL'EQUITY

L'economia mondiale dunque sembra destinata a subire l'impatto dirompente di legioni di adolescenti e ventenni dei ceti urbani delle grandi economie in via di sviluppo, avvezzi a comprare i coin di piattaforme di fumetti digitali asiatici e videogiochi Rpg, pagando con i propri e-wallet. Tradurre, però, questo fenomeno in scelte di investimento non sarà assolutamente facile. Per quanto riguarda le grandi piattaforme e-commerce, infatti, le quotazioni sono oggi molto più convenienti, a patto però di non ipotizzare una recessione dura. Fintech e beni digitali, dall'altra parte, rientrano tuttora nell'ambito di quella tecnologia marginale la cui solidità finanziaria è tuttora da dimostrare. Non sorprende che un investitore del comparto come Kevin Kerkhoff, di Dje Kapital, si esprima in questi termini: «L'e-commerce e i pagamenti sono trend di crescita strutturali, anche se il recente sell-off dei titoli tecnologici sui mercati azionari mondiali li ha messi sotto pressione. Inoltre, una recessione colpirebbe più duramente i settori legati al consumo. Nonostante le prospettive di crescita, gli investitori dovrebbero quindi tenere sotto controllo l'andamento del mercato, dei prezzi al consumo e del comportamento dei consumatori». Il futuro vede ancora un chiaro percorso verso la virtualizzazione dei consumi e lo spostamento del loro baricentro verso oriente; nel frattempo, però, bisogna attrezzarsi per sopravvivere a una delle ere più incerte degli ultimi decenni.

**COVER STORY**

**IL REBUS DELLA TECNOLOGIA**

# Hardware europeo, un grande futuro



**Una buona parte dell'offerta di applicativi software per gestire in maniera più efficiente i processi aziendali arriva dall'Europa. Nei beni in conto capitale e componenti avanzati Vecchio continente e Giappone hanno una posizione di dominio non solo nei confronti della Cina, ma anche di Stati Uniti, Corea del sud e Taiwan. In un'epoca definita di riglobalizzazione, queste due realtà possono giocare un ruolo molto importante**

Il decennio ruggente dei titoli growth ha visto come protagonisti assoluti gli Stati Uniti, con al traino le grandi piattaforme consumer cinesi e, in seconda battuta, le aziende legate ai semiconduttori del Far East. L'equity europeo, invece, ha performato meno bene, anche a causa di una minore presenza di aziende operanti nell'It. Il paradigma, però, in parte si attenua se si allarga il discorso a una concezione più ampia della tecnologia. Come si è visto, oggi vi sono possibilità enormi negli applicativi software per gestire in maniera più efficiente vari processi aziendali e una buona parte dell'offerta arriva da aziende del Vecchio continente. In pratica, gemme nascoste in Europa si trovano anche nell'hardware.

Quest'ultima macro-categoria, per certi versi, ha già anticipato i cambiamenti prossimi venturi. Infatti, a fronte di un consolidamento (quasi a livello di stagnazione) dell'elettronica di consumo, le grandi speranze degli investitori si sono concentrate su tutto ciò che riguarda i microchip, un ambito per definizione B2B. I semiconduttori sembrano baciati da un aumento di domanda strutturale, intorno alla quale, però, continuano a dispiegarsi anche trend ciclici decisamente volatili sul breve-medio periodo. Dopo un biennio di affari d'oro, infatti, minore domanda e massicci investimenti fanno presagire un 2023 meno ricco. Se si scava ancora più a fondo nell'ambito della manifattura di precisione, si scopre che Europa e Giappone producono una quantità imponente di beni in conto capitale e componenti avanzati con una posizione di dominio non solo nei confronti della Cina, ma anche degli altri grandi poli tecnologici avanzati, come Stati Uniti, Corea del sud e Taiwan.

## **UN RUOLO CHIAVE**

Un esempio interessante viene fornito da **Antonio Raspa**, presidente di **Epic**, un consorzio di aziende che operano nel settore



**NORIKO CHEN**  
gestore di portafoglio azionario  
**Capital Group**

della fotonica. In questa definizione ombrello rientra una serie di tecnologie e di ricerca scientifica che si occupano della generazione, dell'elaborazione e del rilevamento dei fotoni: parliamo in pratica di tecnologie laser. Il gruppo ha creato l'Epic Photonics Index, benchmark azionario di 150 titoli del settore quotati: «La fotonica è presente in una pluralità di ambiti», spiega Raspa. «Il Cagr per il prossimo decennio è previsto intorno al +7% a fronte di +4% per la microelettronica. In questo comparto, l'Europa gioca un ruolo chiave, con una posizione di forte leadership occupata dalle aziende tedesche, responsabili del 40% del fatturato continentale». Questo settore rappresenta probabilmente un'occasione di investimento a lungo termine estremamente promettente, ma è anche indicativo delle problematiche più pressanti per la manifattura ultra-avanzata. Nell'indice di Epic, infatti, l'azienda dalla capitalizzazione maggiore è Asml, il colosso olandese dei macchinari per la produzione

di microchip, i cui due principali clienti sono i dominatori del business delle fonderie, ossia Tsmc in primis e Samsung a seguire. Però la società olandese si trova impossibilitata, per decisione statunitense, a vendere i propri prodotti più avanzati in Cina. Il rischio attuale, peraltro, è incorrere in un giro di vite ancora più stretto. L'esempio citato serve a portare all'attenzione un fenomeno di cui gli investitori dovranno tenere sempre più conto in futuro. Alle incertezze legate all'andamento macro (e quindi ai capex aziendali) e alle difficoltà di comprendere le prospettive di tecnologie avanzatissime spesso in competizione fra loro, si somma infatti la situazione di crescente distanza fra Usa e Cina sull'accesso alla proprietà intellettuale che andrà a modellare il mondo di domani.

### UN CALO DELLE TENSIONI

Da questo punto di vista, risultano particolarmente interessanti le dichiarazioni di **Brendan Ahern**, chief technology officer di **Krane Shares**: «Le tensioni commerciali fra Stati Uniti e Repubblica Popolare sono calate parecchio dal massimo raggiunto nel settembre 2018. Riteniamo che il loro effetto sia già stato abbondantemente incorporato nei corsi delle azioni tecnologiche cinesi».

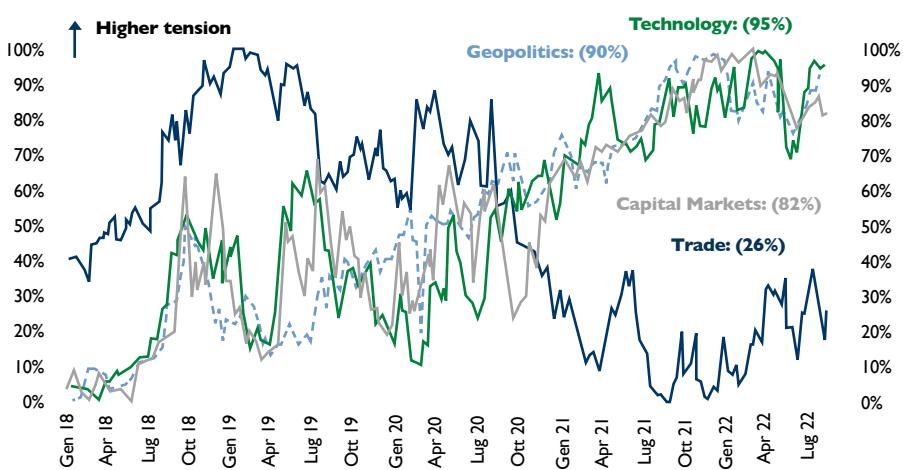
Indubbiamente i dati riportati nel grafico sottostante danno ragione ad Ahern e non è incredibile pensare che il martoriato settore internet del Dragone torni in futuro a trattare a multipli meno ristretti: il problema è che tutto ciò che è It rappresenta l'eccezione che conferma la regola nel quadro di cauto ottimismo che di recente sembra prevalere sulle due sponde del Pacifico. Le due grandi potenze mondiali sembrano infatti avere trovato un

modus vivendi più accettabile, con (per fortuna) anche un minimo di disgelo a livello di tensioni militari. Le autorità politiche americane sembrano però decise a bloccare a ogni costo l'ascesa della Repubblica Popolare in ambito tecnologico. Di conseguenza, il rischio è che le industrie avanzate europee e giapponesi, gioco forza profondamente integrate con entrambi i contendenti, si trovino a dovere scegliere fra l'alleato storico (nonché tuttora prima economia del pianeta) e il loro mercato potenzialmente più ricco.

### LA RIGLOBALIZZAZIONE

Dall'altra parte, va anche detto che forse sul lungo periodo questo processo di riequilibrio potrebbe persino giocare a favore delle economie manifatturiere più avanzate, in quella che **Noriko Chen**, gestore di portafoglio azionario di **Capital Group**, descrive come riglobalizzazione: «Sebbene alcuni abbiano sostenuto che l'attuale trend potrebbe portare a un mondo meno globalizzato, potrebbe essere l'inizio di un'era di "riglobalizzazione", in cui le catene di approvvigionamento vengono riorganizzate e un maggiore numero di paesi viene inserito nelle reti commerciali globali. Molte aziende stanno spostando le loro aree di produzione in più centri nel mondo per disperdere i rischi. Ciò non significa necessariamente che ciò possa comportare una minore integrazione economica. Consideriamo il caso di Tsmc, il produttore dominante a livello mondiale di semiconduttori all'avanguardia: dopo avere concentrato la maggior parte della sua capacità a Taiwan, la società sta costruendo il suo primo centro di produzione negli Stati Uniti. Sta inoltre realizzando un nuovo impianto di semiconduttori in Giappone. La diversificazione dalla Cina richiederà tempo. Le multinazionali con una presenza significativa nella Repubblica Popolare sono alla ricerca della prossima grande opportunità di raggiungere i consumatori al di fuori del paese. Apple, che ha probabilmente costruito la catena di fornitura più impressionante di qualsiasi altra multinazionale in Cina, ha spostato una parte della produzione di iPhone in India, che si prevede avrà un miliardo di utenti di smartphone entro il 2026». Europa e Giappone, insieme ad altre realtà, diventeranno protagonisti di un futuro, importante processo di decoupling dal Dragone? Senz'altro è possibile, tutto ciò però introduce un ulteriore fattore di incertezza per gli investitori in un ambiente già pieno di rischi non quantificabili con facilità.

### BAROMETRO DEI RAPPORTI USA CINA



Fonte: Wind, FactSet, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

# Ma c'è chi crede nel ritorno del value

a cura di Pinuccia Parini

Il tema della finanza comportamentale è ampiamente dibattuto. Capire come le emozioni e gli errori cognitivi influenzino gli investitori è fondamentale per leggerne le reazioni e comprendere quali siano i bias che portano a valutazioni errate degli asset finanziari. **Arne Kerst**, gestore azionario di **Dpam**, descrive le modalità attraverso le quali queste conoscenze possono coniugarsi con uno stile di investimento. E soprattutto entra in pieno nel tema attualissimo dei titoli growth e value.

**Come si può utilizzare la finanza comportamentale all'interno di un processo di investimento di un fondo?**

«Il mercato è popolato da esseri umani, con i loro pregiudizi, che prendono decisioni utilizzando intuizioni e scorciatoie mentali, e si fanno influenzare dalle emozioni. I bias psicologici sono diversi: dall'eccesso di fiducia (nelle conoscenze, nelle capacità) e di ottimismo all'estrapolazione dal passato recente per fare proiezioni future, dall'effetto gregge alla percezione errata della probabilità, dalla tendenza delle persone a darsi un punto di riferimento in base al quale fare le scelte (ancoraggio) all'avversione nei confronti della realizzazione di una perdita. In Dpam abbiamo deciso di utilizzare un approccio che combina il value investing con i principi della finanza comportamentale attraverso un modello quantitativo proprietario coniugato con un'analisi di sostenibilità nel processo di investimento».

**Perché combinare la finanza comportamentale con il value investing?**

«Ci sono due modi per guardare al mercato: o attraverso la lente della piena efficienza e della pura razionalità o utilizzando la finanza comportamentale. Si tratta di scegliere tra queste ipotesi di fondo che conducono ad approcci diversi. Il comportamento dei mercati finanziari e le loro reazioni durante i periodi di crisi hanno dimostrato che non sempre è possibile trovare spiegazioni razionali. Ci sono movimenti al rialzo dove gli investitori continuano a comperare, spinti dall'effetto gregge, ai quali fanno seguito profonde correzioni durante le quali gli stessi investitori, presi dalla paura, vendono. Successe anche a Isaac Newton, il famoso scienziato, che perse i suoi soldi nel fallimento della South Sea Company. Dopo avere realizzato un guadagno la prima volta, il continuo aumento del



**ARNE KERST**  
gestore azionario  
**Dpam**

prezzo lo aveva spinto a investirvi una seconda, ma venne travolto dallo scoppio di quella che fu una vera e propria bolla speculativa nell'Inghilterra del Settecento. L'aneddoto insegna che ci sono pregiudizi, a livello psicologico, che toccano l'essere umano e si riflettono anche nei mercati finanziari».

#### **Può fare alcuni esempi?**

«A volte gli investitori fanno valutazioni eccessive assumendo che, ad esempio, un'azienda possa continuare a crescere a un tasso elevato all'infinito, mentre ci sono studi che dimostrano che ciò non è possibile. Oppure, la reazione che hanno nei confronti di una perdita su un titolo, che viene percepita due volte più forte di un guadagno. Succede anche che si compara una buona società a un buon investimento, senza tenere in considerazione il prezzo. Sono questi pregiudizi che provocano l'effetto gregge. Ed è proprio per tali ragioni che riteniamo lo stile value importante per cogliere il premium, ovvero il maggiore rendimento offerto per il rischio dei titoli value rispetto a quelli growth. Combinare il value investing con la finanza comportamentale significa guardare con attenzione al prezzo al quale si paga il valore di un'azienda, senza essere trascinati dall'emotività generata da un consenso creatosi nel mercato».

#### **Negli ultimi 10 anni, però, il value investing non è stato una scelta premiante.**

«Sì, è vero, il value investing non ha ricompensato coloro che hanno deciso di adottarlo come stile, ma questa è stata un'eccezione, perché nel lungo termine l'evidenza è esattamente al contrario. L'unico periodo in cui ciò non è successo è quello che va dal

2012 al 2020. Il dato acquisito nel tempo è che i titoli a basso costo offrono rendimenti superiori a quelli a un costo elevato. E non lo dico io, ma, oltre all'evidenza dei corsi, c'è una letteratura finanziaria molto ricca in tal senso, a partire dalla trattazione di Eugene Fama e Kenneth French. Penso che i mercati, nei prossimi anni, saranno guidati dai titoli value».

#### **Qual è la ragione di questa affermazione?**

«Ci sono diverse motivazioni. La globalizzazione, i bassi tassi di interesse e l'inflazione estremamente contenuta hanno guidato la crescita negli anni passati e, quindi, anche l'apprezzamento dei titoli growth. Ora, però, la prima sta perdendo forza, vista la polarizzazione cui si sta assistendo nel mondo tra occidente e oriente, e le dinamiche dei prezzi al consumo sono strutturalmente diverse. Inoltre, sui mercati finanziari si è assistito a un tale allargamento delle valutazioni tra titoli growth e value che non ci sono giustificazioni perché questa condizione debba continuare e, al contrario, c'è un premio di valore da catturare».

#### **Quindi, nonostante la correzione dei titoli growth, ritiene che ci sia ancora spazio per una loro ulteriore flessione?**

«Spesso si sente dire che se un titolo viene negoziato con un valore basso è perché c'è una buona ragione perché lo sia. Tuttavia, all'interno dell'universo dei titoli value, l'attuale livello di qualità delle aziende è elevato e la volatilità è bassa, un aspetto da non sottovalutare in questo contesto di mercato. Inoltre, i loro utili e le loro revisioni al rialzo, riportati nell'ultima stagione, sono stati superiori a quelli delle aziende considerate growth. Quindi, per rispondere alla domanda,

c'è ancora ampio spazio perché le azioni con basse valutazioni sovraprofino».

#### **Nel processo di investimento, come operate le vostre scelte?**

«Per analizzare le aziende utilizziamo il modello di Edward Bell Ohlson (Ebo), un modello di reddito residuo per calcolare il ritorno atteso, e ne stimiamo il Roe, tenendo conto dell'inversione verso la media non correttamente prezzata. Tale processo permette di correggere l'eccesso di ottimismo del mercato in termini di attese future. Questo approccio non viene utilizzato solo per i singoli titoli, ma anche per i settori. A ciò viene aggiunto un ulteriore screening di momentum degli utili per azione (Eps), perché vogliamo investire in società che hanno già iniziato a registrare un miglioramento della redditività. La metodologia che applichiamo è composta da modelli che sono integrati con assunzioni basate su evidenze che vengono dagli studi di finanza comportamentale, che ci portano poi a formulare le nostre decisioni. Nel processo di investimento, si combinano input quantitativi e qualitativi: i primi riguardano la combinazione del modello Ebo con l'earning revision momentum per classificare i titoli e i secondi, invece, afferiscono alle metriche di bilancio, alla misurazione della qualità (Roic, margini) e al momentum per evitare le value trap. A tutto ciò viene integrata un'analisi Esg unita alle considerazioni legate al cambiamento climatico».

#### **Quali sono i vostri prodotti che adottano questo approccio?**

«Abbiamo due prodotti: Dpam B Equities Emu BehavioralValue e Dpam B Equities Us Behavioral Value. Entrambi sono classificati come articolo 8 in base alla Sfdr e sono disponibili per investitori professionali».



# Regno Unito, una fiducia profondamente minata

a cura di Boris Secciani



«Guardando il Regno Unito dal di fuori, si ha la sensazione che i policymaker siano riusciti a minare la fiducia nel paese. Ciò significa che i prezzi incorporano un premio permanente per il rischio britannico, dato che il Regno Unito ha bisogno di attrarre capitali esteri per finanziare il deficit della bilancia dei pagamenti. C'è incredulità per la scelta da parte del Partito conservatore di un leader ancora più inadatto di Boris Johnson e preoccupazione per come gli eventi potrebbero svilupparsi in assenza di un piano ben definito». Questo succinto e tagliente commento di **Mark Dowding**,cio di **BlueBay**, sintetizza in maniera perfetta i recenti, stupefacenti, sviluppi accaduti in Gran Bretagna. La fuga di capitali che il maggiore polo finanziario europeo si è trovato a subire, a fronte dell'annuncio di nuove misure economiche improntate a un minore peso del fisco da parte

del governo conservatore di Liz Truss, ha per certi versi dell'incredibile e indubbiamente riflette le difficoltà dei tempi presenti.

## COME LA FRONTIERA

Le parole appena riportate, infatti, sembrano più adattarsi a una sgangherata economia di frontiera, o al massimo a qualche nazione dell'Europa meridionale, che a uno dei centri nevralgici del capitalismo mondiale. Eppure, in questo incredibile e assurdo 2022, ci si trova a leggere, in maniera non faceta, analisi che raffrontano il Regno Unito alla Turchia di Erdogan. Tutto ciò, con il suo corollario che vede la sterlina ai minimi sul dollaro da 37 anni a questa parte e movimenti sulla parte a lunga scadenza dei Gilt nell'ordine di cinque o sei standard deviation, serve a ricordare quanto il mondo sia cambiato negli ultimi anni.

# Italia: per ora, ma solo per ora, un non evento

È probabile pensare che non pochi italiani abbiano accolto il goffo caos britannico con un malcelato senso di schadenfreude (gioia maliziosa, letteralmente), vista la severità a volte ingiusta e oltre la soglia del malcelato disprezzo, con la quale media e commentari dei paesi di lingua inglese e del Nord Europa trattano le questioni italiane. In realtà, però, l'attuale fase di avversione al rischio, pronta a trasformarsi rapidamente in panico, rappresenta forse il peggiore degli scenari anche per noi.

L'Italia è costantemente al centro delle fibrillazioni internazionali, ma, tutto sommato, le elezioni politiche dello scorso 25 settembre si sono rivelate un non-evento, in quanto la maggioranza emersa è esattamente quella che tutti i sondaggisti avevano previsto.

## UN'INFLAZIONE MAI VISTA CON L'EURO

Resta il fatto che adesso cominciano le difficoltà per l'esecutivo che verrà, problemi sintetizzati da **Alessandro Tentori**, chief investment officer di **Axa Im Italia**: «L'economia che il nuovo governo erediterà dall'esecutivo Draghi è una economia afflitta da un'inflazione mai vista nel periodo dell'euro. Talmente alta che in alcuni paesi, per esempio in Germania, bisogna scomodare l'economia di guerra per potere tracciare dei paralleli. Un'economia coinvolta indirettamente, a torto o a ragione, in un conflitto a est, che vede aumentare di giorno in giorno la fragilità e la frammentazione dell'Unione e il deficit commerciale. Un'economia che ha visto un aumento dello spread tra Btp e Bund di circa 150 punti base dal febbraio 2021, che purtroppo si va a sommare al rapido aumento dello yield sui governativi tedeschi, incidendo non poco sul costo di finanziamento pubblico. Un'economia che è cresciuta rapidamente, grazie al rimbalzo tecnico post-Covid e all'euforia associata al Pnrr firmato da Giuseppe Conte, ma il cui debito è ulteriormente aumentato di circa 130 miliardi negli ultimi 18 mesi».

## LA TENTAZIONE DELLE SCORCIATOIE

Il discorso di Tentori appare importante per una ragione per certi versi angosciante: ossia la tentazione diffusa, a Roma come a Francoforte, a Londra come a New York, da parte dei policy maker di trovare scorciatoie per uscire da un tunnel che si preannuncia lungo e soffocante. Ancora Tentori afferma: «Non esistono, né ricette magiche (il mio pensiero va alla Nuova teoria monetaria), né maghi o tanto meno streghe. Esiste invece uno scenario macro duro da accettare, sia a Francoforte (basti guardare le ultime previsioni del capo economista della Bce, Philip Lane), sia a Roma. In passato eravamo di fronte a shock gestibili dall'unione tra politica fiscale e monetaria, ma questa volta la politica monetaria è concentrata a contenere l'inflazione, mentre quella fiscale potrebbe addirittura influenzare positivamente le aspettative di inflazione con un susseguirsi di stimoli generici e mal calibrati, molto simili, insomma, ai vari pacchetti che l'amministrazione Carter inaugurerà verso la fine degli anni '70».

## USCIRE DALLE ILLUSIONI

In pratica, da una parte i banchieri centrali devono fare finta di smettere di credere al fatto che l'inasprimento monetario in atto non sia foriero di una contrazione economica significativa e di rischi sulla stabilità finanziaria di difficile valutazione. Dall'altra parte, classe politica ed elettori dovrebbero uscire dall'illusione che oggi vi sia spazio per chissà quali interventi sul piano fiscale per attutire la botta in corso: l'uscita dalla stagflazione sarà dolorosa, soprattutto per le economie più fragili e indebite, e, probabilmente, non troppo breve.

È da decenni che i paesi anglosassoni pagano lo scotto di tassi di interesse e di inflazione più elevata rispetto all'Europa continentale, a causa del loro mix di maggiore uso della leva (a tutti i livelli) e indubbio maggiore dinamismo economico. All'improvviso gli investitori hanno detto però basta. Lo shock inflativo, infatti, appare troppo forte e profondo per potere staccare cambiali in bianco a qualsiasi governante abbia intenzione di attuare politiche liberiste e contemporaneamente pro-deficit come negli anni '80. Anche perché spesso ci si dimentica che le riforme attuate da Reagan furono precedute da una messa sotto controllo dell'inflazione per mezzo di una delle manovre monetarie più brutali mai viste da parte della Federal Reserve, allora guidata da Paul Volcker.

## DANNI A LUNGO TERMINE

In questo caso, l'ordine degli interventi è stato invertito, con danni che rischiano di farsi sentire sul lungo periodo. Una sintesi decisamente interessante del quadro attuale viene fornita da **Andrew Lake**, head of global fixed income di **Mirabaud Am**: «La Bank of England (BoE) è dovuta intervenire per sostenere i fondi pensione Ldi, dove l'effetto leva sulle posizioni in Gilt ha iniziato a farsi sentire. La sterlina è in crisi, anche se per il momento non si vedono gli effetti sul comportamento dei consumatori, sull'inflazione e sui prezzi delle importazioni. Le banche stanno interrompendo le richieste di mutui a causa dell'incertezza sui tassi d'interesse; pertanto, è probabile che il Regno Unito debba soffrire ancora».

Le parole di Lake contengono elementi di grande interesse anche per il fatto di avere sottolineato il ruolo dei veicoli pensionistici a leva come gli Ldi. Infatti, l'inasprimento delle condizioni finanziarie attuali sta portando allo scoperto anche un'altra questione, andata a sviluppare dopo la Grande crisi finanziaria di un quindicennio fa. Stiamo parlando del fatto che il sistema ha visto da una parte una marcata diminuzione della leva e dei rischi a livello bancario, ma contemporaneamente uno spostamento impressionante di questi ultimi nell'ambito dell'asset management. Dunque diversi problemi, fino a poco tempo fa quasi ignorati, stanno oggi esplodendo, il che pone in condizioni di precarietà anche economie per definizione assolutamente core.

# Tecnologie verdi, una crescita travolgente

a cura di Paolo Andrea Gemelli, Aiaig - Associazione Italiana Analisti di Intelligence e Geopolitica



- Si prevede un incremento della dimensione del mercato delle tecnologie verdi con una crescita da 13,76 miliardi di dollari nel 2022 a 51,09 miliardi entro il 2029, con un Cagr del 20,6% nel periodo considerato.

- In questa fase di sviluppo si prevede che il Nord America dominerà il mercato.

Nel corso dei prossimi anni la percezione del rischio climatico tenderà a ridefinire l'allocazione dei capitali e, in questo contesto, la transizione verso il net zero può rappresentare una buona opportunità di investimento. Grazie ai crescenti capitali impiegati, anche da parte di settori produttivi tradizionalmente legati ai combustibili fossili, si prevede un incremento della dimensione del mercato delle tecnologie verdi con una crescita da 13,76 miliardi di dollari nel 2022 a 51,09 miliardi entro il 2029, con un Cagr del 20,6% nel periodo considerato (grafici 1 e 2).

Le tecnologie verdi o green technologies

**TABELLA I - LE 10 TECNOLOGIE FONDAMENTALI PER IL RAGGIUNGIMENTO DEL NET ZERO**

Tecnologia	Esempi
<b>Energie rinnovabili</b>	Produzione di energia elettrica da parte di fonti rinnovabili (solare, eolico, ecc.).
<b>Batterie e sistemi di immagazzinamento energetico</b>	Batterie per veicoli elettrici, batterie a lunga durata per l'immagazzinamento dell'energia elettrica prodotta da fonti rinnovabili.
<b>Economia circolare</b>	Riciclo delle batterie, della plastica, recupero del calore, riciclo chimico.
<b>Nuove tecnologie costruttive</b>	Sistemi di riscaldamento geotermico, pompe di calore.
<b>Innovazione dei processi industriali</b>	Elettrificazione delle sorgenti di calore, produzione di cemento e acciaio attraverso processi ecosostenibili.
<b>Idrogeno</b>	Elettrolizzatori, celle a combustibile, pirolisi del metano.
<b>Carburanti sostenibili</b>	Biocarburanti avanzati, e-fuels.
<b>Monitoraggio dei sistemi naturali</b>	Monitoraggio e verifica per foreste, torbiere, mangrovie.
<b>Tecnologie legate alla rimozione, cattura e immagazzinamento dell'anidride carbonica</b>	Point-source carbon capture, direct air capture.
<b>Tecnologie innovative in ambito agricolo e di produzione del cibo.</b>	Agricoltura di precisione, conservazione delle colture, tecnologia rigenerativa, proteine alternative.

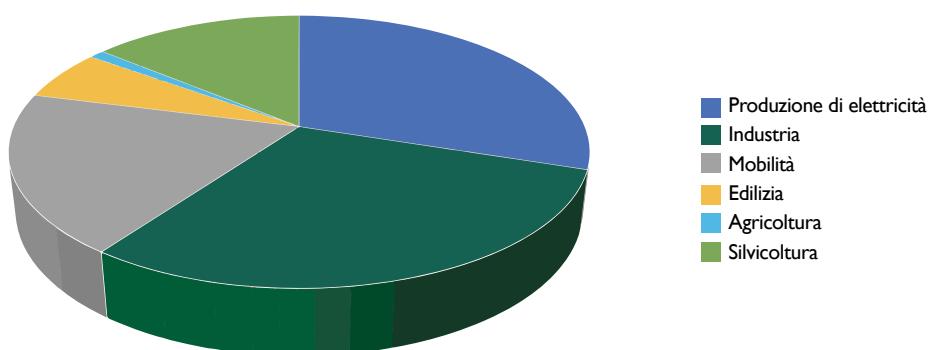
sono costituite dall'insieme di servizi e soluzioni legati alla gestione del carbon footprint, argomento cui i governi hanno dedicato una crescente attenzione ed è atteso un progressivo sviluppo del settore. Il raggiungimento delle emissioni zero richiederà un considerevole sforzo per inventare, migliorare e distribuire le tecnologie espressamente destinate ad accelerare il processo di decarbonizzazione. A titolo di esempio, le ricerche suggeriscono che, per arrivare allo zero netto entro il 2050, la produzione annuale di idrogeno verde dovrebbe aumentare di sette volte rispetto al livello attuale, mentre la capacità globale di immagazzinare energia da fonti rinnovabili dovrebbe crescere di 400 volte per raggiungere le emissioni zero entro il 2040. A oggi è possibile identificare 10 famiglie di tecnologie fondamentali per il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità ambientale riassunte nella tabella I.

