

# FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO anno 15/16 - numero 150 - dicembre 2022/gennaio 2023



STATI UNITI, I PRIMI A RIPARTIRE  
FOCUS CINA, IL PAESE VOLTA PAGINA  
L'OUTLOOK 2023 DEI BIG  
DELLA CONSULENZA





BANCA  
GENERALI  
PRIVATE

IRB&SAATCHI



Foto: Stefano Guindani

# C'È UNA STORIA DA LEGGERE. E UN'ALTRA ANCORA DA SCRIVERE.

Per noi di Banca Generali, la sostenibilità è un valore da condividere. Per questo, abbiamo deciso di raccontare insieme a Stefano Guindani le storie di tutte quelle realtà che, come noi, perseguono gli "Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile" stabiliti dalle Nazioni Unite. Tramite queste storie, vogliamo aiutare i nostri clienti a scrivere la loro. Per questo, siamo al loro fianco nella costruzione di portafogli sostenibili che salvaguardino l'ambiente, le politiche sulla parità di genere e l'uso consapevole delle risorse naturali.



Inquadra il QR Code  
e scopri le nostre storie.



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

## OUTLOOK SUBITO IN PRATICA di Giuseppe Riccardi



In questo primo numero del 2023 di Fondi&Sicav, abbiamo chiesto ai responsabili della gestione o dell'ufficio studi delle quattro maggiori reti di consulenti italiane l'outlook per l'anno appena iniziato. Abbiamo fatto questa scelta poco tradizionale (normalmente questo tipo di previsione si chiede alle maggiori case di gestione mondiali) per un motivo ben preciso: le quattro società leader nel collocamento di prodotti finanziari hanno circa 20 mila consulenti e insieme forniscono advisory a circa 3 milioni di persone. In pratica, le previsioni per il 2023 si concretizzano immediatamente in decisioni strategiche per una bella fetta di

investitori italiani e di famiglie guidate dai professionisti della consulenza. E in un momento così difficile per i mercati e l'economia è fondamentale capire come muoversi, quali consigli dare e ricevere. Ed è interessante, al di là dei singoli diversi pareri, cogliere alcune linee comuni che sono emerse nel confronto tra i diversi manager. Innanzitutto, nessuno si aspetta che nel primo semestre del 2023 le cose cambieranno molto: le banche centrali continueranno ad alzare i tassi, anche se in misura inferiore, e a lottare con determinazione contro l'inflazione. Così, in questi primi sei mesi, sarà probabilmente una buona scelta prendere

posizione in vista del previsto miglioramento dei listini nella seconda parte del 2023 o nei primi mesi del 2024. L'idea generale è che a metà 2023 Fed e Bce cessino di alzare il costo del denaro e che ai primi del nuovo anno riprendano a tagliare. Considerando che i mercati tendono ad anticipare sempre i trend, è ragionevole pensare che in primavera si potranno impostare nuove strategie. Tante informazioni per passare subito dalla teoria alla pratica.



## ALMENO IL PURGATORIO di Alessandro Secciani

In un'intervista in questo numero di Fondi&Sicav a VanEck, uno dei maggiori operatori mondiali in Etf e titoli collegati alle materie prime, viene fornita una serie di dati un po' scoraggiante: «Nei 30 anni che vanno dall'inizio del 2021 al 2050 per arrivare a un assetto net zero sarà necessario investire qualcosa come 131 trilioni di dollari in tutto il mondo (fonte Irena). Nel 2021, però, il capex globale dedicato a questo progetto epocale è stato di appena 750 miliardi di dollari, quando per

rispettare la tabella di marcia avrebbero dovuto essere allocati 8-9 trilioni». Tanto per avere un'idea, 8 trilioni di dollari rappresentano circa la somma degli interi Pil di Regno Unito, Francia, Italia e Spagna e circa l'8% dell'intero Pil globale. Capitali simili andrebbero trovati ogni anno. Ma non solo: arrivare al net zero significa cambiare totalmente il modo di produrre, di consumare e di fornire servizi; sarà necessario decuplicare l'utilizzo di una serie di materie prime che oggi, ma nemmeno domani, l'industria mineraria mondiale non è in grado di produrre. In pratica, l'Esg è davvero una realtà concreta? Gli sforzi che a livello personale, di governi, di