## CINQUE TECNOLOGIE

All'interno di questo elenco, cinque tecnologie potrebbero da sole attrarre capitali per 2 trilioni di dollari all'anno entro il 2025 e abbattere del 40% le emissioni di gas serra entro il 2050 (grafico 3):

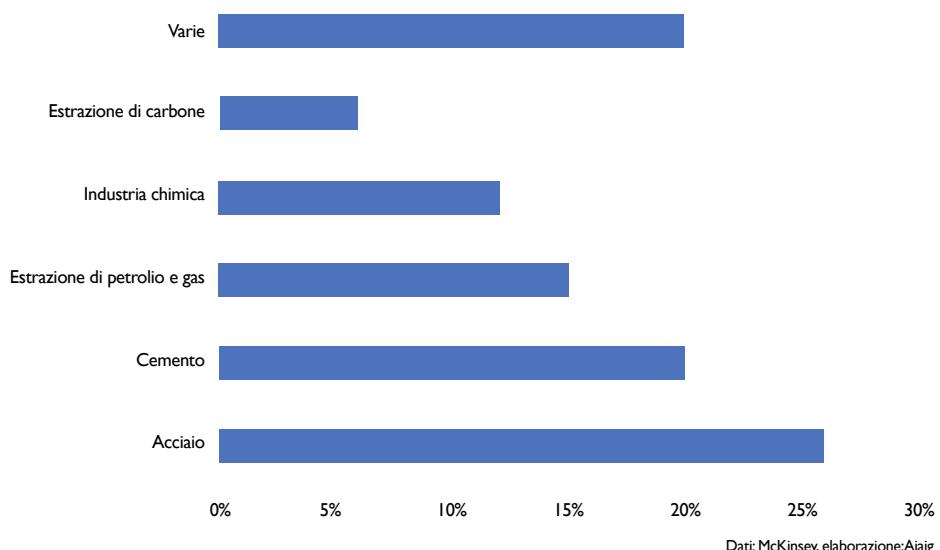
- tecnologie legate all'elettrificazione dei sistemi (batterie per veicoli, software di controllo delle batterie, efficientamento dei sistemi costruttivi, elettrificazione industriale);
- tecnologie legate al mondo dell'agricoltura

**GRAFICO I - PERCENTUALI DI EMISSIONI DI ANIDRIDE CARBONICA SUDDIVISE PER SETTORI**



Dati: McKinsey, elaborazione:Aiaig

**GRAFICO 2 - PERCENTUALI DI EMISSIONI DI ANIDRIDE CARBONICA SUDDIVISE PER SETTORI INDUSTRIALI**



Dati: McKinsey, elaborazione:Aiaig

(macchine agricole a emissioni zero, alternative alla carne, lavorazione anaerobica del metano, bioingegneria);

- tecnologie legate allo sviluppo delle reti elettriche (storage di lunga durata per l'energia elettrica, materiali ad alta efficienza, nucleari di ultima generazione);
- tecnologie legate alla produzione e all'utilizzo dell'idrogeno;
- tecnologie per la cattura dei gas serra.

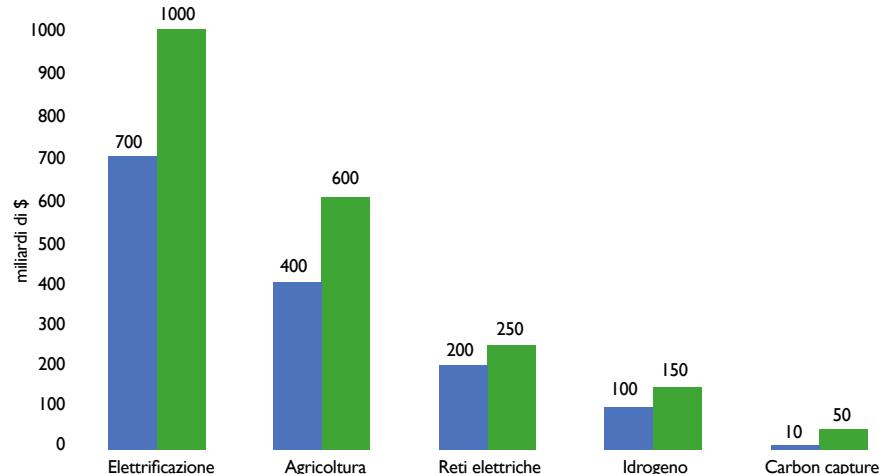
Geograficamente, il mercato è segmentato in cinque regioni: Nord America, Europa, Asia Pacifico, Medio Oriente e Africa e Sud America. Si prevede che il Nord America dominerà il comparto delle tecnologie verdi grazie alla presenza di aziende come Microsoft, General Electric, Ibm, Oracle, Engie Impact, CropX e Taranis. Inoltre, i player di maggiore peso stanno pianificando di espandere la propria presenza commerciale a livello globale attraverso collaborazioni, fusioni e partnership.

All'Europa spetta la seconda quota di mercato nel contesto globale. Le principali iniziative dei governi a favore delle tecnologie per la riduzione delle emissioni di gas serra dovrebbero alimentare la crescita del mercato. A titolo di esempio, nel luglio 2020, la Commissione europea ha proposto un investimento nell'ambito del suo Fondo per l'innovazione per progetti finalizzati allo sviluppo di soluzioni per il contenimento delle emissioni di anidride carbonica e la produzione di idrogeno pulito per industrie ad alta intensità energetica come quella chimica, del cemento e dell'acciaio.

## GLI ATTORI PRINCIPALI

L'area Asia-Pacifico potrebbe mostrare il Cagr più marcato nel periodo 2022-2029. Nell'ultimo decennio, l'Asia orientale ha portato avanti una transizione significativa verso un futuro basato su energie rinnovabili. Cina, Giappone, Taiwan, India e Corea del Sud sono i principali attori economici nel contesto della transizione verso le emissioni zero. I governi di questi paesi hanno anche dato diversi contributi alle politiche di sviluppo per tecnologie in grado di contenere le emissioni di gas serra basse e fonti di energie rinnovabili. Il Medio Oriente, l'Africa e il Sud America dovrebbero mostrare un forte potenziale di crescita durante il periodo di previsione (2022-29). Nell'ambito dei loro programmi nazionali sul clima, i governi hanno anche

**GRAFICO 3 - INVESTIMENTI ANNUALI IN MILIARDI DI DOLLARI (VALORI MINIMI E MASSIMI) PREVISTI ENTRO IL 2025 PER LE CINQUE TECNOLOGIE VERDI IN GRADO DI ATTRARRE I MAGGIORI CAPITALI**



Dati: McKinsey - elaborazione:Aiaig



promosso fonti di energia verde. I paesi del Medio Oriente e del Sud America hanno aperto la strada a nuove istituzioni nazionali, regionali e internazionali per sviluppare e supportare iniziative finalizzate alla riduzione delle emissioni di gas serra e contribuire alle politiche di sviluppo delle rinnovabili.

Con economie emergenti come Qatar, Iran, Sudan, Kuwait e Bahrain che investono molto nella revisione delle proprie infrastrutture nazionali, le tecnologie verdi e le soluzioni orientate alla sostenibilità sono fondamentali per la loro crescita. Questo fattore dovrebbe offrire diverse opportunità per i fornitori nella regione, facilitando in questo modo la crescita del mercato locale.

## DATA CENTER ECOLOGICI

Tra gli elementi in grado di sostenere il mercato c'è lo sviluppo crescente di data center ecologici la cui tecnologia viene sfruttata dai servizi di cloud computing. Si tratta di strutture di servizi basate su tecnologie a elevata efficienza energetica finalizzate alla gestione, all'archiviazione e alle operazioni sui dati. Se-

condo lo United States Data Center Energy Usage Report 2020, i data center statunitensi avrebbero consumato quasi 73 miliardi di kWh nel 2020. Allo stesso modo, secondo la Commissione Europea, i data center in Europa avrebbero dovuto utilizzare 259 TWh di elettricità; è dunque probabile che un consumo così elevato di energia porti alla crescente adozione di data center ecologici espandendo significativamente le dimensioni del mercato.

Per quanto riguarda i fattori limitanti lo sviluppo del mercato delle tecnologie verdi, oltre al rischio connesso con le differenti velocità del processo di decarbonizzazione, connesse a diversi fattori geografici ed economici, i costi rappresentano, probabilmente il fattore di maggiore peso. In generale, le tecnologie verdi sono più costose di quelle tradizionali che mirano a sostituire. Poiché si tratta di soluzioni relativamente nuove, si prevede che i costi di formazione e sviluppo associati le renderanno più costose delle tecnologie consolidate limitandone l'adozione tra le imprese.

# Investimenti su cui puoi contare

Certi investimenti sono come i legami tra le persone. Si consolidano attraverso le generazioni e creano stabilità e fiducia nel tempo.

In PIMCO da oltre 50 anni gestiamo attivamente fondi obbligazionari costruendo ogni giorno un legame di fiducia con milioni di investitori.

**Scopri la gestione globale attiva di fondi obbligazionari su [pimco.it/obbligazionario](http://pimco.it/obbligazionario) ➤**

P I M C O®

Messaggio pubblicitario di natura informativa. PIMCO Europe GmbH (Società n. 192083) e la filiale italiana di PIMCO Europe GmbH (Società n. 10005170963) sono autorizzate e regolamentate in Germania dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin). La filiale italiana è inoltre soggetta a vigilanza della CONSOB. Prima della sottoscrizione leggere il Prospetto e il KIID disponibili presso i Collocatori. ©2022, PIMCO.

A company of Allianz 

## IL MOMENTO DIFFICILE DEI MERCATI

**MICHELE MORGANTI**  
SENIOR EQUITY STRATEGIST  
GENERALI INVESTMENTS



# Restare agganciati ai grandi trend del futuro

a cura di Emanuela Zini

## I mercati azionari hanno registrato ribassi molto pesanti nel 2022: come leggere l'attuale scenario?

«Le azioni rimangono sotto pressione, inducendoci a mantenere la nostra posizione di *underweight*. La guerra mostra segni di escalation e le banche centrali sono diventate ancora più aggressive, riaffermando la loro priorità nel riportare l'inflazione al target e dicendo apertamente che ciò potrebbe provocare una temporanea recessione. Assistiamo a continue revisioni negative dei Pil e a costi più elevati che indurranno anche un reset delle proiezioni di crescita degli utili, in particolare per l'area euro. Qui, i rischi sono fortemente inclinati al ribasso a causa della grave crisi energetica. Inoltre, la salita dei tassi reali a 10 anni, degli spread creditizi e dell'inflazione imporrebbe una discesa ulteriore del P/E dagli attuali livelli. Vediamo, perciò, rendimenti azionari marginalmente fruttuosi sui 12 mesi, ma con rischi elevati. Un aspetto positivo è rappresentato dal posizionamento degli investitori che rimane estremamente basso e potrebbe innescare rally temporanei».

## Le valutazioni, confrontando le maggiori aree geografiche, quali prospettive presentano?

«Nell'azionario sovrappesiamo Cina, Ue e Giappone, mentre siamo neutri nel confronto Usa vs. Europa. Il segmento It negli Stati Uniti rimane a rischio: la bolla valutativa non si è ancora dissolta. Le valutazioni americane sono a premio rispetto all'Euro-

zona, ma per buone ragioni: lo shock legato al gas e i maggiori rischi di recessione nel Vecchio continente».

## Ci avviciniamo alla fine dell'anno: è possibile già delineare le prime valutazioni guardando al 2023?

«La prima metà dell'anno, guerra permettendo, dovrebbe vedere da parte delle banche centrali un cambiamento di tono, che potrebbe diventare più morbido, contemporaneamente al raggiungimento del minimo ciclico degli indicatori di fiducia. Le due cose dovrebbero permettere un recupero degli asset più rischiosi a partire dalla forte incertezza che ancora ci aspettiamo per le prossime settimane e mesi».

## Gli investitori guardano con attenzione a temi di investimento che, in risposta alla volatilità, potrebbero rivelarsi solidi e resilienti (transizione green, invecchiamento della popolazione, etc.): come selezionare i temi strutturali?

«Sono a mio avviso due i driver principali da focalizzare nell'attuale contesto di mercato: ricercare alpha tramite la gestione attiva e seguire alcune tendenze irreversibili. Il futuro è caratterizzato da trend economici, sociali, demografici e ambientali ineluttabili che plasmeranno il mondo di domani. Tra questi, l'invecchiamento della popolazione, il progressivo ampliamento dell'accesso all'istruzione, la transizione green e l'utilizzo massiccio della tecnologia e dei big data. Si tratta di temi di lungo

periodo strettamente correlati tra loro: in una società che invecchia è indispensabile offrire continue opportunità di apprendimento e la crescita "formativa" sostiene di per sé la spinta verso l'innovazione, favorendo lo sviluppo tecnologico e di nuove competenze che saranno poi alla base dell'auspicata transizione energetica. Inoltre, sicurezza, transizione e sostenibilità energetica ora sono una priorità».

## E nell'asset allocation, dove guardare in funzione anti-volatilità?

«Tra i temi strutturali, un focus particolare è sugli asset reali non quotati, che rimangono in forte crescita: le stime indicano 8,9 trilioni di dollari nel 2021 e 17,8 trilioni entro il 2026. Offrono ritorni attratti e decorrelati in termini di volatilità rispetto agli asset liquidi, combinando anche diversificazione e salvaguardia del capitale dagli effetti dell'inflazione con il raggiungimento di obiettivi tangibili di sostenibilità tramite l'attenta selezione degli investimenti secondo criteri Esg. Ciò contribuisce al raggiungimento di importanti obiettivi di sostenibilità, quali la transizione energetica, la mobilità sostenibile, l'accelerazione della digitalizzazione e lo sviluppo di infrastrutture sociali. La combinazione tra la complessità in termini di accesso, rischio e opportunità dei real asset e le competenze richieste per individuare, selezionare, negoziare e uscire dagli investimenti, sfocia nel cosiddetto "complexity premium", ossia il premio di rendimento in eccesso rispetto ai mercati tradizionali».



# FOCUS BOND

Investire si può



**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



**COLUMBIA**  
**THREADNEEDLE**  
INVESTMENTS



**PIMCO**



**Allianz**   
Global Investors



 **GENERALI**  
INVESTMENTS



**TCW**



**KAIROS**  
a Julius Baer Group company



**NEUBERGER** | **BERMAN**



**RBC BlueBay**  
Asset Management



FOCUS BOND

I DIBATTITI DI FONDI&SICAV

# Qualche opportunità, ma anche paura per la crescita

a cura di Pinuccia Parini



Ad ascoltare i money manager che hanno partecipato ai dibattiti organizzati da Fondi&Sicav, sui mercati c'è un sottile ottimismo di fondo. È vero che le banche centrali stanno ancora picchiando duro con l'incremento dei tassi, ma è anche altrettanto fuori discussione che nell'attuale fase i listini offrono diverse opportunità di acquisto, che possono implementare una strategia di accumulo. Nessuno sa quando la Bce e la Fed cominceranno ad allentare la loro azione, ma c'è il tentativo di capire quale sarà il tasso terminale e la speranza è che non sia troppo lontano.

Le vere preoccupazioni sono per le condizioni dell'economia. Dopo i due durissimi anni di Covid, sembrava che fosse in atto una ripresa generalizzata, anche se ostacolata dai colli di bottiglia e dalle quotazioni delle materie prime. Oggi, a cominciare dalle banche centrali che hanno abbassato le stime di crescita del Pil per il 2023, pochi credono che la lotta all'inflazione non lascerà conseguenze pesanti sulla crescita, soprattutto in Europa, dove la guerra e il conseguente incremento dei costi energetici hanno picchiato particolarmente duro.

A discutere di questi e altri temi sono **Ugo Lancioni**, head of global currency e senior portfolio manager fixed income di **Neuberger Berman**, **Fabrizio Viola**, fixed income portfolio manager di **Generali Investments**, e **Andrea Ponti**, senior portfolio manager fixed income di **Kairos Partners Sgr**.

**Dopo diversi anni di tassi a zero o negativi, si è assistito a un'inversione di tendenza. Quali sono le conseguenze per l'asset class obbligazionaria anche in termini di correlazione con quella azionaria?**

**Fabrizio Viola:** «Il movimento dei tassi era già improntato al rialzo prima che la guerra scoppiasse, con i mercati che si attendevano una traiettoria di aumento graduale. Tuttavia, le strozzature all'interno della catena di approvvigionamento e lo scoppio della crisi energetica ne hanno provocato un'accelerazione, che ha portato le banche centrali a intervenire con politiche monetarie fortemente restrittive. Ora i timori sono che la situazione vada fuori controllo e, dal punto di vista dei mercati, che l'allargamento degli spread possa durare a lungo, logorando così il sistema finanziario. I livelli attuali, va



**FABRIZIO VIOLA**  
fixed income  
portfolio manager  
Generali Investments



detto, incorporano una moderata recessione. È vero, però, che la condizione non è tale da attendersi che il mercato prezzi casi estremi di default. All'interno dell'obbligazionario, si è creata una dicotomia tra il credito investment grade, che già sconta molti degli elementi recessivi in atto e dovrebbe stabilizzarsi sui livelli attuali, e quello high yield, dove ci si attende una maggiore dispersione che creerà si molte opportunità, ma con rischi più elevati. Per quanto riguarda, invece, la correlazione tra l'asset class azionaria e quella obbligazionaria, che è sfortunatamente positiva (se i prezzi dei bond scendono, le azioni fanno altrettanto), va rilevato che questo fenomeno ha messo in crisi i tradizionali modelli di asset allocation 60/40. Paradigmi che quest'anno hanno riportato perdite su entrambi i fronti. L'unico elemento che potrebbe essere servito a contenere gli effetti dei corsi negativi

sulla performance di un portafoglio è stato il dollaro, che si è apprezzato sostanzialmente nei confronti di tutte le valute. Osservando quanto i tassi forward stanno già incorporando in termini di aumento dei tassi d'interesse, è possibile che si assista a un disancoraggio di questa correlazione».

**Ugo Lancioni:** «Condivido quanto argomentato dal collega e vorrei aggiungere alcune ulteriori riflessioni sull'ultimo tema toccato. Nel corso degli ultimi 20 anni, siamo stati abituati a una correlazione mediamente negativa tra bond ed equity. Poi c'è stato un cambiamento strutturale importante, che ricorda quanto successo nel periodo '70-'75, con la crisi energetica, durante la quale la correlazione tra gli indici fixed income e quelli azionari (Us Aggregate Bond Index e S&P 500) fu, nella media, positiva. Oggi siamo tornati a una situazione simile. La vera domanda da porsi è quale sia la natura della tensione inflazionistica che abbiamo di fronte, se è momentanea o destinata a persistere nel tempo, e quali sono le possibili ricadute. In realtà, se si esaminano le serie storiche, si vede che dal '75 al '98 la correlazione tra lo Us Aggregate Bond Index e l'S&P 500 è stata superiore al 40%. C'è però un altro elemento da considerare, per rispondere alla domanda, che è la volatilità. Il Qe, durante il quale i maggiori istituti centrali hanno acquistato circa 25 trilioni di dollari di asset, aveva abbassato la volatilità dei mercati, mentre oggi quest'ultima è tornata a manifestarsi con elevati e forse eccessivi picchi. Siamo in una fase di transizione con fenomeni di "overshooting" che porteranno dispersione nei vari settori e creeranno anche opportunità di investimento».

**Andrea Ponti:** «Stiamo assistendo a uno



**UGO LANCIONI**  
head of global currency e senior  
portfolio manager fixed income  
Neuberger Berman

NEUBERGER BERMAN

shock che non si sa ancora se temporaneo o strutturale. Detto ciò, si deve considerare da dove si è partiti, cioè dalla crisi del 2008, che ha generato un contesto fortemente disinflazionistico a livello globale. Ci eravamo abituati a tassi a zero, se non negativi, in ampi tratti della curva dei rendimenti. Tanti sono stati i fattori che hanno portato a questo risultato, creando anche distorsioni che adesso stanno gradualmente rientrando e portando a una normalizzazione. Se ne possono citare alcuni, quali la demografia e la disruption tecnologica, due aspetti ancora pienamente presenti. Poi ce ne sono altri, come la globalizzazione che, a causa di cambiamenti geopolitici e degli ef-



**ANDREA PONTI**  
senior portfolio manager  
fixed income  
Kairos Partners Sgr

**KAIROS**  
a Julius Baer Group company



fetti post-pandemia, sta perdendo forza. Infatti, i problemi legati alle catene di approvvigionamento e le politiche abbracciate dai singoli paesi hanno spinto molte aziende a rimpatriare diversi impianti produttivi per fronteggiare l'aumento dei costi. Si tratta di un mutamento che, verosimilmente, diventerà strutturale. La stessa stabilità geopolitica, che aveva creato un contesto di visibilità all'interno della quale prendere le decisioni e operare, anche da un punto di vista prettamente economico, oggi è venuta meno. Inoltre, non vanno dimenticate le politiche monetarie straordinarie e ultra-espansive delle banche centrali che sono rimaste in essere per lungo tempo, salvo alcuni periodi di normalizzazione. Il Qe ha avuto un effetto significativo sui mercati finanziari, portando a una compressione del risk premium e dei tassi d'interesse. Ora si sta assistendo a dinamiche che vanno nella direzione opposta. Un altro elemento da prendere in considerazione è il mercato delle materie prime, i cui prezzi sono scesi, dal 2008 in poi, generando una diminuzione delle dinamiche inflative. Molti di questi fenomeni non sono più presenti o sono diversamente caratterizzati. La deflazione, che aveva così tanto preoccupato gli istituti centrali, non è più un problema nell'ultimo anno e mezzo. La vera domanda che dobbiamo porci, quindi, è capire se il livello attuale dei prezzi al consumo sia o meno strutturale e se ci accompagnerà nei prossimi anni, oppure se si andrà verosimilmente verso una normalizzazione vicino a un livello del 2,5-3%, con ovvie implicazioni per le politiche monetarie e per gli investimenti. È però difficile rispondere a questo quesito, perché complesso, tanto che gli stessi istituti centrali navigano a vista. In tale contesto, i prodotti di credito soffrono perché non c'è un effetto additivo, bensì moltiplicativo dei risk premium addizionali rispetto ai tassi risk

free, causato dall'aumento della volatilità in un contesto di tassi in rialzo. In merito alla correlazione tra le due asset class, non si può ignorare l'effetto causato dalle politiche monetarie eccezionali: è stata la maggiore o minore iniezione di liquidità la variabile che ha condizionato l'andamento dei mercati negli ultimi anni. I tassi più bassi avevano portato a una compressione dell'equity risk premium e, come conseguenza, a un aumento del P/E con gli indici azionari in rialzo. Nei primi sette mesi dell'anno, si è assistito a un derating dei multipli di mercato trascinato soprattutto, a mio parere, dalla componente tasso dell'equity risk premium. Si è ancora alla ricerca di un equilibrio che, per il momento, non sembra immediato. Ritengo che la rottura della correlazione positiva tra equity e bond potrà avvenire tra qualche mese, quando, mi auguro, si vedrà l'inflazione toccare il picco».

### Quali sono le strategie da implementare in un portafoglio obbligazionario per contenere l'impatto negativo di un'inflazione le cui dinamiche non sono di facile interpretazione?

**Ugo Lancioni:** «Innanzitutto, è importante avere strategie di investimento flessibili. La prima linea di difesa, per noi, è stata mantenere una duration bassa nei portafogli, perché ci si attendeva un graduale incremento dell'inflazione. Come indicato precedentemente dal collega, i segnali di rialzo dei prezzi erano già presenti prima dell'invasione dell'Ucraina, che ha solo esasperato questa tendenza. Noi avevamo a suo tempo comprato inflation linked bond indicizzati che hanno registrato una buona performance, anche se bisogna prestare molta attenzione perché, se ci fosse un picco, questi stessi titoli finirebbero per esse-

re penalizzati per il cambio delle aspettative. Quindi, bisogna trovare altre soluzioni e ciò, secondo me, significa cercare di massimizzare i rendimenti con un portafoglio diversificato, capendo quanto il mercato ha già scontato implicitamente in termini, sia di scenari, sia di crescita. Quest'ultima per il fixed income, almeno per i governativi risk-free, non è un fattore negativo. Lo potrebbe diventare se dovesse esserci una recessione che impatta le aziende e quindi il credito. La curva dei tassi americana ha già iniziato a prezzare una crescita negativa, con il Treasury a due anni che rende il 4%, sopra il decennale. Il mercato si attende che la Fed, come le altre banche centrali, faccia un front loading dei tassi per rallentare il rialzo dell'indice dei prezzi. Ma, attenzione, nell'inflazione giocano due fattori: uno è molto legato alla componente energetica, l'altro alla domanda. Se si guarda sempre alla curva dei tassi, si può vedere che sono già scontati alcuni tagli fra 1-1,5 anni. In questa situazione, è importante avere la possibilità di investire globalmente, perché le diverse aree geografiche presentano situazioni differenti, anche in termini di ciclo economico. Il conflitto in Ucraina ha creato vincitori e perdenti: ci sono paesi importatori e altri esportatori di materie prime che, in quanto tali, conosceranno dinamiche di crescita diverse. Anche significative oscillazioni sul mercato valutario faranno sì che l'inflazione sia trasferita da un paese all'altro. Lo yen, per esempio, si è deprezzato del 20% nei confronti del dollaro e, per tale ragione, è presumibile aspettarsi che ciò si traduca in un'inflazione più elevata di quella avuta in passato. Di contro, gli Usa, con un cambio forte, è probabile che escano da questa fase inflazionistica prima dell'Europa. Infine, c'è la vicinanza geografica, che fa sì che alcune aree risultino più resiliene di altre. E, anche in questo caso, la sfera americana è più forte di quella europea. In sintesi, direi che è importante diversificare le proprie scelte di investimento, mantenendo per il momento ancora un corto di duration e monitorando sempre il possibile picco dell'inflazione. Il credito offre livelli di rendimento interessanti anche nel caso di emittenti con merito creditizio elevato (emissioni recenti su Agency Mortgages con rating AAA non garantito rendono oltre il 6%). Durante il Qe, visti i tassi di interesse particolarmente bassi, l'Hy era considerato appetibile da parte degli investitori, più del corporate Ig. Oggi, guardando al rapporto totale dei rendimenti tra questi due strumenti, i secondi offrono una maggiore



opportunità d'investimento rispetto ai primi. Ritengo, inoltre, che, proprio per questo motivo, abbia molto senso avere portafogli dove viene dato spazio alla qualità degli emittenti. La nostra raccomandazione generale è avere portafogli flessibili e sganciati dal benchmark».

**Andrea Ponti:** «Oggi il mercato offre finalmente alcune opportunità, soprattutto se si ha la capacità di sopportare la volatilità nel breve periodo. Con tutta sincerità, non ho idea di dove il mercato possa trovarsi nell'arco dei prossimi tre mesi, ma se allarghiamo l'orizzonte temporale a sei-nove mesi, credo che, verosimilmente, difficilmente si perderanno soldi, soprattutto in alcuni segmenti dei bond. Se poi l'orizzonte dovesse essere di oltre un anno, se si comprasse oggi, si potrebbero ottenere discreti risultati. Attualmente, inoltre, il costo opportunità di non investire è molto alto. La strategia che consiglierei si basa su tre pilastri. Il primo è la disciplina, ovvero non abbandonarsi ad acquisti indiscriminati, perché non siamo nel marzo 2020, quando i mercati erano pronti a rimbalzare dopo la profonda correzione causata dallo scoppio della pandemia. È fondamentale, quindi, adottare un approccio bottom up, preferendo alcune asset class, aree geografiche e settori rispetto ad altri, con grande attenzione alla marginalità degli emittenti. Il secondo pilastro è la pazienza, perché la volatilità permarrà ancora e l'investimento deve essere fatto con gradualità, tenendo liquidità a disposizione per cogliere le opportunità che si presentano. E, infine, c'è il coraggio. Dopo un anno e mezzo in cui era la cautela a dovere guidare le decisioni degli investitori, oggi i prezzi sono decisamente interessanti. Ci sono, ad esempio, emissioni senior, sul mercato primario, di banche solide con rendimenti che un anno fa erano quelli dei subordinati finanziari. In altre parole, non bisogna scendere molto nella struttura del capitale di un emittente per trovare livelli di rendimento interessanti».

**Fabrizio Viola:** «Mi riallaccio a quanto detto sinora. Senza dubbio gli eroi di quest'anno sono stati gli investitori capaci di vedere in anticipo quanto sarebbe successo e posizionare, di conseguenza, i portafogli in tale direzione: duration il più bassa possibile, contenuta posizione nel credito e con liquidità a disposizione. Detto ciò, il problema che abbiamo di fronte è come affrontare il futuro, consci che ci sarà ancora molta volatilità sui tassi. Le scelte da fare sono essenzialmente



due: di curva e di asset allocation. Per quanto riguarda la prima, ci aspettiamo che ci sia ancora un movimento di flattening. A oggi, guardando le proiezioni forward che interpretano le attese future di aumento dei tassi, il mercato sembra avere individuato i livelli di terminal rate, soprattutto in Europa. L'appiattimento della curva che ci attendiamo, causato dal front loading dei rialzi da parte delle banche centrali, penalizzerà sicuramente le scadenze brevi e, di conseguenza, sarà opportuno sottopesarle. La parte lunga della curva, invece, potrebbe iniziare a mostrare livelli interessanti, perché c'è un punto di flesso, che forse non viene preso in considerazione, per cui le banche centrali non possono generare, con le loro decisioni di politica monetaria, troppi aggravi alla società civile. Se gli aggressivi aumenti dei tassi dovessero generare severe recessioni, le banche centrali dovrebbero prestare attenzione a non raggiungere il punto che indurrebbe un deterioramento delle condizioni macro tale da minare i pilastri della società su cui si basano le economie. Negli Usa, la parte a lungo della curva comincia già a incorporare questa possibilità, tanto che, dalla metà del 2023, si prevedono alcuni tagli dei policy rate. Per quanto riguarda le scelte di allocation, tralasciando strumenti che all'inizio di quest'anno sarebbero stati super-vincenti come i bond inflation linked (ora sono abbondantemente costosi), si potrebbe iniziare a sovrappesare, nella parte corporate, emittenti appartenenti a settori che possono trarre vantaggio da questo regime di tassi più alti. Tra questi, emerge il comparto bancario, visto che vi sarà un miglioramento del net profit

margin grazie all'arbitraggio che gli istituti di credito stanno facendo sul Ltr e anche un aumento delle loan loss provision. Ci saranno sicuramente più perdite sul lato degli impegni, con un aumento dei tassi di default, soprattutto per le Pmi, ma il tutto sarà assorbito dai maggiori profitti realizzati dall'impiego degli attivi. Per questa ragione, guarderei alle emissioni senior bancarie, spingendosi sino ai Tier 2 di nuova generazione a maturity fissa, escludendo l'universo dei perpetual e dei Tier I, perché troppo rischiosi. Per quanto riguarda, invece, altri settori, bisogna evitare quelli fortemente energivori o che sono messi sotto pressione dalla transizione energetica, e i beni di consumo durevoli. Gli sforzi dovranno concentrarsi su società sostenibili, cercando di approfittare della dicotomia del mercato nelle nuove emissioni dove emerge una preferenza per i bond con caratteristiche Esg o green. Questi ultimi potrebbero entrare nel radar screen delle banche centrali per futuri acquisti a scapito di obbligazioni che non hanno caratteristiche simili».

**Quali sono le ricadute dei tassi in rialzo in un contesto, come quello europeo, dove si devono finanziare i piani legati al Next Generation Eu e la transizione energetica?**

**Andrea Ponti:** «Si tratta di scelte politiche e l'aumento sinora dei tassi non è tale da mettere in crisi il Next generation Eu, che è il primo tentativo, in nuce, anche se una tantum, di una mutualizzazione del debito in Europa.



Certo, sarebbe stato più conveniente finanziarsi a tassi più bassi, ma quelli nominali di oggi non possono essere definiti in assoluto elevati. E poi, non penso che la valenza del piano debba essere ascritta a una convenienza solo economica legata al costo e non credo che verrà ostacolato da una dinamica di tassi in rialzo. Dal canto loro, le banche centrali continueranno, comunque, a concentrarsi su un unico target: contrastare l'inflazione, che è il loro obiettivo primario».

**Ugo Lancioni:** «Penso anch'io che le banche centrali continueranno a tenere fede al proprio mandato che, soprattutto nel caso della Bce, è mantenere la stabilità dei prezzi. Per quanto riguarda i finanziamenti legati al Next generation Eu, il debito è una componente importante, circa 750 milioni di euro da emettere, ma il punto fondamentale è che questi soldi vengano impiegati. Tale considerazione vale in particolare per l'Italia, visto che l'Europa sta offrendo la possibilità di prendere a prestito del denaro a un tasso inferiore a quello di mercato. Inoltre, l'introduzione dello strumento di anti-frammentazione (Tpi), che permetterebbe allo spread di rimanere all'interno di parametri abbastanza contenuti, è un altro aiuto che va nella direzione di garantire un funzionamento del mercato evitando ten-

sioni eccessive. È vero che il rapporto debito/Pil del nostro Paese è alto, ma se si rimane a livelli intorno al 150% non vedo particolari criticità. Il problema potrebbe emergere se la recessione, causata dalla crisi energetica, dovesse persistere con ricadute che sarebbero negative, non solo per l'Italia, ma anche per la Germania. È vero, d'altro canto, che l'inflazione aiuta a fare diminuire il rapporto debito/Pil, ma solo se la crescita nominale è superiore all'inflazione. Ritornando al Next generation Eu, credo che l'elemento importante sia che l'Italia non entri in conflitto con l'Europa. L'invasione dell'Ucraina e il Covid hanno portato il Vecchio continente a essere più coeso e c'è sul piatto anche la realizzazione di un piano energetico comune. Si tratta di obiettivi impegnativi e difficili da raggiungere, ma non penso che ci sia alternativa».

**Fabrizio Viola:** «Trovo molto interessante l'abbinamento tra dinamiche dei tassi e transizione energetica, perché è un tema complesso da affrontare, visto anche il rapporto che si è creato tra i due fenomeni: un vero e proprio circuito che non offre, per il momento, vie d'uscita. La transizione energetica è di fatto inflativa e la sua realizzazione genera maggiore disavanzo fiscale per gli stati che sono chiamati a finanziarlo. Un deficit

più elevato mantiene i tassi alti, ma, se non si procedesse con un piano di uscita dai combustibili fossili, non si riuscirebbe a diminuire la dipendenza dell'approvvigionamento energetico. Se volessimo usare un'espressione in senso figurato per definire la situazione, potremmo dire che è un cane che si morde la coda. Come se ne esce? Non nell'immediato ed è per questa ragione che la scelta finale spetta alle istituzioni, che devono decidere quali priorità darsi e quali obiettivi perseguire, anche se il farlo comporta alcuni costi. In prospettiva, però, una decisione imprescindibile è continuare a percorrere la strada della transizione energetica. Essa creerà crescita futura e sostenibile, di cui tutto il tessuto economico potrà beneficiare. Le stesse banche potranno uscire vincenti da questo processo modificando il loro business model e identificando le aziende più virtuose in termini di ambiente e biodiversità».

**Le ricadute negative della crisi energetica sulle aziende, sia in termini di fondamentali, sia per quanto riguarda la solidità finanziaria, sono preoccupanti? C'è un rischio a livello corporativo?**

**Fabrizio Viola:** «In Germania si è appena assistito al salvataggio da parte dello stato tedesco di Uniper, colosso energetico strategico nell'ambito della distribuzione di gas nel paese. L'operazione ha portato a una nazionalizzazione dell'azienda, che avrebbe altrimenti rischiato il default a causa del maggior costo della materia prima. Anche in Francia ci sono state situazioni analoghe, come nel caso di Edf, società anch'essa strategica, che gestisce 56 reattori nucleari, di cui 32 in manutenzione. Detto ciò, ritengo che in un settore come quello delle utility potrebbero emergere ancora situazioni critiche. Tuttavia, se non nel caso di piccoli distributori in difficoltà che cercheranno di fare un arbitraggio tra la fornitura di energia e la vendita di pacchetti a prezzo fisso ai clienti finali, penso che per le aziende dimensionalmente più grandi ci sarà un intervento del governo, con processi di nazionalizzazione che non avranno impatti per i detentori di bond. Tra le industrie che potrebbero essere colpite dal caro energia o dal cambiamento della domanda di mercato, ci sono l'auto e la componentistica a essa legata, vista la crescente domanda di veicoli elettrici. Il rincaro dei costi energetici ha por-

tato alcune aziende ad adottare contromisure e non è forse un caso che Stellantis stessa abbia dichiarato di volere autogenerare l'energia necessaria a fare funzionare i propri impianti, creando una divisione utility al suo interno».

**Andrea Ponti:** «Condivido in pieno quanto affermato dal collega. Là dove ci sono interessi strategici, come è avvenuto in Germania e in Francia, gli stati saranno chiamati a intervenire e a prendere le redini di controllo delle società coinvolte. Lo schema che è stato applicato post Covid con aiuti statali, sotto diverse forme, si sta riproponendo per affrontare la crisi energetica: price cap sul gas, tetto sulle bollette energetiche e così via. In Italia sono stati varati tre pacchetti di aiuti che vanno nella direzione di diminuire gli effetti negativi legati al rincaro dell'energia e misure simili sono state adottate anche nel resto dell'Europa per contenere la spirale inflazionistica e le sue eventuali ricadute sociali».

**Ugo Lancioni:** «Difficile non essere sulla stessa linea d'onda rispetto alle considerazioni precedenti. Noi, come casa, prevediamo un tasso di default ancora contenuto: per gli Usa le attese nel base case (dove non si prevede una forte recessione) sono di un default rate negli Hy del 2% (periodo cumulativo 2022-2023), mentre in Europa si potrebbe andare oltre il 3-4%, se il caro energia peggiorasse. Penso anch'io che la transizione energetica abbia un costo che si rifletterà sui budget e sul debito e l'investitore, di conseguenza, richiederà di essere remunerato con rendimenti più elevati, visto l'incremento dei rischi. Si potrebbe entrare in una spirale negativa che porterebbe a un ulteriore deterioramento della situazione. Per il momento, ciò non è ancora avvenuto, anche se in Europa gli spread si sono allargati maggiormente proprio perché il problema del gas è acuto, nonostante le stime per il Pil 2023 rimangano sopra lo 0%. Detto ciò, il Vecchio continente è stato colto impreparato dalla crisi. Per quanto riguarda alcuni livelli cui tratta il mercato dei corporate, ritengo che il carry sia notevole e sottopesare alcuni titoli rispetto a un indice, visto i rendimenti degli Hy intorno all'8-9% (rispettivamente in Usa e Europa), potrebbe essere rischioso in termini di performance. I tassi impliciti di default, infatti, sono piuttosto elevati e indicherebbero che il mercato ha già scontato una crisi».

## Il complesso quadro ma-

### cro globale e la geopolitica quanto pesano sui mercati emergenti?

**Ugo Lancioni:** «I mercati emergenti hanno sofferto molto, più della media del fixed income tradizionale. L'aumento generalizzato dei tassi è negativo per l'universo Em, sul quale ha pesato anche il dollaro in rafforzamento. Il biglietto verde si è apprezzato, sia per il differenziale tassi, sia perché è considerato una divisa rifugio. Inoltre, anche per questi paesi il peso della componente energetica sulla bilancia dei pagamenti non va ignorato. Bisogna quindi fare le debite distinzioni per area geografica. Ci sono mercati, come quello messicano che si è comportato abbastanza bene, anche da un punto di vista valutario. In generale l'America latina ha fatto meglio dei mercati dell'Est Europa, che ha riportato performance catastrofiche. Il nostro team di esperti in mercati emergenti rileva la presenza di diverse opportunità d'investimento, con valutazioni che in alcuni settori sono considerate estreme. Ciononostante, al momento la nostra posizione nei confronti di questa asset class è improntata alla cautela, proprio per la complessità della situazione e la necessità di valutarne le diverse dinamiche all'interno dei singoli contesti».

**Andrea Ponti:** «Gli Em hanno conosciuto un repricing significativo. Ci sono, però, alcune variabili da considerare per decidere un investimento nell'asset class. La prima è i tassi americani e quando raggiungeranno un equilibrio. Finché non c'è chiarezza sul terminal rate da parte della Fed, è difficile avere visibilità a cascata sugli Em. La seconda è legata alla geopolitica, con le implicazioni dirette e indirette legate al conflitto in Ucraina, che si riverberano a livello mondiale, ma che colpiscono maggiormente i paesi più deboli. La terza variabile è la crescita, perché, se si dovesse finire in una recessione importante, la parte emergente ne soffrirebbe di più. Inoltre, c'è una diversa capacità di reazione in base al grado di dipendenza delle singole economie Em dalle importazioni e dalle esportazioni. Infine, nell'area emerging market ci sono valutazioni molto interessanti che possono offrire opportunità di investimento con minore assunzione di rischio, senza la necessità di doversi avventurare nella frontiera degli Em».

**Fabrizio Viola:** «Siamo molto cauti sui mercati emergenti, le cui valutazioni sono

sì scese e offrono punti di ingresso otticamente interessanti, ma fanno registrare una volatilità più elevata e mostrano rischio futuro ancora troppo imprevedibile. Se dovessi, invece, avere un benchmark con cui confrontarmi, il posizionamento sarebbe neutrale sui vari paesi, per evitare inutili rischi idiosincratici, ma preferendo nettamente le economie con rating investment grade rispetto a quelle con rating inferiore, perché mi aspetto una decompressione dei rendimenti fra queste due componenti da qui in avanti».

### Rimane comunque ancora difficile quantificare il rallentamento economico globale anche alla luce di una situazione geopolitica instabile. È un'affermazione condivisibile?

**Fabrizio Viola:** «Condivido questa affermazione. Gli Usa, però, hanno più cartucce dell'Europa, che è prossima alla crescita zero e non mi stupirei se il Pil previsto dalla Bce allo 0,9% per il 2023 venisse rivisto al ribasso. Certo, un punto di crescita perso in America pesa di più a livello globale dello stesso ammontare perso in economie dimensionalmente inferiori, ma ritengo che Powell abbia più possibilità di combattere l'inflazione di quanto non ne abbia la Bce».

**Ugo Lancioni:** «Sono anch'io dello stesso parere. Le stime di crescita per il 2023 sono continuamente riviste al ribasso e ciò a causa delle aspettative legate alla durata della crisi, che rischia di protrarsi nel tempo. Oltre che sull'attività economica, ci potrebbero essere impatti sui conti pubblici e, di conseguenza, anche sul debito dei paesi, perché, se la situazione attuale dovesse continuare, l'Europa sarebbe costretta a intervenire per sostenere le imprese ed evitare la catastrofe».

**Andrea Ponti:** «In termini di crescita permane, a livello geografico, una differenza tra Usa ed Europa, con la seconda che non ha ancora recuperato quanto perso a causa della pandemia. Inoltre, gli Stati Uniti sono indipendenti da un punto di vista energetico e ciò è un punto di forza per la tenuta dell'economia del paese. Infine, la decisione della Fed di alzare i tassi ha preceduto di qualche mese quella della Bce e dà all'istituto americano una maggiore possibilità di manovra. Tutto ciò per dire che, in termini di investimento, forse varrebbe la pena guardare oltre oceano».



FOCUS BOND

I DIBATTITI DI FONDI&SICAV

# Si sta cominciando ad accumulare

Chiunque oggi operi nel reddito fisso, con le politiche attuali delle banche centrali occidentali, non sta vivendo momenti bellissimi, visto che le perdite non sono da poco. Oltretutto, con un'inflazione che non si sa bene quando comincerà a calare, anche vedere la fine di questo trend è tutt'altro che agevole. Stabilito ciò, però, non è per nulla detto che i gestori stiano a guardare, tutt'altro. In questo dibattito sul mercato dei bond è uscito in maniera netta che molti money manager stanno ricominciando a comprare, ove si presentino occasioni interessanti, con una politica di accumulo che, una volta che le acque siano tornate tranquille, darà i suoi frutti. Si tratta di una novità di grande interesse.

A parlare di questi temi sono stati **Davide Renzulli**, head of advisory di **Columbia Threadneedle Investments**, **Massimiliano Maxia**, senior fixed income specialist di **Allianz Global Investor**, e **Cosimo Marasciulo**, head of fixed income absolute return e deputy head of euro fixed income di **Amundi**.

**Dopo diversi anni di tassi a zero o negativi, si è assistito a un'inversione di tendenza. Quali sono le conseguenze per l'obbligazionario anche in termini di correlazione con l'azionario?**

**Davide Renzulli:** «Il 2022 era stato annunciato, già alla fine del 2021, come un anno di cambiamento e tale si è dimostrato. Dopo un lungo periodo di politiche monetarie espansive, c'è stato un ritorno alla normalità, anche se non ci si attendeva che avvenisse con le modalità con cui si è manifestato. Ci si è trovati di fronte a un inasprimento molto forte dei tassi, scaturito da un'inflazione che non si vedeva da anni. Il risultato è stato che, sia il reddito fisso, sia l'azionario, quest'anno, hanno fatto registrare ritorni negativi. Siamo in un momento in cui le banche centrali vogliono contrastare l'inflazione e, proprio per tale motivo, l'aggiustamento dei portafogli non può che essere in una fase di transizione. Però occorre anche vedere il bicchiere mezzo pieno: oggi le valutazioni dei titoli di stato sono diventate un po' più interessanti, perché tendono a un tasso neutrale in termini di rendimento e, di conseguenza, possiamo guardare il reddito fisso con un occhio un po' diverso rispetto a quello che abbiamo usato nei primi due trimestri del 2022. Chiaramente, in un contesto in cui c'è l'ipotesi di una recessione, anche l'azionario non può non subire gli effetti dell'attuale volatilità. In conclusione, un anno molto complicato, che rappresenta un cambiamento di rotta rispetto agli ultimi 10: non dimentichiamo che l'ultima volta che la Bce ha aumentato i tassi è stata nel 2011».



**DAVIDE RENZULLI**  
head of advisory  
**Columbia Threadneedle Investments**

 **COLUMBIA**  
**THREADNEEDLE**  
INVESTMENTS

**Massimiliano Maxia:** «Abbiamo l'inflazione più alta degli ultimi 40 anni e, nonostante le banche centrali ci dicessero fino a poco tempo fa che si sarebbe trattato di un fenomeno transitorio, hanno dovuto riconoscere che così non è e sono dovute intervenire in maniera molto decisa per cercare di mantenere o ancorare le aspettative di inflazione dei mercati. Non ci sono riuscite, visto che ogni volta che c'è un commento da parte della Fed o della Bce, i mercati si riallano a livelli sempre più alti, perché non è ben chiaro ciò che potrà succedere nel corso del prossimo futuro. L'obbligazionario, in questo contesto, è ancora abbastanza lontano da una stabilizzazione sui tassi di interesse. Attualmente, il mercato prezza, per quanto riguarda la Fed, un tasso terminale intorno al 4,50% e, per la Bce, circa al 2,50%, ma sono indicazioni che potrebbero benissimo cambiare nel corso delle prossime settimane, se continueremo ad avere dati di inflazione decisamente più alti rispetto a quelli che abbiamo visto fino a questo momento. In altri termini, nel trade off tra lotta all'inflazione e sostegno all'economia, le banche centrali sono posizionate esclusivamente dal lato della lotta all'inflazione, anche se con idee poco chiare. A due domande che sono state fatte a Christine Lagarde, nel corso della conferenza stampa dopo l'ultima riunione della Bce, le risposte sono state abbastanza deludenti: non ha specificato quale sarà il tasso terminale e neppure la temporalità dei futuri rialzi. Diciamo che, come forward guidance, è stata molto deludente. In questo contesto, credo che

l'obbligazionario sia oggi da approcciare attraverso fasi di accumulo. Ci sono rendimenti ai quali il mercato torna a comprare, come è avvenuto nel recente passato. Infatti, abbiamo visto che il rendimento al 3,50% sul Treasury a 10 anni ha rappresentato un livello di acquisto, visto che poi è sceso fino al 2,70%. Lo stesso è avvenuto anche per il Bund, quando ha toccato l'1,8% per poi andare anche sotto l'1%. Io credo che, anche se ci saranno fasi di volatilità accentuate, si tornerà a comprare a livelli di yield sempre più alti: accumulare posizioni sulle debolezze dei corsi mi sembra la strategia più efficiente in un contesto in cui le performance rimarranno molto negative. Ritengo, infatti, che difficilmente, da qui a fine anno, vedremo un recupero importante delle pesanti perdite riportate dai bond. Ciononostante, penso che ad alcuni livelli di rendimento gli investitori inizieranno ad accumulare posizioni. Per esempio, il tratto 2-10 della curva americana è invertito ormai da diverse settimane ed è stabilmente intorno a 30-40 bp. L'indicazione che se ne trae è che, ormai, il mercato guarda a una probabilità sempre più significativa di recessione e di rallentamento economico. Di conseguenza, penso che la componente governativa tornerà a riprendere la sua funzione, cioè di essere più protettiva in una fase molto volatile. Sulla correlazione tra azionario e obbligazionario, credo che la direzionalità dei mercati sia data esclusivamente dai tassi di interesse. Se i rendimenti continuano a salire, il mercato azionario prosegue a correggere in misura più o meno significativa, mentre giornate di stabilizzazione dei rendimenti o addirittura favorevoli per il fixed income, di solito, coincidono anche con sedute positive per l'azionario. Penso, quindi, che la correlazione tra le due asset class rimanga positiva. La direzionalità



**COSIMO MARASCIULO**  
**head of fixed income absolute return e deputy head of euro fixed income**  
**Amundi**

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

del mercato è data dal mondo dei tassi, che dipende ovviamente da ciò che decideranno le banche centrali. I dati futuri sull'andamento dei prezzi al consumo saranno fondamentali per capire il livello di inasprimento delle politiche monetarie».

**Cosimo Marasciulo:** «Parlando di ciò che ci si può attendere dai mercati obbligazionari, distinguiamo tre fasi. La prima è stata quella che abbiamo vissuto quest'anno: un'inflazione più alta delle stime ha condotto le banche centrali a un forte cambiamento del messaggio al mercato, che ha visto una reazione unidirezionale dei bond, con un progressivo riprezzamento delle aspettative di politica monetaria fino ai livelli attuali. Sino allo scorso anno, le banche centrali gestivano



**MASSIMILIANO MAXIA**  
senior fixed income specialist  
Allianz Global Investor

**Allianz**   
Global Investors



la politica monetaria basandosi sulle proprie stime di inflazione (considerata transitoria) e di crescita; ora si stanno focalizzando soltanto sull'ultimo dato di inflazione. Quindi, una data dependency estremamente spinta, cui non avevamo mai assistito in precedenza e che, negli Usa, ha portato a un repricing del tasso terminale di circa 30-35 bp in occasione della pubblicazione di un Cpi sopra le attese. Si è trattato di un movimento decisamente insolito. Adesso stiamo entrando in una seconda fase che è già iniziata durante l'estate e che vede, oltre a preoccupazioni sul lato dell'inflazione, anche timori sulla crescita. Attualmente, pensiamo che gran parte del rialzo tassi si sia già verificato e che ci sarà un movimento tendenzialmente laterale, soprattutto sulla parte più lunga della curva: le componenti più brevi sono più vulnerabili alle comunicazioni delle banche centrali, mentre le più lunghe tendono a guardare anche le eventuali aspettative di crescita. A tale proposito, è opportuno ricordare che la politica monetaria agisce con un ritardo sull'economia reale di circa 12-18 mesi: la debolezza che vediamo oggi sui dati macroeconomici non sta riflettendo il tightening delle condizioni finanziarie che le banche centrali hanno già realizzato e il cui effetto sarà visibile nel 2023. La stessa inflazione, va inoltre ricordato, non è una variabile facile da stimare ed è un lagging indicator che, in quanto tale, non

riflette ciò che invece emerge dagli indicatori anticipatori. Questi ultimi mostrano che le strozzature all'interno delle filiere stanno venendo meno. Per quanto riguarda invece la terza fase che noi ipotizziamo, cioè il riprezzamento, vale a dire la normalizzazione in termini di spread, avverrà quando avremo chiari segni che le banche centrali sono soddisfatte di ciò che hanno fatto in termini di rialzo dei tassi. Quindi, bisognerà aspettare il loro picco di hawkishness sull'inflazione e da lì in poi dovremmo vedere una progressiva riduzione della volatilità dei tassi e dei livelli di spread. Anche di ciò se ne parlerà nel 2023. Quanto alla correlazione tra le due asset class, è vero che attualmente è fortemente positiva, anche se una volta era l'azionario che guidava il mercato dei tassi, mentre adesso è il contrario. C'è però da tenere conto di un altro fattore: per la prima volta i tassi possono scendere in maniera significativa nel momento in cui ci dovesse essere uno shock non inflativo, ma legato, per esempio, alla crescita o a un aumento di volatilità che impatta i mercati azionari. Quindi, guardando al 2023, potremmo trovare un valore nell'asset class obbligazionaria anche in termini di portfolio construction. Questa chiaramente non è la situazione attuale, ma più una previsione per il futuro».

## Quali sono le strategie da

**implementare in un portafoglio obbligazionario per contenere l'impatto negativo di un'inflazione le cui dinamiche non sono di facile interpretazione?**

**Massimiliano Maxia:** «Innanzitutto, diciamo che non è semplicissimo ragionare in termini di rendimenti reali, perché è chiaro che, con un'inflazione così alta, è difficile trovare un investimento al netto dell'inflazione che dia un rendimento positivo. Anch'io ritengo, come diceva il collega, che occorra distinguere alcune fasi. In quella attuale, che credo ci accompagnerà ancora per qualche mese, l'obbligazionario non è ancora arrivato a una stabilizzazione. In questo momento, oltre ad accumulare posizioni quando ci sono sell off particolarmente forti, siamo sottopesati di duration rispetto ai principali indici, anche se, come dicevo, compriamo ogni volta che vediamo livelli che possono rappresentare un'occasione d'acquisto: sono convinto che prima o poi il mercato tornerà a focalizzarsi sempre più sulle conseguenze di una politica monetaria così restrittiva sulla crescita. Attualmente, l'economia, soprattutto negli Usa, mostra ancora una situazione abbastanza solida: non vediamo segnali forti di rallentamento, sebbene in alcuni settori, come il mercato immobiliare, siano già



evidenti gli effetti del rialzo dei tassi. Globalmente, è difficile pensare che l'economia non rallenti in maniera significativa e forse il dato più importante che ha dato la Bce in termini di previsioni nell'ultima riunione è stato la forte riduzione della stima di crescita del Pil per il 2022, che è passata dal 2,3% allo 0,9%. È una revisione molto significativa, tra l'altro in uno scenario base ancora positivo che è stato costruito senza considerare una crisi energetica ben più grave di quella che potremo avere per motivi politici. Perciò, tornando ai portafogli, per il momento abbiamo posizioni corte di duration e strategie di relative value (per esempio Usa contro Germania): oggi la componente governativa americana è probabilmente più interessante sulle scadenze medio-lunghe, rispetto a quelle europee, perché nel Vecchio continente la situazione è decisamente più complicata rispetto agli Stati Uniti. Infatti, l'economia Usa è in grado di sopportare molto meglio rialzi dei tassi importanti rispetto a quella europea. Inoltre, andiamo alla ricerca di rendimento: ci sono settori dell'obbligazionario che cominciano ad avere un profilo di rischio/rendimento molto interessante. È vero che siamo in un contesto di alta volatilità, ma l'high yield americano a breve termine, con una duration di circa due anni, rende il 9% in dollari. Anche al netto del costo di copertura, siamo vicini al 6,5-7%. I bond inflation linked possono ancora rappresentare, in termini relativi, una strategia di diversificazione interessante: i rendimenti reali negli Usa sono tornati per la prima volta, dopo tantissimo tempo, in territorio positivo intorno all'1%. Mi sembra un rendimento, che, dopo una fase di sell off molto forte, possa rappresentare una soglia di ingresso interessante. Il tutto sta avvenendo in una fase in cui il mercato non ha ancora raggiunto una stabilizzazione, perché non è completamente scontato ciò che faranno le banche centrali. Quando il mercato capirà che il tasso terminale è in vista e, di conseguenza, si tornerà a guardare più agli effetti sulla crescita, probabilmente dovremo cominciare ad aumentare la duration, perché la parte lunga della curva sarà sicuramente molto più protettiva. Attualmente, stiamo implementando anche una strategia di flattening: pensiamo che la curva possa diventare ancora molto più piatta di adesso. Ma il punto è che, se ci saranno ancora sorprese negative sul lato inflazione, la stessa curva



si adeguerà a livelli ancora più alti. Bisogna quindi avere ancora prudenza, pazienza e accumulare posizioni».