finanza vengono fatti hanno un senso, possono portare a un cambiamento concreto e reale? O sono solo una testimonianza? Certamente i capitali da investire sono talmente importanti che è molto difficile raggiungere l'obiettivo entro la data prefissata. Il problema è se scoraggiarsi o tentare comunque di cambiare le cose, magari con tempi più lunghi, magari solo parzialmente. Non riusciremo a costruire il paradiso in terra, ma il purgatorio sì. L'importante è non scoraggiarsi, incrementare gli sforzi, non perdere una sola occasione per migliorare il pianeta, cercare la più ampia unità. Solo a questa condizione si riuscirà a vincere.

## SOMMARIO

Numero 150  
dicembre 2022/gennaio 2023  
anno 15/16

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, Stefania Sala**

collaboratori  
**Stefania Basso,**  
**Paolo Bruno, Arianna Caviglioli,**  
**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 EDITORIALE

### 6 GEOPOLITICA

Arabia Saudita, una moderna autocrazia

### 8 OSSERVATORIO ASIA

Corea del Sud, un paese politicamente diviso in due

### 10 FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

*Dorcas Phillips, director Etf, Fidelity International*

«Nuovi Etf con tanto valore aggiunto»

*Johanna Kyrklund, group chief investment officer and co-head of investment, Schroders*

«Un ritorno a una parvenza di normalità»



## 16

### USA, NON SOLO PESSIMISMO

Una recessione che non è scontata



### 32 GROUPAMA

In un nuovo regime di scarsità

### 34 WELLINGTON

Un'analisi concentrata sui manager

### 36 VANECK

Commodity, una grande spinta dalla transizione energetica

### 38 MIRABAUD

Una crescita mondiale in discesa

### 40 BUSINESS INTELLIGENCE

Idrogeno, un grande difficile futuro

## 43



### FOCUS CINA

Una svolta sul Covid e l'immobiliare



### 56 OSSERVATORIO RISCHIO

Cambiare rotta nel 2023 con l'intelligenza artificiale

### 60 OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA

Giocarsi la vita

### 62 LA FINANZA E LA LEGGE

Dal Kiid al Kid

### 65 CONSULENTI & RETI



L'outlook per il 2023 dei big della consulenza

### 82 LIFESTYLE

Podere Cavaga, quando la tradizione diventa eccellenza





# IL FUTURO È NELLE NOSTRE MANI. DIAMOGLI FORMA INSIEME.



In un mondo in continua evoluzione, diventa **protagonista del cambiamento** verso un **futuro migliore!**

Grazie alle tue scelte di investimento puoi contribuire a trasformare le aziende, rimodellare la vita quotidiana e accelerare una crescita sostenibile.

**Allianz Global Investors**, con la sua lunga esperienza negli **investimenti sostenibili**, può aiutarti a cogliere le opportunità più interessanti, tenendo conto dei tuoi valori e dei tuoi obiettivi di vita.

Aiutaci a plasmare il mondo di domani:

[it.allianzgi.com/sostenibilita](https://it.allianzgi.com/sostenibilita)

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors. 2551643

**Allianz**   
Global Investors

# Arabia Saudita, una moderna autocrazia

a cura di Mark William Lowe

L'Arabia Saudita moderna è nata il 23 settembre 1932, quando, con decreto reale, il re Abdulaziz Al-Saud ha unificato Hejaz, Najd e una serie di altri territori creando il Regno dell'Arabia Saudita. Da allora il paese è stato governato dai discendenti di Ibn Saud secondo regole precise che, nel complesso, sono state rispettate e hanno garantito la stabilità politica.

Tutto ciò è cambiato drasticamente nel 2017 quando, attraverso quella che può essere descritta come una congiura di palazzo, Mohammed bin Salman è diventato principe ereditario e governante, de facto, del regno. Si è trattato di uno degli eventi più radicali della storia recente dell'Arabia Saudita: il Regno non è più governato da un ottuagenario, ma da un principe di 37 anni.