**Cosimo Marasciulo:** «L'aspetto negativo di queste performance da inizio anno dell'obbligazionario è che chiaramente non sono tipiche del reddito fisso: ritorni con segno meno a due cifre non sono di sicuro ciò che storicamente succede in questo campo e che gli investitori si aspettano. Il fatto positivo è che l'obbligazionario è finalmente reinvestibile: in Europa siamo passati da quasi il 70% di titoli a tasso negativo nel dicembre 2020, includendo anche l'high yield, a una situazione attuale in cui tale percentuale si è azzerata e si può contare su rendimenti a scadenza finalmente interessanti per gli investitori. Poi, è necessario affrontare il problema della gestione della volatilità e del rischio: per la componente subordinata, stiamo parlando di livelli intorno all'8% in media. Il tema, quindi, non è tanto i ritorni dell'obbligazionario (siamo in una fase in cui il repricing c'è già stato), ma la gestione della volatilità, perché chiamare il bottom sul mercato, non solo sull'obbligazionario, ma in qualsiasi asset class, è mission impossible. Quindi, di sicuro un'idea di accumulo, in questa fase di elevata volatilità, è una strategia vincente: ci sono più livelli ai quali considerare l'acquisto piuttosto che la vendita. Bisogna, però, un po' allungare l'orizzonte temporale, perché da qui alla fine dell'anno è difficile immaginare, a meno di sorprese consistenti, che ci sia un margine di restringimento importante degli spread o un rally dei tassi. Tuttavia, è pensa-

bile che nel 2023 l'asset class obbligazionaria riesca a recuperare una buona parte dei ritorni negativi registrati nel 2022. Va anche ricordato che, in aggregato, l'esposizione ai bond è stata significativamente ridotta dagli investitori, soprattutto nei segmenti più rischiosi. Per quanto riguarda, invece, l'outlook del break even inflation, ovvero il differenziale tra reale e nominale, è un po' più difficile da delineare, perché, nonostante l'inflazione sia a livelli molto alti, ci sono tutti gli elementi per pensare che, almeno per quanto riguarda il dato headline dei prezzi al consumo, si vada verso una discesa. Inoltre, le banche centrali super-hawkish e la flessione delle materie prime, per le aspettative di rallentamento globale, sono fattori negativi per i titoli indicizzati all'inflazione. Un'ultima considerazione che vorrei fare è sul mercato obbligazionario italiano, dove si è assistito a un'importante repricing, forse più come rischio sistematico questa volta per l'Europa nel suo complesso. Come tipicamente succede quando gli investitori internazionali diventano negativi sul sud Europa, la prima cosa che fanno è vendere l'euro e i Btp, anche per la presenza di un Btp future liquido. Comunque, gli attuali 230 bp di spread, ricordando che a 250 c'era stato il famoso meeting della Bce sullo scudo antispread, probabilmente, anche in questo caso, costituiscono un livello in cui cominciare l'accumulo, piuttosto che la riduzione del rischio».

**Davide Renzulli:** «Dato il periodo di transizione, siamo in una fase in cui stiamo costruendo la nostra asset allocation in



ambito obbligazionario per i mesi a venire sulla base dei movimenti di politica monetaria. All'inizio dell'anno, eravamo abbastanza scarichi dell'asset class, alla luce di considerazioni di premio al rischio, ed eravamo sottopesati sul debito governativo. Oggi, visti i livelli più alti dei rendimenti, siamo tornati a incrementare le posizioni in modo costruttivo, soprattutto sulla parte americana e su quella inglese, mentre siamo un po' più corti in termini di spread duration sulla parte legata al Bund. Siamo invece negativi sul Giappone. Sulla componente a spread, cioè il debito corporate, Ig e Hy, abbiamo mantenuto un'esposizione in entrambe le asset class, quanto meno fino al secondo trimestre, per poi, nel terzo trimestre, abbandonare un po' l'Hy per incrementare leggermente l'Ig europeo. Ciò perché, se andiamo a vedere lo scostamento in termini di spread dalle medie storiche, mentre l'high yield potrebbe subire variazioni (soprattutto in caso di brusco rallentamento dell'economia), l'Ig offrirebbe maggiore stabilità e quindi è più interessante. In termini di duration, chiaramente abbiamo iniziato l'anno con un'esposizione estremamente corta, in alcuni portafogli sotto i due anni, per poi aumentare un po' la sensibilità nell'attuale fase di mercato. Anche in termini di spread duration abbiamo incrementato

qualcosa, ma non siamo ancora ai livelli che di solito rappresentano la neutralità all'interno del nostro portafoglio. A livello settoriale, puntiamo su quei segmenti che ci possono permettere di tenere bassa la volatilità, perché è vero che ci sono interessanti rendimenti, ma bisogna sempre mantenersi fedeli ai parametri di rischio/rendimento delle strategie che si gestiscono: ci sono portafogli che possono essere più generosi in termini di volatilità, altri un po' meno. In senso generale, comunque, tendiamo a mantenere un livello di duration abbastanza contenuto e a detenere settori difensivi, come le utility o le telecom, che ci permettono di contenere la volatilità».

### **Quindi restate più legati all'Ig piuttosto che all'Hy per preoccupazioni su un rallentamento economico?**

**Davide Renzulli:** «Sicuramente sì. In termini di rischio, non dimentichiamo che la parte Hy è più sensibile ai movimenti dei tassi di interesse. Soprattutto, ci sono alte probabilità di un brusco rallentamento dell'economia e, addirittura, c'è chi teme la recessione: perciò abbiamo preferito alleggerire un po' gli high yield in favore di una componente europea Ig. Ci tengo a rimarcare ancora che, nelle nostre

decisioni di allocazione dei portafogli è sempre comunque il premio al rischio che determina la decisione di esposizione a un'asset class rispetto a un'altra».

**Cosimo Marasciulo:** «Condivido la linea del collega. Non ci aspettiamo che il default rate implicito sull'investment grade raggiunga un livello storicamente elevato, per cui la preferenza va a questa asset class, dove la componente tasso è più importante e le nostre attese sono per una stabilizzazione di quest'ultima. Gli Hy all'attuale livello prezzano una recessione moderata. La Bce ha una stima di crescita dello 0,9% per il 2023, mentre noi abbiamo uno 0,3%, ma i rischi sono verso il downside. Il mercato high yield incorpora una recessione lieve, appena sotto lo zero, ma non certo, se dovessimo avere una recessione marcata, tipo -4%. Questo, però, non è lo scenario che ci attendiamo. Un elemento da considerare, che potrebbe ridurre il rischio di una profonda recessione nel Vecchio continente, è rappresentato dalle discussioni per realizzare un energy plan europeo. Se fino a non molto tempo fa avevamo visto i paesi muoversi in maniera indipendente, è presumibile supporre che, come accaduto durante la pandemia, emerga una maggiore coesione, tale da condurre a un accordo a livello europeo, come sembra stia avvenendo. Questa risposta sarebbe il modo migliore per reagire, in modo unitario e solidale, alle minacce russe e rendere ancora più potenti le sanzioni. Inoltre, come abbiamo visto con il Next generation Eu, si tratta di misure che sono rassicuranti per l'investitore. E non dimentichiamo che l'infrastruttura, in termini di capacità dell'Ue di finanziarsi sui mercati obbligazionari, così come è successo per il Next generation Eu, c'è già. Quindi, in qualche modo, qualsiasi pacchetto fiscale di supporto, come un cap su prezzo del gas, potrebbe essere finanziato attraverso le modalità già esistenti, che, tutto sommato registrano un grande successo da parte degli investitori».

**Massimiliano Maxia:** «La nostra posizione sui corporate è ancora improntata a un approccio conservativo. Abbiamo cominciato, come argomentato in precedenza, ad accumulare posizioni su certi livelli di rendimento sui titoli di stato dei paesi core e anche sui corporate Ig, dove, tutto sommato, gli spread sono rimasti abbastanza stabili e potrebbero seguire tendenzialmente l'anda-

mento dei tassi della componente governativa. Certamente, ogni decisione va contestualizzata in base all'allocazione all'interno del portafoglio, ma è indubbio che ci siano opportunità molto interessanti anche tra gli Hy, perché, come menzionato, un 9% di rendimento a scadenza ne può giustificare l'investimento. Tuttavia, è necessario selezionare titoli che possano continuare a sopravvivere in un contesto difficile come quello in cui ci troviamo e vagliare le singole situazioni. Inoltre, credo che il mondo corporate sia in una condizione migliore rispetto a qualche tempo fa, perché si parte da un costo del debito generalmente molto più basso di quanto non fosse in passato. Ciò significa che, se ci fosse una recessione severa, i tassi di default aumenterebbero rispetto ai livelli molto bassi degli ultimi anni, ma è altrettanto vero che per molte società sarebbe un problema minore continuare a rifinanziarsi, perché i tassi di interesse stanno salendo, ma non siamo ai livelli di 10 anni fa. Credo che teoricamente, nella situazione attuale, il mondo corporate dovrebbe reagire meglio anche a una situazione di rallentamento significativo dell'economia. Ma, ovviamente, e lo reitero, si tratta di esaminare azienda per azienda».

**Marasciulo:** «Vorrei aggiungere una riflessione ulteriore, in merito a quest'ultimo aspetto, citando il caso del settore bancario. Molto spesso una delle domande più frequenti è come mai, rispetto a eventi quali la riduzione di liquidità che abbiamo visto nel sistema, una guerra nel cuore dell'Europa e i prezzi dell'energia così elevati, tutto sommato non si è materializzato un rischio sistematico? La risposta va ricercata nella salute del sistema finanziario. Dopo crisi molteplici che abbiamo visto negli ultimi lustri, la capitalizzazione delle banche è tale da permettere alle stesse di smussare gli incrementi di volatilità cui abbiamo assistito. Ciò dovrebbe funzionare come potenziale limite di volatilità anche nel caso di una recessione, che nell'attuale situazione sarebbe guidata top down dai policymaker, ovvero dalle stesse banche centrali».

## Quali sono le ricadute dei tassi in Europa, dove si devono finanziare i piani legati a Next Generation Eu e la transizione energetica?

**Cosimo Marasciulo:** «Le banche centrali sono tra l'incudine e il martello: da una parte

c'è il timore inflativo, dall'altra la necessità dei vari stati, non solo l'Italia, di finanziare stock di debito, dopo la crisi post Covid, che rimarranno su livelli alti. In più, c'è la transizione energetica e il cap sui prezzi del gas, che non sono questioni che si risolveranno alla fine del prossimo inverno. E tutto ciò manterrà vivo il tema del rifinanziamento del debito. Questa potrebbe essere una ragione, e chiaramente non ce lo diranno mai, per la quale le banche centrali hanno deciso di aumentare adesso i tassi repentinamente per evitare di doverli incrementare in un secondo momento. Lo scopo è cercare di uccidere lo shock inflativo sul nascere e poi permettere ai diversi paesi di finanziarsi su livelli di tassi storicamente bassi. C'è un altro tema importante di cui forse non si parla più tanto, ovvero dell'impatto dell'inflazione sullo stock di debito, mentre in un periodo di deflazione spesso si argomentava che quest'ultima penalizzava i paesi con elevato debito. Ora, va ricordato, in tutte le analisi di sostenibilità del debito pubblico l'inflazione è giudicata un elemento positivo, perché riduce il costo reale di finanziamento. A parità di consumi (banalmente con l'Iva), si hanno entrate fiscali più alte. Questo è un punto importante, perché la sostenibilità di un paese migliora in un contesto di inflazione più alta rispetto a uno di deflazione. Di ciò si parla poco, perché il mercato tende a essere monotematico. Sia ben chiaro, non voglio dare l'idea che l'inflazione sia un fatto positivo, perché sta impattando in termini di reddito disponibile in tutte le diverse economie ed è una tassa soprattutto per le classi sociali più deboli. Inoltre, ha un impatto sulla crescita fortemente negativo, soprattutto su chi ha meno disponibilità economiche, ed erode il tasso di risparmio. Quindi, i fattori negativi sono ben chiari, ma c'è questo aspetto dell'inflazione dal punto di vista di chi deve finanziare uno stock di debito alto che è marginalmente positivo».

**Davide Renzulli:** «Penso che la fase di rialzo dei tassi in questo momento certamente non è giudicata in termini positivi dal punto di vista della crescita economica, perché non favorisce un tessuto che, soprattutto in Europa, è già abbastanza debole. In aggiunta, c'è un conflitto bellico che nel breve non aiuterà a calmierare l'inflazione e non farà demordere la Bce dal portare avanti una politica monetaria abbastanza aggressiva. Chiaramente, sono in atto i vari piani di stimolo dal punto di vista fiscale, che sono partiti già prima del 2022, e gli effetti dei quali dovranno riflettersi sul tes-

suto macro. È una situazione molto difficile, in cui però si può vedere, anche in questo caso, il bicchiere mezzo pieno: un livello di inflazione alto porta maggiore aiuto alle casse dello stato, che altrimenti avrebbe avuto grandi difficoltà a gestire una situazione contingente abbastanza difficile».

**Massimiliano Maxia:** «Il livello dei tassi per i grandi progetti europei non è ancora un problema. Però, probabilmente, avremo interessi più alti per un periodo più lungo e per alcuni paesi questo fatto potrebbe diventare a tendere una difficoltà. Ad agosto, i mercati finanziari hanno rimbalzato per l'aspettativa che le banche centrali fossero prossime a indicare il tasso terminale, ma poi c'è stata la riunione di Jackson Hole dalla quale è emerso chiaro il messaggio che un cambiamento di politica monetaria sarà possibile solo di fronte a chiare evidenze dell'inversione di trend dell'inflazione. Per il momento, non ci sono segnali che vanno in questa direzione. E avere un conflitto alle porte non aiuta, come non aiuta che la transizione energetica sia un processo costoso e lungo che non si risolve nel giro di qualche mese. Si può dire o pensare ciò che si vuole sulla Russia, ma era un fornitore tutto sommato abbastanza affidabile. Non so se i paesi ai quali ci si rivolgerà nel corso dei prossimi mesi per soddisfare il fabbisogno energetico possano esserlo altrettanto e questo fatto potrebbe diventare un serio problema per l'Europa. Quindi, in questo momento, non incide tanto il rialzo dei tassi sulla capacità di rifinanziamento del Tesoro dei rispettivi paesi: a dimostrazione di ciò basterebbe considerare il successo del Btp green 2035-2036. L'emissione è andata bene perché dava un rendimento pari a Btp +100. È chiaro, però, che se il costo medio del debito per l'Italia e per gli altri paesi europei più fragili salisse in maniera significativa, a medio termine si potrebbe presentare un problema non indifferente. Ciononostante, dal punto di vista della percezione dei mercati finanziari, maggiore attenzione sarà posta sulle modalità con cui i soldi del Next generation Eu verranno spesi e ciò vale soprattutto per un paese come l'Italia. Solo un'ultima riflessione sull'andamento dell'inflazione e dei tassi di interesse. Durante la repressione finanziaria, le banche centrali con le loro politiche ultra espansive avevano tra gli obiettivi quello di creare inflazione. Ora che si è materializzata, a mio parere, sarà difficile tenerla e penso che si arriverà a un punto in



cui le banche centrali ammetteranno di non riuscire a farlo. In tale circostanza, mi aspetto che i tassi di interesse smettano di aumentare».

## Il complesso quadro macro globale e la geopolitica quanto pesano sui mercati emergenti?

**Massimiliano Maxia:** «Certamente questi elementi hanno avuto un peso nella valutazione dell'asset class emerging market nel corso del 2022, anche se i fattori geopolitici possono pesare meno di quanto sembra: il biglietto verde che si è rafforzato e i rendimenti che sono saliti nell'area dollaro rappresentano le condizioni peggiori per investire negli Em, perché, quando c'è il Treasury americano vicino al 4%, non si vede perché si debba andare a investire nei mercati emergenti. Forse oggi il 2 anni Usa al 4% è l'opportunità più interessante che ci possa essere, ancora meglio dell'Hy a breve termine al 9%, e non comporta alcun tipo di rischio. Credo, quindi, che per questa parte del 2022 i mercati emergenti non possano rappresentare in termini relativi una grandissima opportunità, ma potrebbero diventare un tema di investimento per il 2023, quando i rendimenti dovrebbero scendere a partire soprattutto dagli Usa e più in generale a livello globale. Nel breve periodo, ci piace soprattutto la parte asiatica e, in par-

te, anche la Cina, nonostante sia in una situazione particolarmente delicata, soprattutto per l'impatto delle politiche di contenimento del Covid sull'economia. Guardiamo con interesse, sia sul lato azionario, sia su quello obbligazionario, alle aree geografiche dove le dinamiche sono completamente decorrelate da ciò che vediamo nei mercati occidentali, cioè inflazione che sale e politiche monetarie restrittive. I mercati emergenti, comunque, sono sempre da valutare caso per caso: è un'asset class molto complessa che può offrire opportunità molto interessanti, ma anche condizioni estremamente penalizzanti».

**Davide Renzulli:** «Anche noi non ci discostiamo molto dalla view del collega: è sempre un problema, in termini relativi, di premio al rischio. Con un mondo occidentale che è tornato a offrire rendimenti che talora sono uguali o, in alcuni casi, addirittura più alti di quelli Em, con un merito creditizio superiore, chiaramente non ha molto senso cercare opportunità altrove. Pertanto, il nostro è ancora un approccio di cautela verso gli emergenti. Per trovare rendimento bisognerebbe spostarsi sul segmento Hy e quello asiatico offre spread oggi più alti rispetto al mondo occidentale, ma è sempre una questione di livello di risk premium che, per il momento, non depone a favore degli emerging. Perciò, finché avremo una situazione con il dollaro

forte e i tassi americani alti, penso che gli Em tenderanno a essere sottopesati dalla stragrande maggioranza di chi fa asset allocation. Dopotutto, anche la componente corporate è abbastanza schiacciata sugli spread di quelli europei e diventa quindi difficile giustificare l'investimento su un emittente asiatico che tratta a uno spread di 220 punti base, quando una simile alternativa può essere trovata anche nei mercati del Vecchio continente».

**Cosimo Marasciulo:** «Aggiungerei qualche tema alle considerazioni sinora fatte. Innanzitutto, dopo il grosso deleverage avvenuto nel settore immobiliare, in Cina si è di fronte alla possibilità che, sia le politiche fiscali, sia quelle monetarie, siano a sostegno della crescita. In secondo luogo, direi che i fattori politici rimarranno comunque importanti. Chi opera sugli emerging market è già abituato a monitorarne le dinamiche domestiche, ma ora dovrà prestare più attenzione a quelle globali, alle relazioni tra i diversi paesi: tra Usa e Cina, tra Usa e Russia, tra Europa e Russia. In altre parole si dovrà fare i conti con un rischio politico, che è sempre molto difficile da quantificare. Infine, sempre per restare in tema, vorrei menzionare la nostra view positiva sul Brasile che è prossimo alle elezioni, dalle quali non ci aspettiamo cambiamenti radicali di politica fiscale, indipendentemente da chi vincerà».

TASSI DI INTERESSE IN AUMENTO | INFLAZIONE | VOLATILITÀ ELEVATA

## In questo contesto, la flessibilità ha i suoi vantaggi

Il TCW Unconstrained Bond Fund ha la flessibilità per regolare la duration e l'allocazione settoriale al fine di proteggere il capitale degli investitori in uno scenario di aumento dei tassi o allargamento degli spread sul credito. Con un approccio fortemente attivo, il Comparto è pensato per sfruttare le distorsioni di mercato e offrire rendimenti assoluti elevati.

### TCW Unconstrained Bond Fund

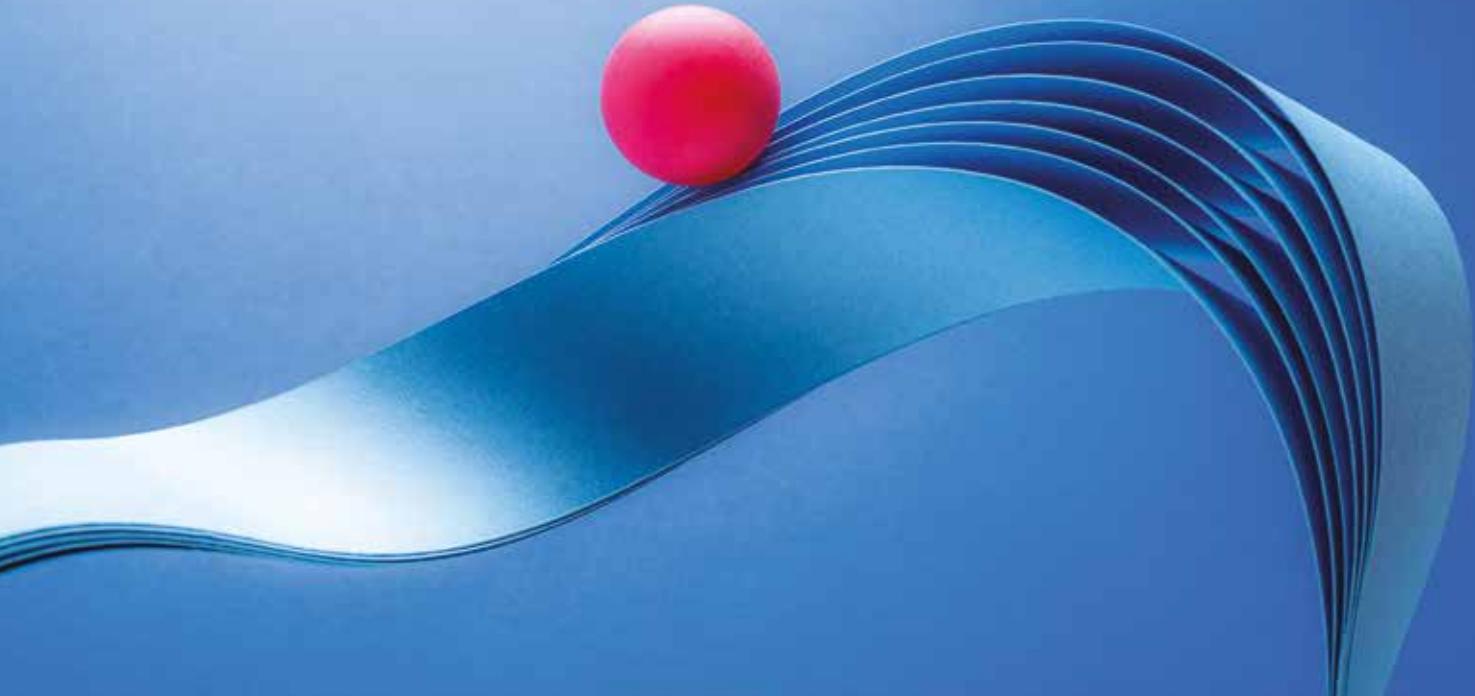
IU: USD

ISIN: LU1109965431

### TCW Unconstrained Bond Fund

IEHE: EUR

ISIN: LU1377852261



Un Comparto di TCW Funds, un OICVM domiciliato in Lussemburgo

Queste informazioni sono emesse da TCW Funds (il "Fondo"). Non è diretto a, né destinato alla distribuzione o all'uso da parte di, persone o entità che siano cittadini o residenti di, o domiciliati in, qualsiasi località, Stato, paese o giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzo siano contrari a leggi o regolamenti. Solo le versioni più recenti del prospetto, dei documenti contenenti le informazioni chiave per gli investitori, dello statuto e delle (eventuali) relazioni annuali e semestrali del Fondo potranno costituire una base affidabile per ogni decisione di investimento. Questi documenti e altre informazioni relative al Fondo sono gratuitamente disponibili su [www.fundsquare.net](http://www.fundsquare.net) e [www.TCW.com](http://www.TCW.com), o presso il seguente indirizzo: TCW Funds, 3, rue Jean Piret, L-2350, Lussemburgo. Il Fondo è stato istituito ai sensi delle leggi del Granducato del Lussemburgo.

Le informazioni e i dati presentati in questo documento non devono essere considerati come un'offerta o una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di titoli o strumenti finanziari. Le informazioni, opinioni e stime contenute nel presente documento riflettono un'opinione formulata alla data originaria di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso. Il fondo non ha assunto alcuna iniziativa volta ad assicurarsi che i titoli cui viene fatto riferimento nel presente documento siano idonei a specifici investitori e l'utilizzo del presente documento non potrà quindi sostituirsi all'esercizio indipendente della capacità di giudizio. Il trattamento fiscale dipende dalle specifica situazione di ciascun investitore e potrà essere soggetto a future modifiche. Prima di assumere qualsiasi decisione di investimento, si raccomanda agli investitori di verificare l'idoneità dell'investimento in funzione delle conoscenze e competenze



FOCUS BOND

I DIBATTITI DI FONDI&SICAV

# Mercato in difficoltà, ma le obbligazioni tornano interessanti



**RUBEN HOVHANNISYAN**  
**associate generalist**  
**portfolio manager**  
**fixed income group**  
**Tcw**

**TCW**

I mercati obbligazionari sono indubbiamente in crisi con il pesante rialzo dei tassi da parte delle banche centrali, ma i bond stanno tornando interessanti. Questa apparente contraddizione è dovuta al fatto che gli attuali consistenti ritocchi verso l'alto sono tesi ad abbassare l'inflazione e, una volta raggiunto tale l'obiettivo, si assisterà a una normalizzazione, o quasi. In compenso, chi avrà acquistato oggi bond, si troverà in mano titoli che avranno accumulato valore. In pratica, il fatto che i governatori di mezzo mondo abbiano rivisto con forza i loro saggi di interesse ha reso di nuovo investibile l'asset class obbligazionaria. Non soltanto, ma l'avere spazzato via anomalie come i tassi negativi, comporterà che la ricerca di total return da parte dei money manager non sarà più concentrata sulle plusvalenze, ma sui rendimenti, come è giusto che sia in un mercato del reddito fisso normale.

Di questi argomenti hanno discusso **Ruben Hovhannisyan**, associate generalist portfolio manager fixed income group di **Tcw**, **David Riley**, chief investment strategist di **BlueBay Asset Management**, e

**Adriano Nelli**, executive vice president e head of global wealth management Italy di **Pimco**.

**Dopo diversi anni di tassi a zero o negativi, si è assistito a un'inversione di tendenza. Quali sono le conseguenze per l'asset class obbligazionaria anche in termini di correlazione con quella azionaria?**

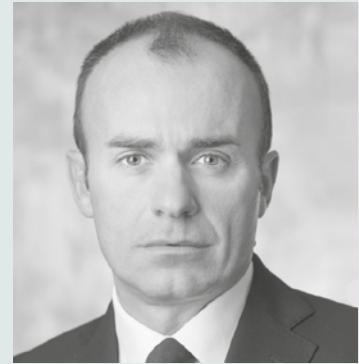
**Ruben Hovhannisyan:** «Riteniamo che il 2022 sia stato un anno di cambio di regime per le banche centrali, dopo che per oltre un decennio avevano potuto mantenere politiche monetarie più morbide, senza doversi necessariamente preoccupare dell'inflazione. Chiaramente, nel 2022 tutto è cambiato, e ora gli istituti di emissione stanno apertamente ammettendo che saranno restrittivi oltre il tasso neutrale e sacrificheranno la crescita per frenare i prezzi al consumo. Il risultato, dopo anni di tassi artificialmente bassi, è che le obbligazioni sono tornate interessanti, con i rendimenti più alti del decennio, sia in termi-

ni nominali, sia reali. Anche gli spread product sono diventati più meritevoli di attenzione in generale, con alcuni segmenti dei mercati del reddito fisso che scambiano a livelli pari o prossimi a quelli del marzo 2020. In merito alle correlazioni, dato il rapido e severo inasprimento delle condizioni finanziarie, abbiamo assistito a una massiccia svalutazione dei mercati in tutte le classi di attività (a eccezione delle materie prime), con tutte le correlazioni che si avvicinano a 1. Riteniamo che da ora in avanti ulteriori aumenti dei tassi saranno probabilmente seguiti da una reazione negativa dei prezzi delle azioni nel breve termine. Detto ciò, in prospettiva, i rendimenti obbligazionari più elevati forniranno certamente un maggiore cuscinetto sul fronte opposto, rispetto alla politica delle banche centrali, ad esempio quando queste ultime inizieranno a ridurre i tassi per fornire stimoli monetari. Pertanto, riteniamo che i prezzi delle obbligazioni e delle azioni avranno una correlazione positiva nel breve periodo, finché le banche centrali continueranno a inasprire la politica monetaria, ma in seguito mostreranno una sostanziale correlazione negativa».

**David Riley:** «L'era della "bassa inflazione", caratterizzata da tassi di interesse negativi, "Qe infinito" e bassa volatilità, è finita. Il passaggio a tassi d'interesse molto più elevati è stato brutale per gli investitori, che hanno pochi luoghi dove rifugiarsi. La consueta correlazione negativa tra obbligazioni e azioni, che è alla base del tradizionale portafoglio obbligazionario/azionario 60/40, è venuta

meno in un contesto di inflazione elevata e crescente. I bond hanno risentito dell'aumento dei tassi, perché le banche centrali hanno reagito tardivamente all'impennata dell'inflazione, mentre le azioni sono scese a causa dell'aumento del tasso di sconto sui flussi di cassa futuri e del rallentamento della crescita. La buona notizia per gli investitori è che il mercato ribassista delle obbligazioni ha bandito il debito a rendimento negativo, ha riportato rendimenti nel reddito fisso e ha creato sacche di valore nel credito. La cattiva notizia è che l'inflazione non è ancora domata. La sfida per gli investitori è sfruttare le opportunità offerte dalla divergenza e dalla dispersione nel fixed income globale, nonché le sacche di valore assoluto nel credito».

**Adriano Nelli:** «Ci attendiamo il riaffermarsi di correlazioni negative più normali fra le obbligazioni di alta qualità e le azioni nell'orizzonte ciclico. Inoltre, i maggiori rendimenti offerti sui mercati obbligazionari attualmente potrebbero contribuire a remunerare coloro che scelgono di attendere che passi questo periodo di incertezza e di volatilità potenzialmente più elevata. Certo, se l'inflazione dovesse essere più persistente di quanto ci aspettiamo, le banche centrali potrebbero es-



**ADRIANO NELLI**  
**executive vice president**  
**e head of global**  
**wealth management Italy**  
**Pimco**

**P I M C O**

sere costrette a rialzare i tassi più di quanto non sia attualmente previsto, e, se le recessioni dovessero essere poco profonde come ci aspettiamo, i responsabili delle politiche potrebbero essere lenti a tagliare i tassi per stimolare la crescita, dato l'elevato livello di inflazione di partenza. È probabile che la "put" delle banche centrali sia più "out of the

**DAVID RILEY**  
**chief investment strategist**  
**BlueBay Asset Management**

 **RBC BlueBay**  
**Asset Management**

A portrait of David Riley, a middle-aged man with short hair, wearing a dark suit, white shirt, and tie. Below the portrait is his name and title, followed by the RBC BlueBay Asset Management logo and name.

money" rispetto all'ultimo decennio o due, il che significa che sembra più rischioso del solito supporre che le banche centrali adotteranno la politica monetaria per supportare mercati in difficoltà. L'ottica di lungo termine dovrebbe aiutare gli investitori a mantenere la rotta nelle fasi di incertezza. Tuttavia, un chiaro cambiamento nella traiettoria dell'inflazione potrebbe certamente tradursi in un brusco cambiamento verso i timori per la crescita e la stabilità del mercato. Se da un lato ci aspettiamo che il modello più normale di azioni e obbligazioni che si muovono in direzioni diverse si ristabilisca gradualmente, dall'altro vediamo il rischio particolare che, in caso di maggiori dislocazioni macro/mercato, ciò possa verificarsi in modo improvviso».

### **Quali sono le strategie da implementare in un portafoglio obbligazionario per contenere l'impatto negativo di un'inflazione le cui dinamiche non sono di facile interpretazione?**

**Ruben Hovhannisyan:** «È inutile dire che l'inflazione solitamente non è amica degli obbligazionisti e che, al di fuori dei Tips e delle obbligazioni a tasso variabile, non ci sono molti segmenti nel panorama del reddito fisso per proteggersi. Detto ciò, una gran parte dei danni dell'inflazione è già prezzata

nel mercato obbligazionario, sia in termini di tassi più elevati, sia di spread settoriali, e, quindi, un investitore dovrebbe essere in grado di ottenere un carry interessante che compenserà l'impatto erosivo dell'inflazione e genererà un buon rendimento totale nei prossimi uno-tre anni, quando le valutazioni torneranno ai livelli storici. Occorre, però, che sia disciplinato e sia disposto ad ampliare il proprio risk budget scalando verso classi di attività flessibili, come le obbligazioni cartolarizzate a tasso variabile con struttura di capitale superiore (Clo AAA/AA, Rmbs non-agency) e le obbligazioni a tasso fisso che vengono scambiate a spread storicamente ampi (Rmbs agency, alcune aree del mercato delle obbligazioni societarie)».

**David Riley:** «L'eredità inflazionistica della pandemia di Covid e l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia hanno lasciato le banche centrali in un ritardo, rispetto alla curva, che stanno cercando di recuperare, mentre gli investitori si trovano ad affrontare una straordinaria volatilità dei mercati finanziari. Il percorso dell'inflazione rimane altamente incerto e ritengo che ci troviamo in un nuovo regime di investimenti contraddistinto da una maggiore volatilità macroeconomica e di mercato. In questo nuovo paradigma, caratterizzato da un'inflazione elevata e incerta, molti investitori obbligazionari stanno sce-

gliendo di adottare strategie più flessibili, non vincolate dai tradizionali benchmark del reddito fisso limitati a specifici mercati geografici. Gli spostamenti delle curve dei rendimenti obbligazionari, le divergenze tra i mercati per quanto riguarda il ritmo e il picco dei tassi d'interesse delle banche centrali, i guadagni derivanti dalle coperture valutarie e la capacità di andare corti di duration consentono alle strategie d'investimento attive di generare rendimenti positivi anche in un contesto di inflazione elevata e di tassi d'interesse in aumento. In alcuni mercati, il rendimento reale delle obbligazioni indicizzate all'inflazione è ora positivo, poiché i rendimenti nominali sono saliti al di sopra delle aspettative di inflazione a medio termine. Anche le obbligazioni direttamente collegate all'inflazione o ad attività reali, come il debito di società o di paesi produttori di materie prime, possono proteggere i portafogli degli investitori da un'inflazione più elevata».

**Adriano Nelli:** «Riguardo agli attivi a spread, punteremo all'equilibrio fra la cautela sul breve termine, nell'attuale contesto di incertezza e rischi di recessione, e la focalizzazione di lungo termine su attivi di alta qualità resilienti. Questi ultimi potrebbero andare incontro a un ulteriore allargamento degli spread, ma crediamo che il loro default sia altamente improbabile. Tale comparto com-





prende una gamma di prodotti strutturati di alta qualità, debito investment grade di alta qualità, titoli finanziari di alta qualità e anche alcuni titoli high yield nel credito che riteniamo presentino sufficiente resilienza di bilancio per superare un ventaglio di esiti economici avversi. Prevediamo un sottopeso sul credito societario generico. Ci impegheremo a evitare le aree dei mercati del credito che sono molto sensibili al ciclo economico. Tra esse rientrano le esposizioni più deboli alle obbligazioni societarie dei mercati emergenti, i prestiti bancari a più basso rating e i segmenti del mercato del credito privato, dove probabilmente i mutuatari di minore qualità dovranno affrontare l'impatto diretto dei tassi ufficiali delle banche centrali più alti, tramite costi di servizio del debito più elevati, che probabilmente saranno accompagnati dal deterioramento degli utili. Nonostante questo difficile scenario, la nostra previsione di base è per una recessione relativamente poco profonda nei principali mercati sviluppati dato che 1) i bilanci di famiglie e settori privati sono rimasti, in media, solidi, 2) i vincoli di debito diventano meno vincolanti negli ambienti inflazionistici e 3) fino a oggi, il rapido inasprimento delle condizioni finanziarie non si è ancora tradotto in ampie tensioni nei mercati dei finanziamenti bancari. Tuttavia, il recente inasprimento delle condizioni finanziarie globali, a seguito degli annunci di misure fiscali nel Regno Unito, funge da promemoria sui legami che esistono fra economie reali e mercati finanziari e sui rischi di un incidente sui mercati finanziari che possa determinare una recessione più severa nei principali

mercati sviluppati. Crediamo che la prevista volatilità nell'economia reale e sui mercati finanziari porterà opportunità incredibilmente appetibili per gli investitori dotati di pazienza e capitale fresco. Il divario fra mercati pubblici e privati nelle valutazioni degli attivi resta estremo, ma con il conformarsi dei mercati privati e il palesarsi di difficoltà nello spazio del credito societario e in quello immobiliare dovrebbero emergere opportunità di generare potenzialmente rendimenti di grande valore. Questa è una delle nostre view a più alta convinzione».

### **Quali sono le ricadute dei tassi in rialzo in un contesto, come quello europeo, dove si devono finanziare i piani legati a Next Generation Eu e la transizione energetica?**

**Ruben Hovhannisyan:** «L'impatto a breve termine è negativo, perché l'aumento dei tassi comporterà un incremento dei costi di finanziamento per questi progetti. Inoltre, il rialzo dei tassi avrà anche un effetto negativo di secondo ordine, a causa della contrazione dell'economia, della minore capacità industriale e della crescita della disoccupazione. L'impatto a lungo termine dipende dal fatto che ci troviamo in un contesto di tassi più elevati e duraturi e riteniamo che il consistente aumento del debito globale negli ultimi 10-15 anni renderà molto difficile per le banche centrali mantenere i saggi di interesse significativamente più alti più a lungo. A soli nove mesi dall'inizio del ciclo di rialzi e con altri ritocchi verso l'alto dell'1-1,5% previsti nei principali

mercati dei tassi, vediamo già dislocazioni di mercato che potrebbero mettere in difficoltà le banche centrali, nonostante la loro volontà di fare "tutto il necessario" per domare l'inflazione. Proprio la scorsa settimana la Banca d'Inghilterra è stata costretta a rinviare il Qt e, di fatto, a riavviare un Qe "temporaneo" per arrestare il crollo del mercato dei Gilt e della sterlina. Naturalmente, ciò potrebbe essere liquidato come un problema idiosincratico causato dalle stranezze del processo di copertura delle passività dei fondi pensione britannici, ma tendiamo a pensare che sia l'esempio di ciò che accade quando gli operatori con un'elevata leva finanziaria incontrano tassi nettamente più alti. In Svezia, ad esempio, l'anello più debole potrebbe essere rappresentato dai consumatori con un'ingente leva finanziaria, con il 60% di mutui a tasso variabile, il che potrebbe spiegare la previsione della Riksbank di un tasso terminale più basso del previsto, a causa dell'elevata sensibilità ai tassi d'interesse dovuta all'ampio indebitamento di famiglie e imprese. E non dimentichiamo che oltre l'85% dei Clo warehouse negli Stati Uniti è attualmente in essere da oltre tre mesi, ovvero circa il doppio rispetto a un anno fa. Inoltre, le emissioni societarie ad alto rendimento negli Usa sono scese di circa l'80% rispetto all'anno scorso e, di fatto, sono le più basse emissioni high yield dell'ultimo anno, a partire dalla crisi finanziaria globale. Tuttavia, se i tassi più elevati saranno mantenuti, riteniamo che l'impatto a lungo termine sulle economie europee dipenderà dalla volontà e dal capitale politico a disposizione dell'Ue per gestire le difficoltà a breve termine allo scopo di ristrutturare l'economia.



Se l'Ue consentirà ai tassi più elevati di "fluire" attraverso l'economia e di ripulirla dalle aziende zombie, dalle imprese marginalmente produttive e dalle famiglie sovraindebite, l'economia dell'Ue potrebbe diventare molto più forte, produttiva e competitiva dopo un certo numero di anni faticosi. Se, invece, l'Unione Europea continuerà a rimandare questa questione, contenendo e nazionalizzando le perdite, allora la giapponesizzazione sarà quasi inevitabile».

**David Riley:** «Il rialzo dei tassi di interesse ha aumentato il costo della raccolta di fondi sui mercati europei dei capitali per finanziare il fondo di rilancio Next Generation Eu. Ma rimane un approccio paneuropeo a basso costo per finanziare la transizione verso un'economia a zero emissioni di carbonio. Più che l'incremento dei tassi di interesse, per il successo o meno del Ngeu è fondamentale la sua effettiva attuazione a livello nazionale e le riforme che verranno messe in campo per promuovere una maggiore efficienza energetica e nuovi investimenti nelle tecnologie verdi».

**Adriano Nelli:** «L'aumento della disoccupazione e un'inflazione ostinatamente al di sopra dei target sono una combinazione che ha messo le banche centrali in una po-

sizione difficile. Tuttavia, in generale, le loro azioni a oggi indicano la loro completa concentrazione sulla lotta all'inflazione. Il rischio che un'inflazione più elevata contribuisca ad aspettative di inflazione al rialzo e così via, appare più acuto nel contesto di tendenze inflazionistiche più diffuse rispetto ai soli effetti degli shock sul lato dell'offerta legati alla pandemia. E con l'estendersi dell'inflazione è molto meno chiaro se l'inflazione si modererà da sé senza dover operare ulteriore stretta monetaria per portare i tassi di interesse reali al di sopra dei livelli del tasso neutrale. A oggi, i tassi di interesse reali sono rimasti bassi, nonostante il generale inasprimento delle condizioni finanziarie, il che lascia presagire ulteriori aumenti dei tassi nominali. La Banca Centrale Europea (Bce), probabilmente, è l'istituto che è alle prese con l'equilibrio più difficile fra occupazione e inflazione, sebbene il suo mandato ufficiale riguardi la sola stabilità dei prezzi. Tra le principali economie, l'Eurozona è quella più colpita dalle conseguenze della guerra in Ucraina e delle sanzioni nei confronti della Russia ed è probabilmente quella che andrà incontro alla maggiore contrazione del Pil. Tuttavia, poiché le sanzioni occidentali (e le interruzioni delle forniture energetiche russe) verosimilmente non verranno rimosse tanto presto, la Bce

probabilmente dovrà posizionare la politica monetaria con uno sguardo rivolto a restringere la domanda a fronte di nuove limitazioni delle forniture. Sicuramente, le stime del tasso di interesse neutrale reale per l'Europa lo collocano ben al di sotto dei tassi di altri mercati sviluppati e suggeriscono che la Bce abbia meno lavoro da fare per passare a una posizione di politica monetaria restrittiva».

## Il complesso quadro macro globale e la geopolitica quanto pesano sui mercati emergenti?

**Ruben Hovhannisyan:** «Pur non essendo esperti di geopolitica, sappiamo che, oltre alle pressioni cui sono sottoposti i mercati sviluppati, gli emergenti generalmente affrontano ostilità aggiuntive dovute alla loro maggiore sensibilità alla crescita economica globale, ai costi di finanziamento in valuta forte e all'apprezzamento del dollaro in generale. Sebbene ciò sia vero per tutti i paesi emergenti, riconosciamo che il mercato è intrinsecamente eterogeneo e questi venti contrari stanno colpendo le varie economie Em con intensità diverse, il che si riflette anche sui loro spread sovrani».

**David Riley:** «Tutti i paesi, e non solo i cosiddetti mercati emergenti, si trovano ad affrontare un contesto geopolitico più difficile e incerto in seguito all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e delle continue tensioni tra Stati Uniti e Cina. Il picco della globalizzazione dei capitali e del commercio è passato e la sfida per alcuni mercati emergenti, comprese le economie di successo dell'Asia, è ridurre la dipendenza dal commercio internazionale e rafforzare i motori interni della crescita e degli investimenti. Il rapido aumento dei tassi d'interesse statunitensi e soprattutto la forza del dollaro sono stati storicamente una fonte di rischio e volatilità per i mercati emergenti. Diverse economie meno sviluppate, spesso definite "mercati di frontiera", si trovano in difficoltà finanziarie a causa dell'aumento del costo dei prestiti internazionali e del prezzo più elevato delle importazioni di energia. Tuttavia, molte delle economie emergenti più grandi hanno ridotto drasticamente la loro dipendenza dai prestiti esteri e le loro banche centrali sono state molto più aggressive delle loro controparti dei mercati sviluppati nel rispondere all'aumento dell'inflazione, proteggendo le loro valute dal rafforzamen-

to del dollaro Usa. A mio avviso, il debito dei mercati emergenti, sia quello locale, sia quello estero, di quei paesi con solidi fondamentali economici, rappresenta un valore per gli investitori».

**Adriano Nelli:** «Quest'anno si sono registrati i peggiori deflussi di fondi dei mercati emergenti mai registrati, secondo Emerging Portfolio Fund Research; gli emergenti rimangono vulnerabili, mentre la Federal Reserve statunitense e altre banche centrali aumentano i tassi di interesse nel tentativo di combattere l'inflazione senza provocare una recessione. Quando le prospettive sull'inflazione e la politica monetaria diventeranno più chiare, i mercati emergenti potrebbero essere pronte a un rialzo. A quel punto, i fondamentali, che valutano il quadro finanziario sottostante e l'affidabilità creditizia di una società o di un paese, possono diventare fattori di differenziazione più importanti. Nel caso dei mercati emergenti, queste differenze possono essere fondamentali per gli investitori, perché i rischi specifici di un Paese possono aumentare più rapidamente e inaspettatamente rispetto a quelli di altri settori legati al credito. La gestione attiva è fondamentale. Un approccio attento alla selezione dei paesi e dei titoli può aiutare a prevenire le perturbazioni come i declassamenti del rating di credito, le turbolenze politiche, i cambiamenti nelle politiche, l'imposizione di controlli sui capitali o i default del debito sovrano. Il nostro quadro di rischio prende in considerazione fattori quali l'inflazione, il Pil, i livelli di debito e deficit, le riserve valutarie, i rischi dei settori delle imprese e bancario e la disponibilità di finanziamenti esterni. Incorporiamo anche fattori qualitativi come la politica, gli scenari elettorali, le rivendicazioni sociali e altre fonti di rischio latente, come disallineamento dei cambi, potenziali passività sovrane implicite e geopolitica».

**Ritiene che, in questa fase così delicata, la credibilità delle banche centrali sia a rischio e, nel caso, quale di queste ritiene abbia il compito più arduo?**

**Ruben Hovhannisan:** «Siamo convinti che l'incapacità di contenere l'inflazione porterà a un'erosione della credibilità delle banche centrali e avrà implicazioni a lungo termine sulla stabilità dei tassi. Pensiamo anche che le loro azioni dimostrino

che ne sono pienamente consapevoli. Negli ultimi 10-15 anni, le banche centrali globali hanno "stampato denaro", in mancanza di un'espressione migliore, senza doversi preoccupare dell'inflazione e assicurando agli operatori di mercato che le loro politiche attentamente calibrate stimolavano la crescita non facendo andare fuori controllo l'inflazione. Ora che l'inflazione sta crescendo sensibilmente, tutti gli occhi sono puntati sulle banche centrali e sulla loro capacità di adempiere al mandato di stabilità dei prezzi. Il mancato adempimento solleverebbe sicuramente molti interrogativi sui "poteri" di questi istituti e porterebbe in prospettiva a una volatilità dei tassi molto più elevata. Tra le banche centrali, quelle europee e britanniche si trovano senza dubbio nella posizione meno invidiabile. Ciò è dovuto al contributo molto più elevato dell'energia all'inflazione, che Bce e Boe non possono ovviamente controllare e che richiede un'espansione fiscale da parte dei governi per contenere l'impatto sui bilanci delle famiglie. Il problema è che l'espansione fiscale è intrinsecamente inflazionistica e richiede tassi ancora più alti, che alla fine causano inevitabilmente "incidenti" come il crollo del mercato dei titoli di stato nel Regno Unito a fine settembre. Le banche centrali dell'Ue e del Regno Unito potrebbero essersi trovate in una spirale viziosa dalla quale è difficile uscire senza conseguenze politiche molto significative».

**David Riley:** «Sebbene l'impennata dei prezzi dell'energia sia responsabile di gran

parte dell'aumento dell'inflazione complessiva, soprattutto in Europa, è anche vero che le banche centrali sono state troppo lente nel rivedere le politiche monetarie straordinariamente permissive attuate durante la pandemia di Covid. Con un'inflazione che ha superato di gran lunga l'obiettivo del 2%, sono state costrette ad alzare i tassi di interesse più rapidamente e ulteriormente per ripristinare le loro credenziali di lotta all'inflazione e impedire che un'inflazione più elevata si radicasse nelle aspettative. Ritengo che la Bce si trovi di fronte a un compito più arduo rispetto alla Federal Reserve, perché si trova ad affrontare prospettive meno favorevoli, sia per la crescita, sia per l'inflazione, ed è in ritardo rispetto alla Fed nell'aumento dei tassi di interesse e nell'inversione del Qe. Il massiccio aumento dei prezzi del gas in Europa e il rischio di carenze energetiche durante l'inverno stanno danneggiando la crescita e facendo salire l'inflazione. Probabilmente, la Banca d'Inghilterra si trova ad affrontare la sfida più grande per la sua credibilità, con l'inflazione più alta del G7 e un nuovo governo impegnato in una "corsa alla crescita" finanziata dal debito. La Fed, al contrario, ha alzato i tassi di interesse a livelli tali da contenere l'inflazione nel medio termine, mentre l'economia continua a generare nuovi posti di lavoro. Tuttavia, non è ancora chiaro se riuscirà a costruire un atterraggio morbido e a evitare la recessione nel 2023».



# È l'ora delle scelte



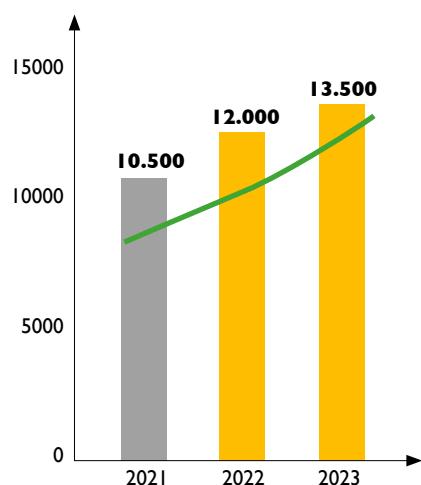
Premessa: i bisogni sono tanti e complessi, le spese per affrontarli ingenti. Riguardano tutti: pubblico e privato. Le aziende e i governi esistono per risolvere i problemi, per fornire servizi e prodotti in corrispondenza dei vari bisogni. Ma come fare quando non vi sono le disponibilità economiche per farvi fronte? Sarà allora fondamentale avere un piano che non sia solo di sopravvivenza, ma soprattutto di crescita sostenibile.

Per stilare un piano occorre, però, sapere scegliere. Per scegliere è necessario decidere e per decidere nel modo migliore, per cogliere le migliori opportunità evitando i maggiori rischi, bisogna potere prevedere quali conseguenze avranno le decisioni prese. Non è facile, ma con i calcoli giusti che forniscono i giusti strumenti si può fare.

## INDIVIDUARE LE PRIORITÀ

Tra i conflitti sociali, le guerre cibernetiche e potenzialmente nucleari, l'esaurimento delle risorse energetiche fossili, le crisi finanziarie di nuova generazione e i disastri antropici ed eso-terrestri, insieme ad altre miriadi di crisi attuali da risolvere e incertezze da inquadrare, occorre individuare le priorità dalle quali iniziare. I segnali di allerta del contesto e delle imprese, grandi o piccole, in difficoltà sono veramente numerosi. Tenendo conto degli impatti del lungo Covid e poi della guerra con le sue conseguenze, il risk-rating complessivo dell'Italia è attualmente D+++ con outlook

## NUMERO DI AZIENDE ITALIANE IN CRISI FINANZIARIA



costante. Migliore del rating europeo nel suo complesso e, in particolare, il trend costante auspica una stabilità e un miglioramento delle condizioni del nostro Paese.

A pesare particolarmente sul risultato del rating, sono:

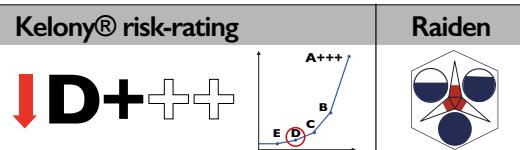
- L'indebolimento socio-economico: una crisi sociale lontana da una soluzione seguita a quella sanitaria ed economica, fatta di inflazione crescente, da non confondere con il semplice aumento dei prezzi, e sofferenze sulle persone e sulle aziende.
- Governance extra finanziaria: siamo di fronte a un pianeta in grave sofferenza con un sempre più forte riscaldamento climatico che, oltre alle attività antropiche, è anche dovuto all'intensificarsi dell'attività solare (tempeste solari), una crisi idrica e un rischio sismico e idrogeologico con eventi che impattano pesantemente i sistemi infrastrutturali non adeguati e di conseguenza i sistemi tecnologici non in grado di garantire la continuità operativa e sociale, e/o non ridondanti.

L'aspetto che comunque gioca la parte del leone è la combinazione di molti fattori negativi eterogenei in un brevissimo spazio di tempo, quasi contemporaneo. Nonostante vi siano stati alcuni segnali positivi, verso l'inizio dell'anno in corso, la guerra ha fatto precipitare molte speranze sull'uscita dal tunnel della crisi e l'agnogata ripresa economica.

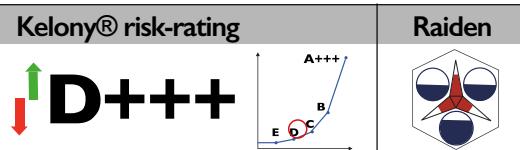
A livello europeo il risk-rating attualmente è D+ con outlook negativo. L'Europa non è in guerra, ma la guerra è in Europa e il potere della nostra moneta perde sempre più rispetto al dollaro, toccando valori minimi. I problemi di approvvigionamento energeti-

## RISK-RATING DI ITALIA ED EUROPA

### Europa



### Italia



Lo stemma «Raiden» rappresenta in modo sintetico il grado di protezione e di esposizione al rischio della realtà considerata.

Al centro dispone la stella apotropaica di Kelony® la cui colorazione rappresenta il grado di protezione; dalla meridiana in senso orario il lato fisico sanitario, digitale e psicologico.

La stella è affiancata dai tre cerchi il cui riempimento rappresenta: il rischio endogeno (sinistra), il rischio esogeno (destra) e il rischio di non-conformità (basso).

Infine il "Raiden" è circoscritto dell'esagono dei sei domini dei rischi, che ne descrivono le armoniche: Hum, Ctx, Net, Com, Ioe, Inf&Ei

Kelony®'s intellectual property

co rimangono quelli principali. Il conflitto in Ucraina ha aggiunto oltre 12 milioni di persone in grave difficoltà ai circa 230 milioni nel mondo che avevano già bisogno di assistenza umanitaria a causa di conflitti continui, povertà, fame e carenze di diritti civili. Ora, anche i confini russi, oltre a quelli ucraini, brulicano di persone che continuamente cercano di fuggire nei paesi confinanti. Problemi di carenze di fonti energetiche e di disgiunzione nel rapporto crescita demografica e reddito sono ingredienti di ineluttabili conflitti sociali, come anche la storia insegnà.

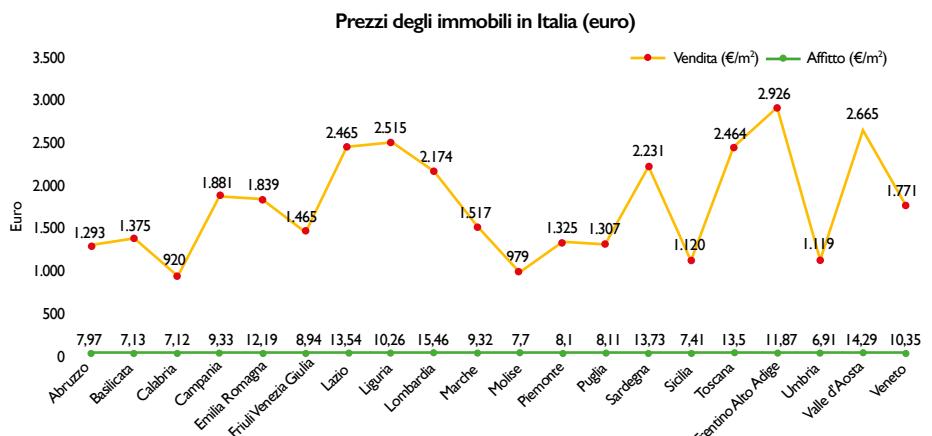
### ADDIO BENI RIFUGIO

È tutto cambiato. I beni rifugio da sempre considerati sicuri sono stati fortemente impattati: nonostante alcune fluttuazioni, l'oro è in calo del -2,03% dall'inizio dell'anno. Il real estate è altalenante dal periodo del Covid a oggi: nonostante abbia risparmiato molto nel mattone, il nostro Paese, appena uscito dal sonno iperfocalizzato del Covid, peggiorato dalle conseguenze della

guerra, potrebbe essere impattato da fenomeni contagiosi provenienti da altri rischi, sempre dovuti alla scalata inflazionistica repentina. Lo stesso dicasì per le principali criptovalute, in crollo negli ultimi tre mesi. Soffrono anche i titoli tecnologici: hanno perduto tutti, inclusi Amazon e Zoom, che ha registrato -70% da inizio anno. Anche un colosso come Google ha perso alcune battaglie strategiche: tra le tante, le cause che lo hanno visto attaccato sull'uso dei dati personali e l'uscita dal mercato dei videogame. La società ha annunciato che il 18 gennaio 2023 sarà l'ultimo giorno del suo servizio di cloud gaming, Stadia, annunciato all'inizio del 2019 e arrivato sul mercato a novembre dello stesso anno.

Siamo in un mondo che perdura in una condizione di rivoluzione permanente. La visione si schiarisce, infatti, allargandola alla situazione mondiale: si fa prima a citare i paesi che attualmente non sono in guerra. Ma l'esperienza insegna che il resto del mondo è molto vicino. A causa della velocità di cambiamento, la vita

## REAL ESTATE ITALIA NEL 2022



KELONY®'s intellectual property

toria o la sconfitta si gioca sulla capacità di fare le giuste scelte, e in anticipo.

## FARE LA SCELTA MIGLIORE

Quali sono le metriche per non sbagliare?

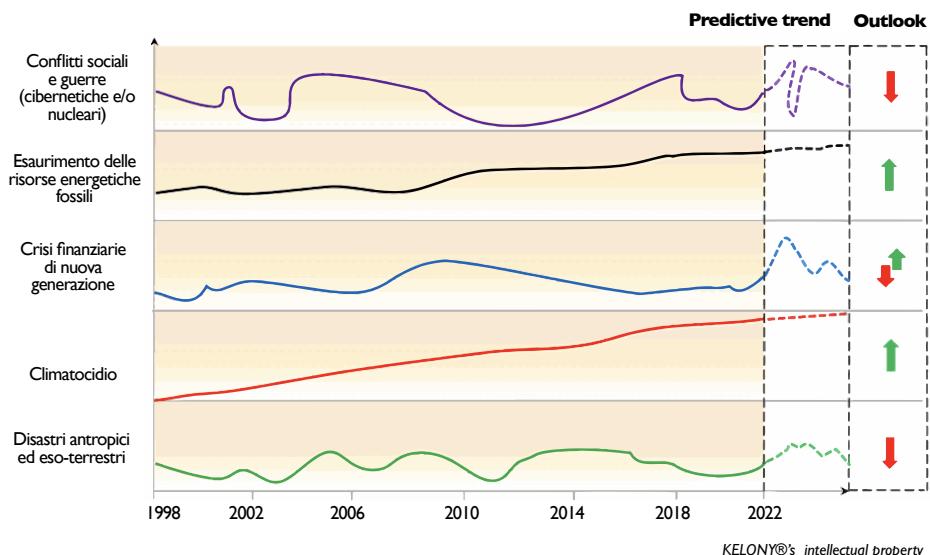
1. Misurare in modo privo di bias, oggettivo.
2. Modificare il metodo di analisi tradizionale, poiché non è più sufficiente al quadro decisionale.

3. Avere la possibilità di prevedere in modo oggettivo le conseguenze delle decisioni.

Quindi vediamo nel dettaglio che cosa significa misurare in modo privo di bias e quali elementi è necessario modificare e perché. Il processo decisionale, a qualsiasi livello e per qualsiasi caso, è fondamentale per la creazione di valore. Una decisione, tradizionalmente si basa essenzialmente su tre parametri: esperienza, competenza acquisita e istinto.

Ad esempio, vediamo come ci si orienta per rispondere a una domanda del tipo: «Su che cosa investire?» Spesso gli strumenti utilizzati per prendere decisioni di investimento presuppongono un quadro in cui le opzioni a disposizione dei decisorи sono descritte in termini di conseguenze e probabilità di eventi. Tuttavia, un numero significativo di decisioni prese dagli investitori avviene in un contesto di incertezza nel quale le uniche informazioni disponibili per valutare le alternative derivano

## PREDICTIVE DATA 2022 - 2023



dalla realizzazione osservata di determinati eventi. In questo caso, gli agenti economici hanno a disposizione solo una storia che consente loro di sapere se in passato essi stessi, o coloro che li circondano, hanno ottenuto guadagni (o perdite) spesso o raramente in situazioni comparabili. Diversi quadri teorici sono alla base di queste scelte. Ne citiamo solo alcuni<sup>1</sup>, che vanno da Knight [1921] a Savage [1954] a Kahneman e Tversky [1979], a un ampio lavoro di diversi autori<sup>2</sup> che dimostrano il comportamento di scelta delle persone in condizioni di incertezza o di rischio (certo). In particolare le persone hanno una sensibilità decrescente rispetto alle due situazioni polari di eventi "impossibili" (incerti) e di eventi certi.

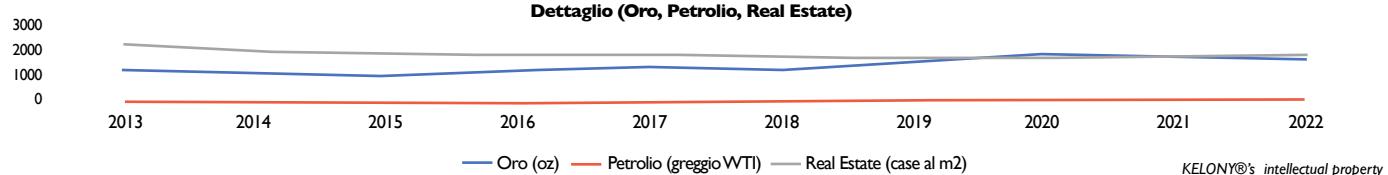
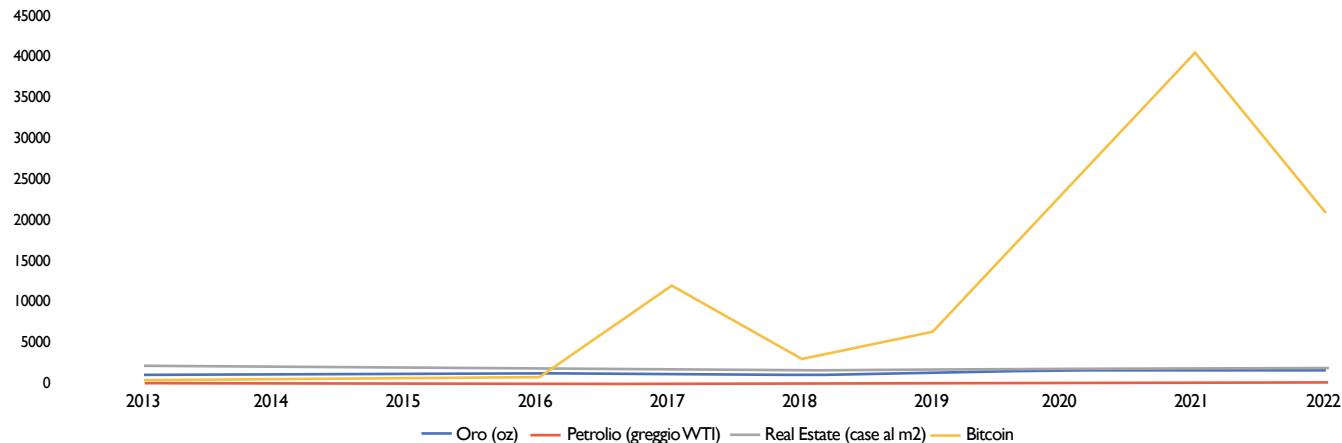
Tutti lavori che suggeriscono quanto i principi psicologici sulla probabilità degli eventi siano relativamente simili in situazioni di rischio e in situazioni di incertezza. In occasioni di scelte "one shot", senza possibilità di trial and error, questi studi mostrano che gli individui sovra-estimano le probabilità basse e sottostimano quelle alte, quando si considerano le opportunità, mentre fanno il contrario, quando si tratta di rischio. Ma affidarsi al calcolo probabilistico non è, né funzionale, né esatto, e il Covid lo ha dimostrato con certezza. Durante la pandemia, tra l'altro, sono stati modificati i comportamenti delle persone e sulle decisioni si è rafforzato un fenomeno, già studiato in precedenza<sup>3</sup>, che va a peggiorare il quadro

<sup>1</sup> Barron et Erev [2003] - Knight [1921] - Savage [1954] - Gilboa [1987] - Schmeidler [1989] - Tversky et Kahneman [1992]

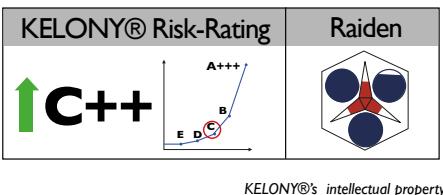
<sup>2</sup> Kahneman e Tversky [1979]; Camerer e Ho [1994]; Wu e Gonzalez [1996]; Abdellaoui [2000]).

<sup>3</sup> Dunning-Kruger [2011]

## CONFRONTO BENI RIFUGIO (IN EURO)



**KELONY® RISK-RATING PREDITTIVO  
DOPO AVER ATTUATO I PIANI SOSTENIBILI  
SULLA BASE DELLE PRIORITÀ**



decisionale: si chiama ultracrepidarismo. Questo termine, noto come "effetto Dunning-Kruger", indica un pregiudizio cognitivo che porta i meno competenti a fornire risposte e opinioni su tematiche sulle quali non hanno nessuna conoscenza. L'effetto Dunning-Kruger è stato particolarmente acuto con la comparsa del virus Covid-19, una malattia inizialmente poco conosciuta, ma presto commentata con sicurezza da molti non specialisti, generosi di opinioni e ingiunzioni. Questa tendenza a parlare di cose che non si conoscono è aumentata ulteriormente nel contesto della crisi ucraina. Riassumendo, non si può contare sulla probabilità, perché per decidere rispetto al domani non ci si può basare su ciò che accadeva ieri. Non ci si può affidare alla competenza, né all'istinto, anche perché i fatti dimostrano un terribile divario tra l'intenzione iniziale e l'effetto finale, anche coperto dall'espressione meno scientifica "il meglio è il nemico del bene".

### IL PROCESSO DECISIONALE

Il mondo intero è in un momento di forte trasformazione, con ineluttabili interconnessioni eterogenee non misurabili da tecniche classiche, ma si tratta di qualcosa di nuovo, misurabile con nuovi strumenti, mediante un nuovo processo decisionale che affianchi in modo solido la decisione umana. Questo processo dovrà prendere come base dati e informazioni, ma solo quelle che derivano da misurazioni oggettive. Il calcolo delle opportunità e dei rischi sarà molto più preciso e senza bias cognitivi. Un'ulteriore messa in sicurezza delle proprie decisioni è la possibilità di simulare gli effetti della decisione da prendere e le conseguenze di quella decisione.

Oggi tale soluzione esiste grazie a una nuova tecnologia che si rifà ai meccanismi della natura elaborata a partire da una tecnologia militare duale che oggi è impiegata in ambito civile e industriale. Anche secondo gli economisti, infatti, si possono ottenere risultati ottimali attraverso lo studio del funzionamento della natura.

### LA BIOMIMETICA

L'ingegneria di Kelony®, ad esempio, fa largo uso della biomimetica nei suoi strumenti di nuova Cindynics, proprio perché la natura è la migliore scuola di protezione dal rischio, di scienza e di sviluppo tecnologico. Si ispira alla natura nei processi di recupero e di sopravvivenza. In particolare si tratta di biomimetismo. Così come la super-manovrabilità di un uccello ispira le capacità di un aereo, la biomimetica, nota anche come bioispirazione, è un processo di ricerca e sviluppo che consiste nel trarre ispirazione dalle proprietà della natura per innovare. La soluzione biomimetica Ard™, oggi in uso presso alcune aziende pubbliche e private nazionali, la cui affidabilità e precisione sono state comprovate anche in ambito militare sul campo di battaglia, suggerisce processi decisionali ottimali, che però devono rimanere nell'ambito della scelta umana e non, come è accaduto in Cina, dove una società di videogiochi ha appena nominato una donna robot virtuale a capo della sua più grande filiale. La soluzione Ard™, invece, è uno strumento oggettivo e razionale, che mantiene e promuove l'idea che la decisione finale debba essere mantenuta nell'ambito umano. L'uomo può, con tale nuova forma di intelligenza aumentata, ottenere analisi e diagnosi oggettive real-time in pochissimo tempo e, altrettanto velocemente, ottenere la simulazione e quindi la predizione delle conseguenze di una decisione o di una non decisione, modificandone i parametri e gli alert che funzionano come un sistema preventivo. Permette di calcolare l'instabilità dei sistemi umani e digitali, fattore fondamentale per il miglioramento del

loro risk-rating per la loro sopravvivenza e la loro crescita. Ciò è possibile perché è in grado di tenere conto di migliaia e migliaia di parametri contemporaneamente. È una nuova forma di intelligenza che si nutre di tutte le informazioni disponibili e le fa dialogare insieme.

La natura fornisce segnali di allerta più o meno forti: la differenza sta nel saperli cogliere. Così Ard™ ha in pancia una sorta di sistema di allerta preventivo che funziona senza dovere attendere lunghe ripetizioni o input. Infatti funziona come un segnalatore di anti sonnolenza nelle automobili, dove è indispensabile che il sistema allerti immediatamente il guidatore, fin dai primi giri di ruota. E non come accade con le tradizionali intelligenze artificiali che hanno bisogno di un "tempo di apprendimento" su migliaia di iterazioni. Ard™, invece, impara all'istante ed è in grado di offrire performance in real-time.

Le previsioni sono sempre più necessarie in un mondo che cambia sempre più velocemente, rendendo inutili gli approcci classici del processo decisionale. La decisione spetta sempre all'uomo che ha però bisogno di strumenti innovativi all'altezza della complessità, velocità e digitalizzazione del mondo. L'adozione di una tecnologia biomimetica può fornire grandi vantaggi e innescare un circolo virtuoso in grado di identificare con precisione e anticipo le leve di successo.

In previsione di attuare un piano di crescita sostenibile basato sulle priorità suggerite da Ard™, il risk-rating complessivo salirebbe nel medio periodo a C+ con outlook positivo.



**MISURARE IL LIVELLO DI CONOSCENZA**

# Qui comincia il difficile!

di Fabrizio Pirolli \* e Pier Tommaso Trastulli \*\*



Sin dal Medioevo, in Italia le unità di misura non metriche sono state usate nelle comunità rurali con significative differenze. In Piemonte, ad esempio, l'unità di lunghezza era il piede, che misurava 51,4 centimetri, i cui multipli erano il trabucco (6 piedi) e il miglio (800 trabucchi); ma bastava spostarsi in Lombardia per trovare un piede di soli 43,5 centimetri; in compenso, lì c'era il braccio che ne misurava 59,5 e il miglio, che valeva 3.000 braccia. Innumerevoli metodi di misura, e ovviamente di peso, erano presenti nel resto del Paese, e ancora di più nel resto d'Europa. Ma con l'avvento della Rivoluzione francese, l'Assemblea nazionale rese prioritaria l'abolizione delle iniquità e delle difficoltà dovute ai sistemi di calcolo e misurazione all'epoca in vigore. Nel 1790 Talleyrand, presidente dell'Assemblea nazionale, propose di unificare le misure per la creazione di una misura universale che potesse valere «per tutti gli uomini e per tutti i tempi».

Si pose quindi il problema di inventare le nuove unità di misura di lunghezza e di peso. In un rapporto presentato all'Accademia delle scienze (tra i firmatari Lagrange,

Laplace e Condorcet), si arrivò per ciò che riguardava la lunghezza alle seguenti conclusioni: «Le unità che di più sembrano adatte a servire come base si possono ridurre a tre: la lunghezza del pendolo, un quarto di circolo dell'equatore, infine un quarto del meridiano terrestre». La scelta cadde sul meridiano, perché poteva essere compiuta in Francia: questo, infatti, passava per Parigi e poteva essere misurato su un arco di ben 9,5 gradi a cavallo del 45° parallelo, con i due estremi sul livello del mare. La nuova unità di lunghezza, la decimilionesima parte del semimeridiano terrestre, venne denominata "metro", dalla parola greca metron (che significa "misura") e questa decisione cambiò per sempre il modo di intendere e di calcolare la misurazione di corpi e distanze.

## DEFINIZIONE E MISURAZIONE

La necessità di stabilire un criterio univoco e omogeneo per la misurazione di una grandezza fisica, distanza, corpo o sostanza, è da sempre un'esigenza dei membri di una società. Nel momento in cui si definisce questa grandezza, viene anche stabilito in

quale modo misurarne le caratteristiche qualitative e quantitative, operazione che richiede il confronto con il campione primario dell'unità di misura a essa omogenea. Il metodo si può estendere a tutto ciò che è concettualmente misurabile e qualificabile e, pertanto, anche all'educazione finanziaria, la cui definizione implicherebbe, anch'essa, un univoco e oggettivo metodo di misurazione. Tuttavia, nonostante il vastissimo numero di studi in materia presenti in letteratura e lo sforzo di istituzioni e accademici, non esiste fra i vari autori accordo su una sua definizione universale, codificata e condivisa. Ciò «rende difficile una comparazione oggettiva dei risultati delle numerosissime e vastissime ricerche condotte a livello sperimentale sul livello di educazione finanziaria in diversi contesti e paesi», afferma Elisabetta Righini, docente di diritto commerciale all'Università di

\* 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 PIROLI**  
esperto di formazione bancaria  
e assicurativa

Urbino. «Nonostante l'importanza riconosciuta allo sviluppo dei processi di educazione finanziaria, la letteratura accademica [ha] prestato solo un'attenzione limitata a come viene misurata l'alfabetizzazione finanziaria». Secondo molti studiosi (ricordiamo, tra gli altri, Haupt, Houston e Redmund) l'uso e la confusione sulle diverse definizioni e misure concettuali avrebbe addirittura rallentato i progressi e ostacolato la capacità di progettare programmi di educazione finanziaria efficaci.

#### **UN APPROCCIO STANDARDIZZATO**

Nel 2009 proprio un noto studio di Sara J. Houston, "Measuring Financial Literacy", sollevò numerosi dubbi sui modelli di analisi e misurazione. Nel suo lavoro, la Houston esaminò ben 71 studi, rilevando tre ostacoli principali allo sviluppo di un approccio standardizzato per misurare l'alfabetizzazione finanziaria: la mancanza di concettualizzazione e definizione del costrutto; il processo di misurazione, cioè la mancanza di una serie completa di domande per misurare esaustivamente tutte le componenti; il metodo di valutazione, ossia la mancanza di orientamenti interpretativi della misura. Il problema della misurazione dell'alfabetizzazione finanziaria, perciò, può essere analizzato su diversi piani. Il primo è da ricercare nella sua stessa definizione. Il secondo piano riguarda invece il processo di misurazione. I molteplici studi, d'altronde, si differenziano ampiamente fra loro per i processi di accertamento utilizzati: i sondaggi, attraverso interviste e questionari, rappresentano la modalità più diffusa di accertamento (i test delle prestazioni sono principalmente basati sulla conoscenza), ma spesso la mancanza di un accordo



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

generale circa i costrutti di base e i criteri di rilevazione estremamente disomogenei rende molto difficile comparare i risultati delle moltissime indagini svolte sul campo. Da sottolineare, infine, l'annoso problema, in caso di autovalutazione a cura degli intervistati, della conoscenza percepita rispetto alla conoscenza effettiva: i consumatori, infatti, spesso pensano di sapere più di ciò che effettivamente sanno e la correlazione tra conoscenze percepite e conoscenze effettive risulta, nella migliore delle ipotesi, moderata. Infine, il terzo piano è la misurazione dei risultati e, anche in questo caso, i metodi di analisi risultano eterogenei e gli indicatori spesso non comparabili.

#### **I 'BIG THREE'**

Ci sono comunque eccellenti tentativi di armonizzazione e omogeneizzazione nell'ambito dei processi di misurazione. Il più noto e utilizzato, nonché fonte di ispirazione per molti studiosi e organizzazioni, è quello ideato e promosso da Lusardi e Mitchell tra il 2008 e il 2011, basato sulle cosiddette "tre grandi" domande che misurano la conoscenza dell'interesse composto, dell'inflazione e della diversificazione del rischio. Queste tre domande sull'alfabetizzazione finanziaria sono diventate nel tempo il metodo di misurazione più comune nei sondaggi in tutto il mondo, uno standard internazionale, rendendo un po' più semplice il confronto dei risultati tra diversi paesi. Secondo le due studiose, sono quattro i principi che hanno ispirato la progettazione di queste domande: la semplicità (misurano la conoscenza di elementi fondamentali per il processo decisionale in un contesto intertemporale), la rilevanza (devono catturare idee generali che attengono alle decisioni finanziarie quotidiane piuttosto che speci-

fiche del contesto), la brevità (il numero di domande deve essere sufficientemente basso per garantirne un'adozione diffusa) e la capacità di differenziazione (le domande dovrebbero differenziare le conoscenze finanziarie in modo tale da consentire confronti tra le persone).

Anche l'Ocse, attraverso l'International Network on Financial Education (Infe), ha cercato di elaborare una metodologia armonizzata. Il questionario Infe misura tre aree rilevanti in tema di educazione finanziaria: l'area delle conoscenze, l'area dei comportamenti e quella degli atteggiamenti. La parte sull'accertamento delle conoscenze riguarda i concetti principali per l'adozione di solide decisioni in ambito finanziario e comprende anche i "Big Three". La sezione sui comportamenti si riferisce a semplici pratiche virtuose, come la compilazione e l'utilizzo di un bilancio familiare, il pagamento regolare di debiti e bollette e l'acquisizione di adeguate informazioni prima dell'assunzione di decisioni di investimento. Infine, la sezione degli atteggiamenti si occupa di quei tratti personali come le preferenze, le credenze e convinzioni e le abilità non cognitive, che comunque possono interferire con il benessere personale, e si concentra in particolare sulla propensione al risparmio e alla pianificazione a lungo termine. Infine, sempre l'Ocse, attraverso il Programme for International Student Assessment (Pisa), nel 2012 ha effettuato il primo studio internazionale su larga scala per valutare l'alfabetizzazione finanziaria dei giovani e ha indicato ampie variazioni nei suoi livelli all'interno e tra i paesi. Le valutazioni Pisa 2015 e 2018 hanno fornito informazioni sulle tendenze e i dati su altri paesi che hanno aderito al programma; i risultati delle attuali valutazioni Pisa hanno incoraggiato i responsabili politici a sviluppare, rivedere o intensificare le iniziative di educazione finanziaria per i giovani. Secondo Protagora di Abdera si può discutere di ogni cosa con pari attendibilità da punti di vista opposti. Il pensiero relativista di Protagora si spinge fino all'idea che la felicità non sta tanto nel possedere una verità, quanto nel cercarla. Ma per poterci misurare è necessario prevedere un principio di scelta e selezione basato sull'utilità per il singolo e per la comunità. La scienza, attraverso il metodo scientifico, ha questo compito: «Scegliere, definire, misurare» ciò che è bene ed è utile per il benessere dell'umanità.

# Tante nuove modifiche

di Pietro Lorenzi (Zitiello Associati)



Con delibera del 28 luglio 2022 la Consob, a esito del procedimento di consultazione indetto il 17 febbraio 2022, ha apportato numerose modifiche al Regolamento Intermediari, alcune delle quali hanno un impatto sull'operatività quotidiana degli intermediari che sono, dunque, chiamati a valutare le nuove disposizioni regolamentari e ad adeguare i loro processi e procedure in conformità alle stesse.

#### OPERAZIONI A DISTANZA

Una delle novità più rilevanti riguarda la conclusione di operazioni di investimento con mezzi di comunicazione a distanza che impediscono la preventiva comunica-

zione delle informazioni sui costi e sugli oneri. In tali ipotesi la nuova regolamentazione concede agli intermediari la facoltà di fornire ai clienti l'informativa ex ante dopo l'esecuzione dell'operazione se sono soddisfatte congiuntamente due condizioni:

- i) il cliente ha accettato di ricevere le informazioni senza indebito ritardo poco dopo la conclusione dell'operazione;
- ii) l'intermediario ha concesso al cliente la possibilità di ritardare la conclusione dell'operazione fino al ricevimento da parte dello stesso delle informazioni in parola. La novella prevede inoltre che gli intermediari devono offrire al cliente la possibilità di ricevere le informa-

zioni sui costi e sugli oneri per telefono prima della conclusione dell'operazione. La modifica in esame entrerà in vigore contestualmente alle modifiche della disciplina di rango primario che saranno introdotte in sede di recepimento della Quick Fix, ossia in un momento a oggi non individuabile con esattezza.

#### ANALISI COSTI/BENEFICI

La Quick Fix, nell'ambito dei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, ha elevato al rango di norma primaria l'obbligo, già previsto in sede di regolamentazione delegata nell'ambito della valutazione di adeguatezza, di procedere all'analisi costi/be-





nefici delle operazioni di switch. In tale contesto, le modifiche al Regolamento Intermediari specificano, con riferimento al servizio di consulenza, il dovere dell'intermediario di informare la clientela circa gli esiti dell'analisi costi-benefici, ossia se i benefici derivanti dagli switch sono superiori o inferiori ai relativi costi.

Sul punto la relazione illustrativa degli esiti delle consultazioni precisa che, nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza, l'operazione di switch potrà essere raccomandata attivamente al cliente se i costi sono inferiori ai benefici dell'operazione. In caso di operazioni di iniziativa cliente l'intermediario dovrebbe, invece, sconsigliare l'effettuazione dello switch laddove i costi siano superiori ai corrispondenti benefici.

#### **SEMPLIFICAZIONI E DEROGHE**

Le modifiche al Regolamento Intermediari introducono inoltre alcune semplificazioni e deroghe per i clienti professionali con la finalità di consentire agli stessi un'operatività più snella che tenga conto del loro elevato livello di esperienza e

conoscenza in materia di investimenti. In forza dell'intervento in esame gli intermediari, con riferimento alla clientela professionale, non saranno più tenuti:

- i) a fornire l'informatica ex ante ed ex post in materia di costi e oneri per i servizi diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli;
- ii) a effettuare l'analisi costi-benefici per le operazioni di switch nell'ambito dei servizi di consulenza e gestione patrimoniale, salvo che il cliente professionale non chieda il cosiddetto opt-in, ossia di giovare di tale tutela;
- iii) a fornire i rendiconti periodici sulle operazioni e sui servizi prestati, a meno che i clienti, anche in questo caso, non chiedano di continuare a ricevere la predetta documentazione.

Le modifiche intervenute specificano inoltre che il termine quinquennale di conservazione della documentazione a carico degli intermediari riguardante i requisiti di conoscenza e competenza dei membri del personale, i periodi di esperienza acquisiti dagli stessi e l'attività di formazione professionale svolta decorre

dalla cessazione del rapporto dell'intermediario con il membro del personale. Le modifiche normative in materia di analisi dei costi-benefici delle operazioni di switch, le deroghe previste per la clientela professionale e la precisazione sugli obblighi di conservazione della documentazione sono entrate in vigore il 16 agosto 2022, ossia il decimo giorno successivo alla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale della delibera Consob.

Conformemente a quanto già previsto dalla disciplina comunitaria le modifiche al Regolamento Intermediari prevedono altresì l'obbligo per i produttori e i distributori di integrare i fattori di sostenibilità ai fini dell'individuazione del target market potenziale ed effettivo nonché di considerare le preferenze di sostenibilità della propria clientela ai fini della revisione della gamma dei prodotti offerti e raccomandati. Queste previsioni relative alla product governance entreranno in vigore il 22 novembre 2022, ossia alla data indicata dal legislatore comunitario in sede di modifica della normativa Mifid 2 ai fini Esg.

Un ecosistema di società  
di gestione, per offrire un  
portafoglio di competenze  
specializzate.



**Your Partner for Progress.**

[www.generali-investments.com](http://www.generali-investments.com)

Generali Investments Holding S.p.A. detiene quota di maggioranza di ciascuna società di gestione. Generali Investments Partners è l'hub di distribuzione e agisce come lead multi-canale, multi-cliente, relationship manager dell'offerta di tutte le società che fanno parte della piattaforma. Nome completo della società: Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio.

# CONSULENTI &

# RETI



«Il modello di consulenza finanziaria o, come preferiamo noi chiamarlo, perché più coerente con la nostra realtà, di consulenza patrimoniale, è particolarmente tagliato per quei professionisti che abbiano ben chiaro che, fatto 100 il patrimonio dei clienti, mediamente solo circa la metà è rappresentata dal risparmio. Quindi devono avere l'ambizione di prendersi cura di ogni bisogno e di ogni esigenza patrimoniale del loro cliente, privato o azienda che sia. Puntiamo a essere, sempre di più, l'approdo ideale per quei consulenti finanziari e banker che, grazie alle soluzioni offerte da Bnl e Bnp Paribas, banca leader in Europa e con una diffusa presenza internazionale in 65 paesi al mondo, ambiscano ad ampliare i propri orizzonti professionali».

**FERDINANDO REBECHI  
responsabile  
Bnl Bnp Paribas Life Banker**

# «Un nuovo modello di consulenza patrimoniale»

a cura di Alessandro Secciani

**Ferdinando Rebecchi**, è responsabile di **Bnl Bnp Paribas Life Banker** fin dall'inizio dell'attività, nel 2013. Di fatto, dopo avere lavorato con incarichi di vertice per 17 anni nel gruppo Credem, ha messo in piedi una rete di consulenza finanziaria di tutto rispetto. Il punto di forza di questa struttura è chiaramente costituito dal fatto di avere alle spalle Bnp Paribas, istituto di credito leader in Europa: ciò ha fatto sì che la struttura di banker non soltanto potesse contare sulla forza di una rete di filiali molto vasta su tutto il territorio nazionale, ma anche su una visione internazionale e una scelta di prodotti interni e in architettura aperta molto ampia.

Da tre anni a questa parte la rete è chiamata a un impegno non da poco: prima il Covid, adesso una situazione macro estremamente

complessa, fatta di inflazione, una guerra ai confini dell'Unione Europea, tassi in crescita ovunque e mercati estremamente volatili. È venuto certamente il momento di mostrare le proprie capacità. Rebecchi spiega i termini di questa complessa sfida, portata avanti con molta forza, e racconta la filosofia della società che dirige.

**La vostra è ancora una società giovane: quali sono stati i numeri e i risultati più importanti negli otto anni di attività?**

«Il risultato di cui siamo maggiormente orgogliosi è essere riusciti ad affermare un nuovo modello di consulenza patrimoniale che, per la prima volta in modo compiuto in Italia, interagisse in virtuosa sinergia con un importante e internazionale gruppo banca-

rio, Bnp Paribas, permettendo ai consulenti di seguire tutte le necessità patrimoniali di privati, famiglie e imprese, di ogni segmento. Gli importanti obiettivi raggiunti, sia quantitativi, sia qualitativi, sono il risultato della serietà, della competenza, della determinazione e della coerenza con cui il nostro modello di consulenza è stato pensato, sviluppato e perseguito grazie al lavoro dei nostri professionisti. Oggi la rete conta circa 700 banker con importanti tassi di crescita, ha un Aum per 12,5 miliardi di total asset, dei quali 2,5 d'impieghi. E poi, siamo la realtà sul mercato con il maggiore numero di giovani».

**Come si diventa consulenti di Bnl Bnp Life Banker? Quali qualità si deve avere per entrare nella vostra rete?**



«Il modello di consulenza finanziaria o, come preferiamo noi chiamarlo, perché più coerente con la nostra realtà, di consulenza patrimoniale, è particolarmente tagliato per quei professionisti che abbiano ben chiaro che, fatto 100 il patrimonio dei clienti, mediamente solo circa la metà è rappresentata dal risparmio. Quindi devono avere l'ambizione di prendersi cura di ogni bisogno e di ogni esigenza patrimoniale del loro cliente, privato o azienda che sia. Puntiamo a essere, sempre più, l'approdo ideale per quei consulenti finanziari e banker che, grazie alle soluzioni offerte da Bnl e Bnp Paribas, banca leader in Europa e con una diffusa presenza internazionale in 65 paesi al mondo, ambiscono ad ampliare i propri orizzonti professionali e a diventare un unico e stabile partner per i clienti».

**Cercate solo professionisti già esperti e con buoni portafogli o**

#### **avete anche una politica rivolta ai giovani?**

«Abbiamo da sempre una policy di selezione decisamente attenta alla qualità, che guarda allo stesso tempo in una duplice direzione: sia a banker affermati, sia a giovani con elevate potenzialità. I numeri lo dimostrano: abbiamo una percentuale di "asset" gestiti da banker senior e una quota di banker junior (al di sotto dei 30 anni) decisamente superiori alle medie del sistema. Siamo poi la rete italiana che copre, con i propri consulenti e i propri uffici, il territorio italiano nel modo più uniforme. La selezione dei life banker è molto scrupolosa, perché coerente con la qualità che caratterizza il nostro gruppo di appartenenza, e le proposte, sia economiche, sia contrattuali, sono molto variegate e ritagliate possibilmente su singole esigenze, oltre che concretamente supportive, proprio per poterci permettere di cogliere ogni seria e interessante opportu-

nità e avviare da subito con i banker un rapporto di fiducia ed efficace collaborazione a favore del cliente finale».

#### **Come stanno reagendo i risparmiatori di fronte all'attuale crisi? C'è molta paura? Quali risposte state dando, soprattutto a chi è investito in obbligazioni, una categoria di clienti che oggi, con l'inflazione, ha certamente le maggiori difficoltà?**

«La forte inflazione, le tensioni geopolitiche e i timori per una possibile recessione globale stanno certamente condizionando le scelte dei nostri clienti, nel timore che il contesto difficile possa impattare negativamente i loro investimenti. L'importante rialzo dei tassi da parte delle banche centrali per cercare di riportare sotto controllo l'inflazione ha peraltro condizionato i mercati obbligazionari che da inizio anno fanno registrare performance decisamente negative. In questo contesto così complicato, i nostri life banker stanno proponendo di aumentare ulteriormente il livello di diversificazione degli investimenti, sia in termini classici (azioni e obbligazioni, aree geografiche), sia in termini di servizi, grazie alla nostra consulenza evoluta, con gestioni patrimoniali, un'innovativa piattaforma assicurativa e prodotti con protezione. È una gamma di offerta ampia che i consulenti patrimoniali di Bnl Bnp Paribas possono proporre ai clienti in architettura realmente aperta, supportati da un team di advisory dedicato, nazionale, ma con view internazionale. Creiamo che in un contesto incerto, il ruolo del consulente diventi ancora più centrale per accompagnare e indirizzare, in modo professionale, consapevole e responsabile, i risparmi e gli investimenti con uno sguardo positivo e progettuale sul futuro, senza trascurare l'aspetto della sostenibilità, grazie a una proposta Esg particolarmente qualificata. La volatilità dei mercati, infatti, rende ancora più difficile selezionare gli strumenti d'investimento più adeguati allo scenario di riferimento e la diversificazione gioca un ruolo imprescindibile oggi più che mai; inoltre, per i clienti, farsi guidare nelle scelte da un consulente, con tutti gli strumenti a disposizione e non condizionato da conflitti d'interesse, è fondamentale».

#### **State collocando i Pir? Nell'attuale situazione di crisi dell'Italia, pen-**



## sate che siano ancora strumenti validi?

«Il nostro Paese, pur tra difficoltà endogene ed esogene, per il momento ha mostrato una buona resilienza. Per quanto riguarda i Pir, i nostri clienti hanno la possibilità di investire in due soluzioni interessanti. Come Life Banker Network, infatti, possiamo offrire una polizza multiramo in architettura aperta che permette di accedere, con la guida del consulente, a fondi Pir del gruppo o di case terze con la possibilità di variare l'allocazione dei fondi durante il periodo d'investimento, abbinati a una gestione separata che consente di ridurre la volatilità complessiva. La seconda soluzione, invece, prevede la possibilità di sottoscrivere un Eltif Pir azionario. Il 2022 è stato caratterizzato da mercati equity negativi, anche per quanto riguarda il listino italiano delle piccole e medie imprese. Riteniamo, in ogni caso, che in un'ottica di medio termine tipica dei Pir, visto che per sfruttare le agevolazioni fiscali è indispensabile rimanere investiti almeno cinque anni, questi strumenti possano aumentare il livello di diversificazione dei portafogli, investendo nelle Pmi italiane e al contempo dando un contributo importante alla ripresa della nostra economia reale, concentrandosi sulle eccellenze italiane per sviluppare con loro un progetto di investimenti a lungo termine».

**Incidentalmente, pensate che sia**

## ancora il caso di investire sulla borsa e, in generale, sulla finanza dell'Italia?

«In questa fase siamo sostanzialmente neutrali sui mercati azionari globali e, di conseguenza, anche sul mercato azionario italiano, che resta piuttosto volatile. Tuttavia, in un'ottica di medio-lungo periodo, preferibilmente attraverso saving plan, Piazza Affari può rappresentare una piazza interessante nella quale investire, anche per la sua composizione, che vede settori che potrebbero beneficiare di tassi più alti, quando i mercati si stabilizzeranno».

## State puntando sul cliente imprenditore? Quali sono i punti forti della vostra offerta verso questa categoria di clientela?

«Questa attività ci riesce molto naturale, considerando che circa il 30% dei clienti dei nostri life banker è rappresentato da imprenditori e che, storicamente, sia Bnl in Italia, sia Bnp Paribas nel mondo, sono particolarmente specializzate nella gestione dei bisogni delle aziende, in qualsiasi fase della loro vita e per qualsiasi tipo di esigenza, da quelle più quotidiane a quelle più straordinarie. Le sinergie all'interno del nostro gruppo, tra i life banker e tutte le funzioni della banca e le società specializzate nel servizio alle imprese, hanno permesso di attivare un circuito virtuoso che crea valore al

cliente, alle aziende e alla banca. L'imprenditore riesce così, grazie al suo life banker, ad avere accesso a tutte le soluzioni del gruppo, sia per i suoi bisogni personali, sia per quelli societari; i vantaggi, anche per il life banker, sono, di conseguenza, concreti ed evidenti. In generale, come Bnl-Bnp Paribas, attraverso l'intera direzione investimenti e il nostro team di advisory dedicato, possiamo mettere a disposizione le expertise del wealth management di Bnp Paribas in tema di investimenti, grazie a una strategia globale, ad analisi e approfondimenti su titoli azionari e obbligazionari e un'attenta selezione di comparti sicav in una reale architettura aperta».

## Offrite private asset illiquidi? Chi sono gli investitori adatti a questo tipo di prodotto?

«Nel contesto economico-finanziario già descritto in precedenza, con rendimenti reali ancora negativi, nonostante il forte rialzo dei tassi, questi strumenti possono rappresentare un'alternativa per aumentare il livello di diversificazione dei portafogli dei clienti, tenuto conto che parliamo di asset con un orizzonte temporale superiore a 8/10 anni. Potenzialmente, infatti, i private asset consentono di cogliere opportunità di mercato che altrimenti sarebbero inaccessibili attraverso i canali classici. Pensiamo, ad esempio, alle aziende innovative non

quotate, nelle quali è possibile investire solo attraverso venture capital, o ai progetti in infrastrutture green o sociali ad alto impatto su ambiente ed economia reale. Un modo per assicurarsi un rendimento potenziale elevato nel tempo, abbattendo anche il rischio legato ad altri strumenti finanziari. Ovviamente, si tratta di prodotti che si rivolgono a investitori consapevoli, con un livello di esperienza e conoscenza elevato e con un orizzonte temporale adeguato per consentire a questi strumenti di mettere a terra le proprie strategie di investimento».

#### **Avete un'offerta assicurativa completa? Quanto è strategica per voi e per la vostra clientela?**

«La nostra offerta assicurativa è articolata e ci consente di offrire piattaforme assicurative innovative, in grado di rispondere a tutte le esigenze dei nostri clienti, sia in termini di pianificazione successoria, sia di diversificazione finanziaria, anche in questo caso in un contesto di architettura aperta. Come Bnl-Bnp Paribas Life Banker, infatti, possiamo offrire piattaforme assicurative multiramo che possono abbinare una componente di gestione separata, utilizzata per ridurre la volatilità complessiva dell'investimento, a una componente di ramo III per sfruttare

al meglio le opportunità offerte dai mercati finanziari, anche grazie a servizi a valore, che possono essere attivati dal cliente, come i piani di accumulo sotto polizza o i piani di riscatti parziali programmati. Accanto alle polizze multiramo possiamo offrire unit linked classiche, con un'offerta in architettura aperta e una polizza con una protezione personale e giornaliera che si attiva solo quando serve effettivamente. Si tratta di un ecosistema di 12 linee diversificate in quattro temi di investimento e tre livelli di protezione per tema, che consentono di avere un elevato livello di protezione del capitale investito e di muoversi all'interno delle diverse linee di investimento. Le soluzioni assicurative rappresentano certamente una parte importante dell'asset allocation, perché riescono a dare risposte concrete a molte esigenze. È sempre importante sottolineare, tuttavia, che i nostri consulenti patrimoniali hanno a disposizione una gamma di offerta molto ampia e diversificata e possono collocare liberamente i prodotti e servizi di investimento che rispondano meglio ai diversi contesti di mercato e alle esigenze dei clienti supportati nella scelta da un investment center dedicato».

#### **Esg: quanto è importante per voi? E, soprattutto, quanto vengono richiesti i prodotti articolo 8 e articolo 9 dai risparmiatori?**

«Il gruppo Bnp Paribas ha fatto delle tematiche Esg un importante fattore distintivo e puntato con convinzione e impegno concreto su questo settore diventato centrale nel proprio core business, perfettamente consapevole delle sfide in atto in un mondo che cambia. Tutta l'offerta, pertanto, è caratterizzata da credibilità ed etica. Perciò, crediamo fortemente negli investimenti sostenibili e responsabili: la sostenibilità è al centro della nostra strategia e delle decisioni d'investimento, perché attraverso essa intendiamo produrre un impatto positivo su macrotematiche quali il clima, l'inclusione e il rispetto dell'ambiente urbano, sociale e culturale. Negli ultimi anni, abbiamo assistito a una crescente consapevolezza, anche da parte degli investitori supportati dai consulenti finanziari, del fatto che i fattori Esg possano essere correlati alle performance di una società nel lungo termine. Per questo motivo, sempre più persone stanno cercando di integrare informazioni e dati sulla sostenibilità nei propri processi d'inve-

stimento tradizionali. La nostra strategia basata su un approccio Esg va quindi incontro alle esigenze dei clienti e ci aiuta a ottenere rendimenti corretti per il rischio e stabili nel lungo periodo».

#### **Come siete usciti dal Covid (sperando che si trattasse davvero di un'uscita)? Come vi hanno cambiati questi anni?**

«La pandemia non ci ha cambiati, ci ha rafforzati, per certi aspetti, ci ha fornito più consapevolezza circa la forza e le potenzialità del nostro modello di consulenza patrimoniale. Abbiamo avuto la conferma della qualità professionale e umana dei nostri life banker e di tutti i colleghi che hanno sempre cercato di essere al fianco (anche da remoto) dei clienti, supportandoli, consigliandoli, accompagnandoli nelle loro esigenze. Le nostre soluzioni di finanziamento agevolate e non a privati e aziende hanno contribuito a dare fiducia nel futuro e a sperare di realizzare sogni e progetti, andando oltre il difficile momento. È stato uno stress test che tutti quanti avremmo volentieri evitato, ma che, indubbiamente, ci ha fornito molte conferme sulla giustezza del nostro modello di servizio, a beneficio dei clienti, dei life banker e del gruppo bancario».

#### **Quanto è importante la formazione nei confronti dei risparmiatori? State portando avanti alcune iniziative?**

«Storicamente Bnl Bnp Paribas è sempre stata attiva nel promuovere eventi sul territorio, per contribuire concretamente alla crescita della cultura finanziaria dei propri clienti; anche per questo motivo, sin dalla sua nascita, la rete di life banker è sempre stata molto attiva nell'organizzare incontri con la clientela, non per proporre o promuovere prodotti, ma per analizzare e discutere tematiche economico-finanziarie che influenzano la vita quotidiana e che è bene conoscere e comprendere, se si vuole pianificare e gestire al meglio il proprio patrimonio. Anche quest'anno, quindi, abbiamo toccato numerose importanti città italiane con il nostro "Academy tour", dove, con il contributo di esperti, approfondiamo con i clienti temi economici d'attualità. Nelle prossime settimane, le tappe saranno a Pescara, Cosenza e Napoli. È il nostro modo per non lasciare soli i clienti ed essere attivamente al loro fianco».



**CONSULENTI &  
RETI**

# Investire in prodotti Esg rende felici?

**Ricerca dell'Università Milano Bicocca in collaborazione con il Gruppo Credem**



**L'Università Milano Bicocca e il Gruppo Credem hanno condotto una ricerca allo scopo di capire se investire in prodotti Esg incrementa la felicità dei sottoscrittori. I risultati sono stati estremamente interessanti, in quanto è stato rilevato che l'investitore in questo caso cerca soprattutto gratificazione, più che il ritorno economico. È importante anche il supporto del consulente finanziario, che incide sulle scelte del cliente quanto più è preparato e formato. E sarebbe fondamentale anche rafforzare l'assistenza post-vendita, la rendicontazione e la reportistica sui temi degli impatti della sostenibilità**

Il Dipartimento di scienze economico-aziendali e diritto per l'economia dell'Università degli Studi di Milano Bicocca e il gruppo Credem hanno svolto congiuntamente una ricerca scientifica con l'obiettivo di rispondere alle seguenti domande: investire in Esg rende felici? Qual è il ruolo del consulente finanziario in questa scelta di investire in sostenibilità?

Lo studio analizza quali sono gli elementi (“le determinanti”) che influenzano la scelta di investire in strumenti Esg, evidenziando la relazione tra livello di felicità degli investitori e investimenti sostenibili. La ricerca indaga anche le caratteristiche che contraddistinguono i consulenti che mostrano una maggiore propensione a offrire ai propri clienti prodotti di investimento sostenibili e il possibile contributo del private banker o del consulente finanziario (d'ora in poi consulente, per semplicità di lettura) nella scelta di investimento Esg dell'investitore/cliente.

Lo studio è stato realizzato grazie alla collaborazione di un gruppo di ricercatori dell'Università degli Studi di Milano Bicocca con il Gruppo Credem con il quale sono stati condivisi gli obiettivi della ricerca e il contenuto dei questionari da sottoporre a clienti e gestori della relazione (private banker e consulenti finanziari). Sono stati predisposti due differenti questionari:

- un questionario per i clienti private, con portafoglio complessivo maggiore di 500 mila euro, per indagare se le scelte di investimento Esg influenzino la loro soddisfazione finanziaria e la loro felicità;
- un questionario per i consulenti di Cre-

dem e Banca Euromobiliare per verificare la loro confidenza e propensione verso i prodotti Esg.

È stato definito un campione rappresentativo seguendo la tecnica della stratificazione campionaria e sono rientrati nella survey circa 250 clienti e 350 consulenti.

## I PRINCIPALI RISULTATI

Dall'indagine sono emerse alcune evidenze che consentono una chiara lettura dell'atteggiamento e del comportamento di clienti e consulenti sul tema della sostenibilità. Di seguito si sintetizzano gli highlights della survey:

1. L'investitore Esg ricerca dai propri investimenti finanziari piacere e gratificazione, piuttosto che elevati livelli di redditività.
2. Emerge una forte relazione positiva tra l'intenzione dichiarata dal cliente di investire in strumenti Esg e il suo grado di felicità/ soddisfazione finanziaria.
3. I consulenti mostrano una buona propensione a offrire prodotti Esg e hanno un atteggiamento positivo nei confronti delle tematiche e degli strumenti finanziari sostenibili.
4. I consulenti più propensi a offrire prodotti Esg sono quelli che mostrano maggiori

competenze e conoscenze sul tema Esg.

5. L'intenzione del consulente verso le scelte di investimento Esg influenza positivamente l'intenzione del cliente, ma solo quando non si considerano le competenze di quest'ultimo.

Allo scopo di supportare maggiormente l'investimento in strumenti Esg da parte dei clienti è utile agire su più fronti quali:

- i) migliorare l'intenzione del consulente di offrire strumenti Esg rafforzando le sue conoscenze in materia di investimento sostenibile;
- ii) sviluppare le competenze e la sensibilità dei clienti in tema di Esg;
- iii) rafforzare l'assistenza post-vendita e la rendicontazione e la reportistica sui temi degli impatti della sostenibilità, in aggiunta alle consuete rendicontazioni più tipicamente finanziarie.

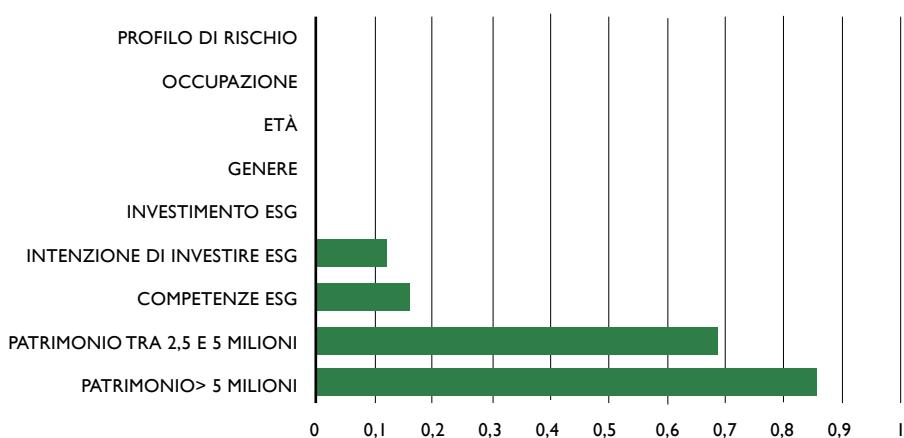
## PIACERE E GRATIFICAZIONE

Entrando nel merito della survey, in relazione all'analisi del comportamento dei clienti, si è evidenziato che l'investitore Esg ricerca dai propri investimenti finanziari piacere e gratificazione, piuttosto che elevati livelli di redditività. Considerando la relazione con la felicità e la soddisfazione finanziaria, viene messa in risalto una forte relazione positiva tra l'intenzione dichiarata dal cliente a investire in strumenti sostenibili e il suo grado di felicità/ soddisfazione finanziaria, suggerendo che la decisione di investire in futuro in Esg possa avere un impatto positivo sul benessere del cliente.

Il grafico I presenta in modo semplificato i risultati di alcuni modelli statistici utilizzati dai ricercatori, mostrando quali tra le variabili analizzate siano in grado di influenzare il livello di felicità del cliente. I risultati sono presentati tramite istogramma. La direzione e la lunghezza della barra rappresenta l'effetto positivo o negativo della variabile analizzata sul livello di felicità del cliente. L'assenza della barra per alcune variabili indica che queste non sono significative nell'influenzare la felicità dell'investitore. Si evidenzia innanzitutto, in maniera del tutto prevedibile, che il patrimonio è una variabile rilevante per la felicità. Ciò che invece è interessante rilevare è che, sia il driver della "presenza di competenze in merito agli investimenti sostenibili", sia quello "sull'intenzione di investire in strumenti Esg" rendono più



**GRAFICO I - I DRIVER ("LE DETERMINANTI") DELLA FELICITÀ DEGLI INVESTITORI ESG**



Nota: il grafico a istogramma rappresenta, in modo semplificato i risultati dei modelli statistici e in particolare, l'effetto delle variabili analizzate e riportate nel grafico sulla felicità del cliente. La direzione e la lunghezza della barra rappresenta l'effetto positivo o negativo della variabile analizzata sul livello di felicità del cliente. L'assenza della barra per alcune variabili indica che queste non sono significative nell'influenzare la felicità dell'investitore. Si evidenzia innanzitutto, in maniera del tutto prevedibile, che il patrimonio è una variabile rilevante per la felicità. Ciò che invece è interessante rilevare è che, sia il driver della "presenza di competenze in merito agli investimenti sostenibili", sia quello "sull'intenzione di investire in strumenti Esg" rendono più



**MONICA ROSSOLINI**  
docente di economia  
degli intermediari finanziari  
Università degli Studi  
di Milano-Bicocca

*«Allo scopo di incentivare l'investimento in strumenti Esg da parte del cliente, è utile agire su due fronti: migliorare l'intenzione del consulente di offrire strumenti Esg rafforzando le sue conoscenze in materia di investimento sostenibile e, al contempo, sviluppare le competenze e la sensibilità dei clienti sul tema»*

**MONICA ROSSOLINI**

felici gli investitori. Forse l'aspettativa di compiere una scelta considerata "giusta" dai pari, dai media, dalle istituzioni comporta l'attesa di potere contribuire nel proprio piccolo. «Riteniamo», commenta **Monica Rossolini**, docente di economia degli intermediari finanziari dell'**Università degli Studi di Milano-Bicocca**, «che per mantenere elevato questo livello di "felicità" (e quindi di engagement) occorrerebbe, da parte degli intermediari, sviluppare sistemi di rendicontazione differenti rispetto a quelli tradizionali, in grado di evidenziare i risultati in termini di impatto effettivo, non limitandosi a un'informativa sui rendimenti e rischi degli investimenti». La presenza in portafoglio di investimenti Esg non sembra, invece, avere alcuna relazione con la felicità del cliente, a differenza dell'intenzione.



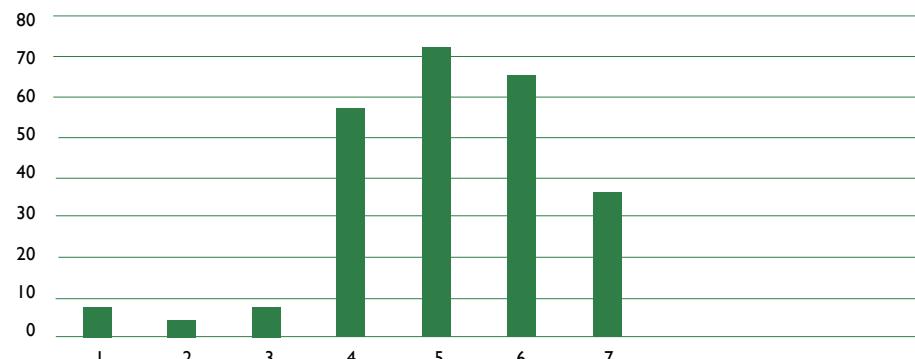
Tra le varie indicazioni riportate dai clienti nell'ambito delle risposte al questionario si rileva che gli investitori ritengono in maniera abbastanza significativa che puntare strumenti Esg sia "utile", così come emerge che il fattore Esg sia una componente non marginale nell'ambito degli obiettivi delle proprie strategie di investimento. Grafici 2 e 3, (scala 1-7 dove 1 è il valore minimo e 7 il valore massimo).

#### **ATTEGGIAMENTO POSITIVO**

«Le indicazioni che ci provengono dalla clientela attraverso questa survey sono molto interessanti e confermano l'interesse e la sensibilità che i clienti hanno sui temi della sostenibilità, anche nella prospettiva degli investimenti finanziari e della prestazione dei servizi di investimento e consulenza», commenta **Simone D'Ippolito**, wealth regulatory business manager e segretario del Co-

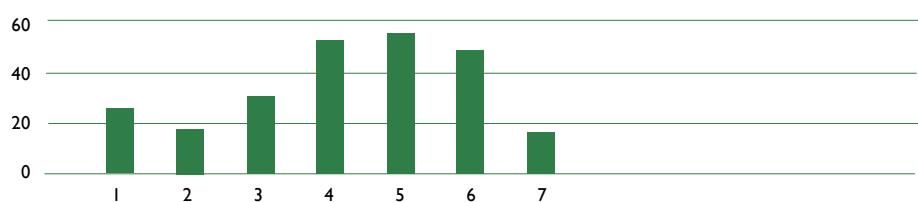
**GRAFICO 2: ESITI ALLA DOMANDA DEL QUESTIONARIO: "SECONDO TE INVESTIRE IN UNO STRUMENTO FINANZIARIO ESG È:" (SCALA 1-MIN E 7-MAX)**

**Estremamente inutile ...estremamente utile**



**GRAFICO 3: ESITI ALLA DOMANDA DEL QUESTIONARIO: "IL PRINCIPALE OBIETTIVO DELLA MIA STRATEGIA DI INVESTIMENTO È GENERARE UN IMPATTO POSITIVO SU AMBIENTE, ESIGENZE SOCIALI E BUONA GOVERNANCE DELLE IMPRESE" (SCALA 1-MIN E 7-MAX)**

**Il principale obiettivo della mia strategia di investimento è generare un impatto positivo su ambiente, esigenze sociali e buona governance delle imprese**





**SIMONE D'IPPOLITO**  
wealth regulatory business manager  
e segretario del Comitato  
sostenibilità area wealth  
Gruppo Credem

*«Investire in prodotti Esg rende dunque felici? Viene percepito come un valore effettivo dai nostri clienti e consulenti? Gli esiti di questa survey sono molto interessanti, poiché ci evidenziano l'impatto positivo sulla soddisfazione finanziaria dei clienti generato dall'intenzione di investire su strumenti Esg e ci confermano, dunque, l'importanza di continuare a garantire una gamma di prodotti con un'adeguata presenza di strumenti a caratterizzazione Esg e a rafforzare ed evolvere i modelli di business, di servizio e di rendicontazione verso la clientela, per valorizzare al meglio e dare concretezza al nuovo fattore di sostenibilità»*

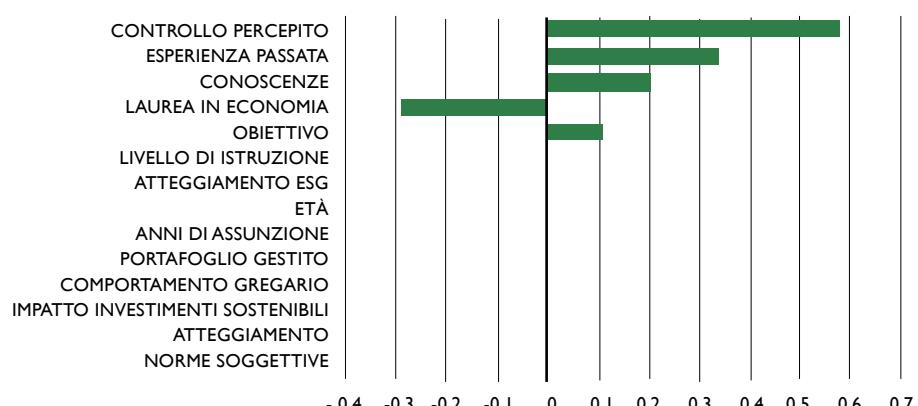
**SIMONE D'IPPOLITO**

mitato sostenibilità area wealth del **Gruppo Credem**.

Una specifica analisi è stata svolta studiando il comportamento dei consulenti. I risultati per i consulenti mostrano in media una buona propensione a offrire strumenti finanziari



**GRAFICO4: I DRIVER (“DETERMINANTI”) DELL’INTENZIONE DI OFFRIRE STRUMENTI FINANZIARI ESG**



Nota: il grafico è un istogramma che rappresenta l'effetto delle variabili analizzate e riportate nel grafico sull'intenzione di offrire strumenti di investimento Esg da parte dei consulenti. La direzione e la lunghezza della barra rappresenta l'effetto positivo o negativo della variabile analizzata sull'intenzione di offrire strumenti di investimento Esg. L'assenza della barra per alcune variabili indica che queste non sono significative nell'influenzare l'intenzione di offrire strumenti Esg da parte dei consulenti.

Esg, ritenendo semplice questa attività. Ciò è dovuto anche al fatto che i consulenti hanno un atteggiamento positivo sia nei confronti degli strumenti finanziari Esg, sia delle tematiche sulla sostenibilità in generale (grafico 4). I risultati della figura 4 mostrano che “esperienza passata” e “controllo del tema Esg percepito” dal consulente evidenziano una relazione positiva e significativa con la variabile dipendente (cioè l'intenzione di offrire prodotti Esg). Ciò conferma che una maggiore propensione di offrire strumenti finanziari di tipo Esg ai propri clienti è presente in consulenti che hanno già esperienza in questo ambito, che hanno una percezione di una maggiore semplicità nell'offrire questi strumenti e mostrano un atteggiamento positivo nei confronti degli strumenti finanziari Esg. In aggiunta ai predittori proposti da Ajzen (1985), anche le “conoscenze in materia di Esg” sono correlate a un impatto positivo sull'intenzione di offrire prodotti di investimento Esg.

#### FONDAMENTALI LE COMPETENZE

Questi risultati suggeriscono che le conoscenze e le competenze in materia di strumenti di investimento Esg sono fondamentali per incrementare l'intenzione,

e quindi il comportamento finale, di proporre strumenti finanziari Esg ai propri clienti. Conoscenze adeguate permettono di aumentare pertanto la sicurezza del consulente nell'offrire strumenti che trattano temi “nuovi” e che si discostano da prodotti più tradizionali, soprattutto per consulenti che debbono confrontarsi con clienti meno propensi a tali investimenti e che non rispondono positivamente a “semplici” messaggi del tipo “è una nostra responsabilità” o “lo faccio per il pianeta”. Inoltre, di tutte le variabili socio-demografiche inserite, solo il tipo di studi sembra mostrare una relazione significativa a livello statistico. In particolare, i consulenti che hanno conseguito una laurea con indirizzo economico (o materie affini) evidenziano una minore propensione a offrire strumenti finanziari Esg. «Ciò potrebbe essere spiegato dal bias dei propri studi, svolti in un periodo in cui nelle aule universitarie i canoni della finanza tradizionale prevalevano, fatto che quindi incide ancora oggi sulla loro maggiore propensione a proporre strumenti finanziari basandosi principalmente sulla componente economico-finanziaria del prodotto, senza tenere in

considerazione elementi che si discostano da tale dimensione, come, ad esempio, gli aspetti legati alla sostenibilità», commenta **Doriana Cucinelli**, docente di economia degli intermediari finanziari all'**Università degli Studi di Parma**. Infine, anche gli «obiettivi» della strategia di investimento mostrano una relazione positiva e significativa con la variabile dipendente: Quanto più un consulente inserisce nei suoi obiettivi della strategia di investimento personale la componente Esg, tanto più è intenzionato a offrire ai propri clienti strumenti finanziari Esg.

### **UTILE E PIACEVOLI**

Tra le varie indicazioni riportate dai consulenti nell'ambito delle risposte al questionario si rileva che gli stessi ritengono in maniera abbastanza significativa che proporre strumenti Esg è «utile» e «piacevole». Grafici 5 e 6 (scala 1-7 dove 1 è il valore minimo e 7 il valore massimo).

Infine, l'analisi della relazione tra intenzione di investire in prodotti Esg del cliente e intenzione di offrire prodotti di investimento Esg da parte del consulente mostra che il consulente ha una centralità rispetto al com-

portamento del cliente, ma solo quando, nell'analisi stessa, le competenze in tema di sostenibilità del cliente non sono tenute in considerazione. Ciò evidenzia l'importanza delle conoscenze personali del cliente e le sue convinzioni sulle tematiche Esg, le quali possono avere un peso maggiore nella scelta di investire in tale ambito, rispetto ai consigli offerti dal consulente.

«Allo scopo di incentivare l'investimento in strumenti Esg da parte del cliente, è utile agire su due fronti: migliorare l'intenzione del consulente di offrire strumenti Esg rafforzando le sue conoscenze in materia di investimento sostenibile e, al contempo, sviluppare le competenze e la sensibilità dei clienti sul tema», aggiunge Monica Rossolini. E conclude Simone D'Ippolito: «Investire in prodotti Esg rende dunque felici? Viene percepito come un valore effettivo dai nostri clienti e consulenti? Gli esiti di questa survey sono molto interessanti, poiché ci evidenziano l'impatto positivo sulla soddisfazione finanziaria dei clienti generato dall'intenzione di investire su strumenti Esg e ci confermano, dunque, l'importanza di continuare a garantire una gamma prodotti con un'adeguata presenza di strumen-

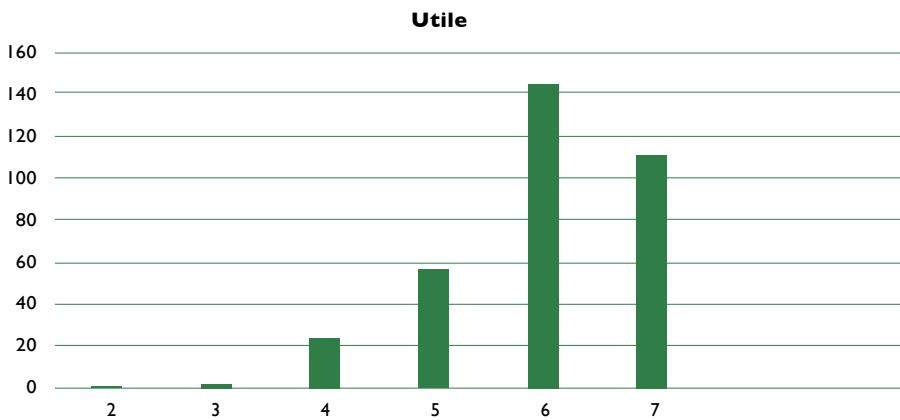


**DORIANA CUCINELLI**  
docente di economia degli  
intermediari finanziari  
**Università degli Studi di Parma**

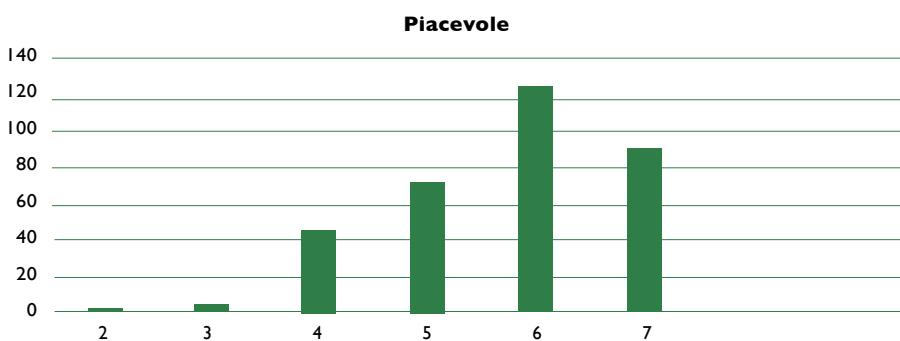
*«Il fatto che i consulenti che hanno conseguito una laurea con indirizzo economico (o materie affini) evidenziano una minore propensione a offrire strumenti finanziari Esg potrebbe essere spiegato dal bias dei propri studi, svolti in un periodo in cui nelle aule universitarie i canoni della finanza tradizionale prevalevano, fatto che quindi incide ancora oggi sulla loro maggiore propensione a proporre strumenti finanziari basandosi principalmente sulla componente economico-finanziaria del prodotto»*

**DORIANA CUCINELLI**

**GRAFICO 5: ESITI ALLA DOMANDA DEL QUESTIONARIO: "SECONDO TE PROPORRE AI CLIENTI UN PRODOTTO FINANZIARIO ESG È?" (SCALA 1-MIN E 7-MAX)**



**GRAFICO 6: ESITI ALLA DOMANDA DEL QUESTIONARIO: "SECONDO TE PROPORRE AI CLIENTI UN PRODOTTO FINANZIARIO ESG È?" (SCALA 1-MIN E 7-MAX)**



ti a caratterizzazione Esg e a rafforzare ed evolvere i modelli di business, di servizio e di rendicontazione verso la clientela, per valorizzare al meglio e dare concretezza al nuovo fattore di «sostenibilità. Percorso che come Gruppo Credem abbiamo intrapreso tempo fa e sul quale stiamo continuando a lavorare, così come tutto il sistema finanziario, anche alla luce delle importanti discussioni e approfondimenti in corso in questi mesi a livello europeo, sia sul versante SfdrR/Taxonomy, sia Mifid2/Idd».

Kairos International Sicav

# BOND PLUS

## 10 ANNI DI PERFORMANCE

### LA FLESSIBILITÀ SI FA RESILIENZA

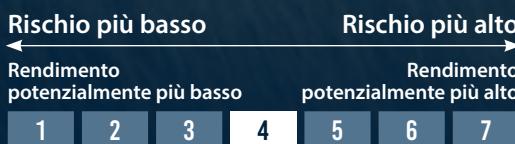
Flessibilità, elevata diversificazione del portafoglio e una lunga storia di successo sono i punti di forza di KIS BOND PLUS, la soluzione di Kairos che evolve i tradizionali canoni dell'investimento obbligazionario e sfida il contesto di mercato contemporaneo.



I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

	+17,7%	+5,9%	+7,4%	+2,0%	+1,0%	+6,2%	-6,1%	+6,0%	+9,0%	+2,2%	-10,2%	RENDIMENTO CUMULATIVO A 5 ANNI <sup>1)</sup>	RENDIMENTO CUMULATIVO A 10 ANNI <sup>2)*</sup>
KIS BOND PLUS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 <sup>(1)</sup>	+17,84%	+61,86%

(1) al 30.09.2022



Le informazioni complete sui rischi sono disponibili sul Prospetto e sul KIID.

**KAIROS**  
a Julius Baer Group company

Questa è una comunicazione di marketing con finalità promozionali. Si prega di consultare il Prospetto e il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) prima di prendere una decisione finale di investimento, disponibili in lingua italiana sul sito [www.kairospartners.com](http://www.kairospartners.com) nonché presso la sede legale di Kairos Partners SGR S.p.A. ("Kairos") e i soggetti collocatori, anche in forma cartacea. Una sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in lingua italiana e inglese al link <https://www.kairospartners.com/sintesi-dei-diritti-degli-investitori-it-en/>. I rendimenti sono rappresentati al netto delle spese a carico del Fondo e al lordo degli oneri fiscali. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. L'investimento riguarda l'acquisizione di azioni del Fondo e non di una determinata attività sottostante che resta di proprietà del Fondo medesimo e implica una componente di rischio, di conseguenza il capitale investito in origine potrebbe non essere recuperato in tutto o in parte. Le oscillazioni dei tassi di cambio possono influenzare il valore dell'investimento e i costi laddove espressi in una valuta diversa da quella di riferimento dell'investitore. Informazioni sulle specificità del Fondo e sugli aspetti generali in tema sostenibilità (ESG) ai sensi del Regolamento (UE) 2019/2088, sono disponibili al link [www.kairospartners.com/esg/](http://www.kairospartners.com/esg/). In caso di commercializzazione del Fondo in paesi diversi da quello di origine, Kairos ha il diritto di porre fine agli accordi per la commercializzazione in base al processo di ritiro della notifica previsto dalla Direttiva 2009/65/CE.

Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa, non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento e non sono dirette a persone residenti negli Stati Uniti o ad altri soggetti residenti in Paesi dove il Fondo non è autorizzato alla commercializzazione. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espresa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazione senza preavviso né successiva comunicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web [www.kairospartners.com](http://www.kairospartners.com). La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari. (\*) Dati dal 30/12/2016 al 30/12/2021, Classe P-EUR. (\*\*) Dati dal 30/12/2011 al 30/12/2021, Classe P-EUR.

© 2021 Morningstar, Inc. Tutti i diritti riservati. Le informazioni (1) sono di proprietà di Morningstar e/o dei suoi fornitori di contenuti; (2) non possono essere copiate o distribuite; e (3) non si garantisce che siano accurate, complete o tempestive. Né Morningstar né i suoi fornitori di contenuti sono responsabili di eventuali danni o perdite derivanti dall'uso di queste informazioni.

Per ulteriori informazioni sul premio UCITS Hedge Awards 2022 [www.thehedgefundjournal.com](http://www.thehedgefundjournal.com), sul premio Refinitiv Lipper [www.lipperfundawards.com/Awards/Switzerland/2022/Fund](http://www.lipperfundawards.com/Awards/Switzerland/2022/Fund).

## «Esg e digitalizzazione: una nuova sfida»

a cura di Emanuela Zini

Nel numero di settembre di Fondi&Sicav, **Marco Deroma**, appena riconfermato per il secondo quadriennio alla guida di **Efpa Italia**, ha raccontato gli indubbi successi del suo primo mandato e i programmi di espansione futuri. Ma lavorare per una fondazione, che per statuto non ha scopi di lucro, non comporta solo operare sul piano quantitativo, ma soprattutto fornire risultati sul piano qualitativo. È questo il tema affrontato in questa breve intervista con il presidente di Efpa Italia.

**L'Esg è un tema sempre più importante per i consulenti. Che cosa ha significato per voi creare una certificazione ad hoc per i professionisti che vogliono fornire consulenza sui prodotti che investono adottando criteri di sostenibilità?**

«Abbiamo subito ritenuto che la certificazione Esg fosse assolutamente strategica nell'attuale ambito della consulenza e, per questo motivo, siamo stati i più veloci, tra le varie affiliate di Efpa Europe, a creare questa nuova certificazione; è per noi un altro motivo di orgoglio. Noi siamo partiti già ai primi di novembre 2020 in tempi brevissimi, rispetto all'approvazione del Syllabus europeo, il programma formativo elaborato da Efpa Europe che permette alle affiliate locali di sviluppare le attività a livello territoriale, e siamo riusciti a dare il via alla prima sessione di esami alla fine di gennaio».

**L'organizzazione di una nuova certificazione, però, non è di certo semplice, anche perché è necessario coinvolgere altre realtà.**

«Ovviamente c'è stata anche una veloce ri-

sposta da parte delle scuole di formazione, la cui collaborazione era indispensabile. Non dimentichiamo che Efpa ha un principio al quale non vuole derogare: evitare i conflitti di interesse. Perciò non svilupperemo mai programmi di formazione, perché vogliamo mantenere una libertà fondamentale: promuovere i meritevoli con la massima autonomia di giudizio. E il primo passaggio per ottenere ciò è evitare il conflitto di interessi. È chiaro che quando abbiamo sviluppato i primi calendari, già avevamo messo in piedi una serie di colloqui approfonditi con le scuole di formazione per fare sì che cominciassero a darci un'offerta formativa. E la velocità con cui ci siamo mossi con i formatori, coniugata con la rapidità di risposta nella preparazione degli esami, sono state fondamentali per fare sì che oggi Efpa Italia sia leader in Europa per numero di soggetti certificati».

**Quanti sono attualmente i professionisti certificati Esg?**

«La certificazione di Esg advisor può essere da sola o aggiunta alla certificazione preesistente. Attualmente i soggetti che vantano l'attestazione Esg sono più di 2 mila e 1.000 di costoro hanno la doppia certificazione».

**Lei nel suo precedente mandato si è trovato a operare nel mezzo del ciclone Covid-19. Quali cambiamenti ha comportato la pandemia?**

«Il Covid-19 ha sicuramente rappresentato per l'intero settore della consulenza una velocizzazione della digitalizzazione. Prima della pandemia, c'era già stato un inizio di salto tecnologico: i processi paperless erano sicuramente uno degli strumenti di



**MARCO DEROMA**  
presidente  
**Efpa Italia**

efficienza aziendale che quasi tutti gli intermediari finanziari avevano già cominciato a sviluppare. Il Covid ha semplicemente accelerato questo processo. In questo quadro complessivo, Efpa Italia ha saputo trasformare un problema in opportunità. La pandemia ci ha costretti a rivedere i nostri processi e ciò ha rappresentato una sfida importante, cioè digitalizzare gli esami pur mantenendone il rigore e la qualità. Devo dire che siamo riusciti a raggiungere pienamente l'obiettivo».

**In termini pratici che cosa ha comportato questa evoluzione?**

«Fin dai primi esami fatti in modalità digitale abbiamo adottato il sistema di monitoraggio a doppio device. Ciò significa che chi si presentava aveva un computer che permetteva di svolgere l'esame, ma veniva utilizzato anche un secondo device, che aveva il compito di monitorare il candidato. Noi avevamo così la possibilità di vederlo, di ascoltarlo, cioè potevamo verificare che svolgesse in modo autonomo la prova. La digitalizzazione è stata un passaggio importante che, oltre a mantenere la qualità e la validità del test, ci ha consentito anche di risparmiare sul piano finanziario: non ci sono più i costi delle aule, le commissioni d'esame non sono costrette a muoversi per andare nella località dove si svolgeva la prova. In conclusione abbiamo fatto un passaggio al digitale veloce, di elevata qualità e con un beneficio sul piano della riduzione dei costi. E, anche con il ritorno delle sessioni d'esame in presenza, stiamo continuando a utilizzare alcuni dei cambiamenti tecnologici adottati allora».

**LIFESTYLE**

**SANTOMIELE**

# Metti un fico nel futuro

a cura di Antonella Ferrara



**Antonio Longo e Corrado Del Vermé**, sono nati nel Cilento. Amici fin da adolescenti, dopo avere studiato a Roma, hanno fatto scelte autonome.

Geologo il primo, manager il secondo, si sono rincontrati nuovamente nel Cilento dopo avere vissuto esperienze professionali molto diverse tra loro, (diversi essi stessi, sia per formazione, sia per carattere), che sarebbero poi diventate la loro forza creativa e imprenditoriale. Dal loro nuovo e maturo confronto umano e supportati dalla storica amicizia e dal nuovo entusiasmo, nel 2000 si sono ritrovati per condividere un sogno: dare vita alla **Santomiele**. È l'avventura di due giovani che, partendo da un garage di 45 metri quadrati, dopo avere investito appena 5 milioni di vecchie lire, e soprattutto scommettendo sulla fantasia e sulla volontà di creare qualcosa di nuovo, hanno inseguito un sogno allo stesso tempo semplice e rivoluzionario: riprendere l'attività del nonno di Antonio agli inizi del '900, ma rileggendola in chiave contemporanea.

**Qual è stata l'idea che ha fatto partire tutto?**

«L'idea è stata trasformare il fico, prodotto da sempre considerato povero, mirando all'eccellenza. La materia prima impiegata è il fico con la denominazione "terroir del Cilento", di cui controlliamo l'intera filiera di produzione, dalla potatura delle piante all'essiccazione del frutto. La selezione dei fichi è rigorosa, così come la loro essiccazione al sole e la loro accurata lavorazione a mano. Abbiamo rivoluzionato il modo di lavorare e trasformare i fichi, imponendo una filosofia e un marchio a livello internazionale».

**In che cosa consiste quella che voi definite una rivoluzione?**

«Partiamo da qualche numero. Nel 1950 l'Italia meridionale produceva circa 45 mila tonnellate di fico. Nel 1990 la produzione era scesa del 95% circa e la frutta secca sui mercati proveniva quasi esclusivamente da paesi come la Turchia e l'Egitto, dove si prestava molta meno attenzione, sia all'igiene, sia all'immagine. In Cilento la coltivazione era ridotta quasi esclusivamente a uso familiare. La Santomiele è riuscita nella grande sfida di fare comprendere ai contadini del territorio che il fico poteva essere rivalORIZZATO e poteva diventare un'enorme nuova opportunità. Oggi la Santomiele può contare su 60 aziende locali affiliate che creano valore».

**Può descrivere il vostro headquarter**



#### **che attira visitatori da tutto il mondo?**

«Nel 2009 acquistammo un vecchio frantoio del '700 nel borgo antico di Prignano Cilento, che, dopo accurati e lunghi lavori di restauro, siamo riusciti a trasformare in un luogo speciale, fortemente evocativo, rendendolo sede ufficiale e laboratorio al tempo stesso, nel quale design e cultura del cibo si fondono magistralmente e dove la bellezza del territorio si esprime in un linguaggio culturalmente stratificato. All'interno una mostra fotografica permanente che parla di arte e bellezza; all'esterno terrazze degradanti verso il paesaggio collinare del Cilento diventano luoghi perfetti per la meditazione e per apprendere le tecniche del "fatto a mano". Abbiamo scelto maestri artigiani che lavorano i fichi con maestria, accuratezza e antica sapienza e ciascuno svolge la lavorazione del frutto al proprio banco per una produzione limitata, rispettando una tradizione che si declina nella fattura artigianale e nel rispetto del passato. Volevamo reinventare il fico e ci siamo riusciti creando prodotti sempre nuovi che ci hanno fatto arrivare, tra le altre, sulla tavola dei reali d'Inghilterra. La Pigna Santomiele è diventata un cult! Una torta di 600 grammi, di cui vengono scolpite solo 500 cupole all'anno; sono lamelle di fichi essiccati, legate con cioccolato extra fondente e arricchite con mandorle di Giffoni e pinoli».

#### **Avete ricevuto anche premi importanti...**

«Ci sono stati assegnati numerosi riconoscimenti per l'approccio innovativo di fare impresa. Nel 2011, abbiamo ricevuto dalla Stampa estera il premio come migliore prodotto italiano dell'anno con la seguente motivazione: "Per i corrispondenti esteri non è facile trovare argomenti, al di fuori della politica, per potere scrivere dell'Italia. I fichi Santomiele

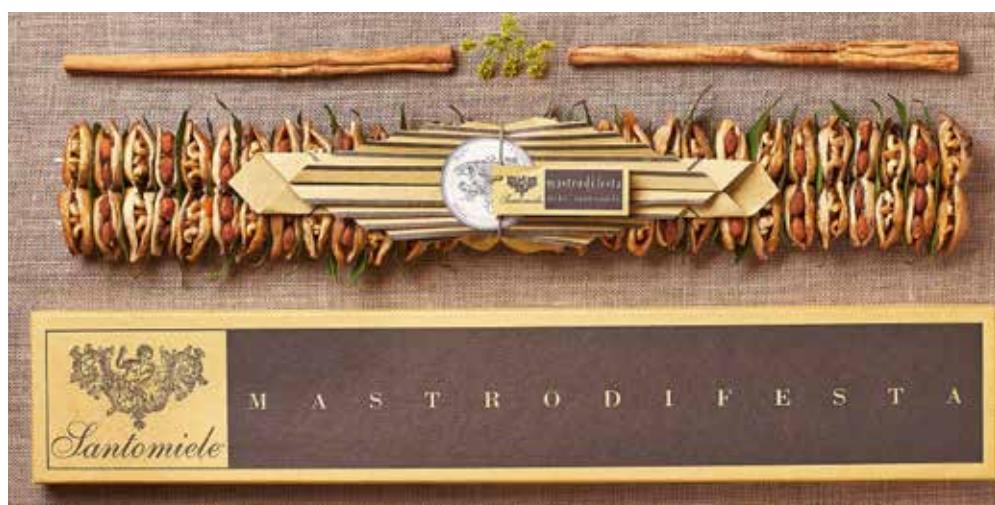
hanno commosso i giornalisti stranieri, che non si aspettavano che da una materia prima così umile, ma piena di dignità, si potessero ricavare dei prodotti raffinati e di alta qualità. Ed è questa la semplice ragione per cui l'Azienda Santomiele ha avuto il nostro premio per la produzione 2011". Nel 2012, siamo stati i primi classificati come migliori fichi dal Gambero Rosso. Nel 2017, abbiamo avuto il Premio Pio Alferano. La motivazione: "Il premio a Santomiele è il premio alla bellezza della natura. La migliore e più ampia tradizione e la più efficace tecnologia rendono Santomiele un santuario del gusto, un equivalente, nella cura e nella presentazione, della raffinatezza editoriale". Infine nel 2018 la nostra azienda è stata candidata all'Onu a New York per rappresentare l'Europa alla giornata dedicata alle piccole e medie imprese. Con il nostro modello di azienda sostenibile, siamo riusciti a gettare le fondamenta sulla valorizzazione delle risorse umane e dei prodotti locali, obiettivi dell'agenzia 2030 lanciata dalle Nazioni Unite e culminata nell'adozione di una risoluzione Onu approvata dall'Assemblea generale nell'aprile 2017».

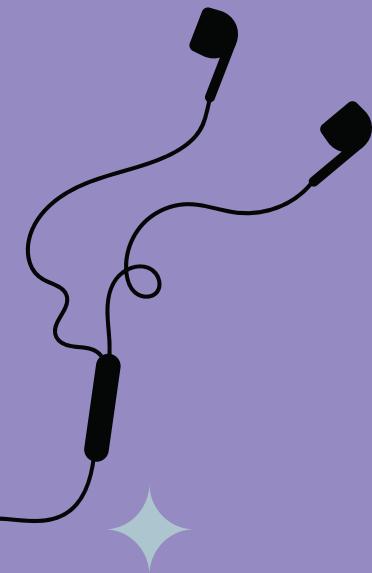
#### **Quale impatto ha avuto sui giovani del territorio la vostra missione?**

«Abbiamo sempre creduto fortemente nella necessità di educare le nuove generazioni all'importanza della tutela del territorio. La nostra rivoluzione è stata compresa negli anni come una grande opportunità per i giovani che hanno investito con noi insieme alle loro famiglie. Da sempre investiamo per fare progredire tecniche e processi senza dimenticare il valore e la validità delle pratiche. Fare impresa senza conoscenza è impossibile e, quindi, la formazione è indispensabile. Serve ora sempre di più la sinergia tra aziende, istituzioni e territorio per non disperdere ciò che si è culturalmente creato intorno a noi. Vogliamo sempre più entrare nelle scuole e raccontare l'importanza della produzione etica del fico. Vogliamo sempre più trasferire ai giovani del nostro territorio la nostra curiosità, la nostra passione e la nostra determinazione. Solo così possiamo sperare in una nuova generazione di imprenditori che rispettano la natura, la bellezza e l'etica della produzione».



**ANTONELLA FERRARA**  
strategic corporate advisor,  
ideatrice e curatrice indipendente  
di eventi e progetti speciali  
[www.antonellaferrara.com](http://www.antonellaferrara.com)





Le **interviste esclusive**  
di Fondi&Sicav ai protagonisti  
del cambiamento



disponibile su:

## Idrogeno

Un grande passo per i tuoi investimenti e per la transizione energetica.



**CPR Invest - Hydrogen, un'opportunità da cogliere per creare valore investendo nell'ecosistema dell'idrogeno:**

- dà accesso a un mercato innovativo e ad alto potenziale;
- si stima che l'idrogeno coprirà circa il 17% dell'intero fabbisogno energetico entro il 2050\*\*;
- l'idrogeno potrebbe avere un ruolo determinante per la riduzione delle emissioni di gas serra.

amundi.it

Fund managed by  
**cpr**  
asset management

**La fiducia  
va meritata**

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

\*Fonte: IPE "Top 500 Asset Managers" pubblicato a giugno 2022, sulla base delle masse in gestione al 31/12/2021.

\*\*ETC (Energy Transition Commission), "Making the Hydrogen Economy Possible", aprile 2021.

**Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il Prospetto e il KIID prima di prendere una decisione finale di investimento.** CPR Invest - Hydrogen (di seguito anche "Fondo") è un Comparto della SICAV CPR Invest, gestito da CPR Asset Management, una società del gruppo Amundi. CPR Asset Management è autorizzata in Francia e regolamentata dall'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Il Comparto è autorizzato in Lussemburgo e sottoposto alla vigilanza della Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). I potenziali investitori devono esaminare se i rischi annessi all'investimento nel Fondo siano appropriati alla loro situazione, e devono altresì accertarsi di aver compreso interamente il presente documento. In caso di dubbi, si raccomanda di consultare un consulente finanziario. Il valore dell'investimento potrebbe diminuire o incrementarsi. Il Fondo non offre alcuna garanzia di rendimento. L'investimento comporta dei rischi. I risultati passati non sono indicativi di quelli futuri e non vi è garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro. Il presente documento non rappresenta un'offerta a comprare né una sollecitazione a vendere. Esso non è rivolto a nessuna "U.S. Person" come definita nel Securities Act del 1933 e nel prospetto. Il KIID, che il proponente l'investimento deve consegnare prima della sottoscrizione, e il Prospetto sono disponibili gratuitamente presso le sedi dei soggetti collocatori nonché sul sito internet [www.amundi.it](http://www.amundi.it). Una sintesi delle informazioni sui diritti degli investitori e sui meccanismi di ricorso collettivo è reperibile in lingua inglese al seguente link: <https://about.amundi.com>. La società di gestione può decidere di ritirare la notifica delle disposizioni adottate per la commercializzazione di quote, anche, se del caso, in relazione a categorie di azioni, in uno Stato membro rispetto alle quali aveva precedentemente effettuato una notifica. Giugno 2022. | W