Da allora, il figlio maggiore del re Salman bin Abdulaziz e della sua terza moglie, Mohammed bin Salman, ha promosso una serie di importanti riforme sociali, economiche e politiche. Chiamato popolarmente Mbs, il principe ereditario ha anche apportato cambiamenti radicali all'approccio dell'Arabia Saudita nelle relazioni internazionali, tra i quali l'esempio più eclatante è stato un graduale disgelo delle relazioni con Israele.

### NON PIÙ NEMICI MA NON AMICI

I legami in precedenza segreti dell'Arabia Saudita con Israele sono sempre più visibili, mentre le rivalità lasciano cautamente il posto a pragmatici legami eco-

nomici e di sicurezza. Sebbene se ne parli raramente, Riyad e Tel Aviv hanno una lunga storia di cooperazione clandestina basata sull'esigenza di ciascun paese di affrontare i problemi con i nemici comuni. Se l'Arabia Saudita e Israele non sono più nemici, ma non del tutto amici, questo sviluppo è stato il risultato di un approccio complesso in cui Riyad ha incoraggiato una serie di stati arabi a riconoscere Israele e a realizzare progetti e iniziative reciprocamente vantaggiosi. Il più evidente è il rafforzamento dei legami diplomatici ed economici tra gli Emirati Arabi Uniti e Israele, che ha portato benefici ai settori commerciali di entrambi i paesi.

Ufficialmente, qualsiasi riconoscimento pubblico di Israele da parte dei sauditi dovrà attendere fino a quando non ci sarà uno sforzo serio e convincente per risolvere il conflitto palestinese attraverso la creazione di una soluzione a due stati. Meno ufficialmente, alcuni os-

servatori di palazzo ritengono che ciò avverrà alla morte del re che, a questo punto della storia del regno, rappresenta l'ultimo legame con le posizioni e le politiche tradizionali dello stato. In

“L'accoglienza riservata al presidente Xi Jinping non è stata solo formale, ma una ferma testimonianza delle mutevoli dinamiche di potere che vedono i legami di Riyad con Pechino aumentare alla stessa velocità con cui diminuiscono quelli con Washington. Il giovane leader dell'Arabia Saudita non solo è ben consapevole del nuovo ordine mondiale emergente, ma è anche sicuro di avere un ruolo importante nel plasmare il futuro economico”

altre parole, pur nutrendo una serie di obiettivi radicali, il principe ereditario sa che esistono alcune linee rosse che non intende oltrepassare.





## RIFORME, AMBIZIONI E TIMORI

Sono ben note e sono state accolte con favore numerose riforme sociali ed economiche di Mohammed bin Salman, sia a livello nazionale, sia internazionale. Di particolare rilievo è la velocità con cui le donne saudite sono state integrate nella forza lavoro. Esse sono ora impiegate in una serie di settori che fino a poco tempo fa erano per loro inimmaginabili. Le riforme del principe ereditario non si sono limitate ai diritti delle donne e all'allentamento di attività sociali precedentemente proibite; Mbs ha anche introdotto il concetto della "saudizzazione", cioè dare ai sauditi la priorità nelle opportunità di lavoro. Questo obiettivo sta creando una certa confusione perché, se da un lato il Regno non manca di giovani ben istruiti, dall'altro sono ancora assenti alcune competenze e ciò significa continuare a fare affidamento su una forza lavoro straniera.

Nel complesso, le riforme, i progetti ambiziosi e gli obiettivi a lungo termine del principe ereditario sono stati accolti con entusiasmo dalle giovani generazioni del paese. Tuttavia, non sempre si può dire lo stesso per il resto della popolazione, che si chiede esattamente quale futuro Mbs immagini per il Regno. Se interrogata, la maggior parte dei sauditi afferma di avere fiducia nel proprio governo e nella capacità del principe ereditario di individuare la strada giusta per lo sviluppo del paese. Tuttavia, c'è un senso tangibile di incertezza generale sulla direzione che si sta prendendo. Negli ambienti influenti c'è una certa apprensione per quella che sarà la nuova identità del Regno: si tratta di dubbi e timori mantenuti il più possibile discreti, ma che, di fatto, esistono.

## UNA RIFORMA AUTOCRATICA

Lo stile autocratico di Mohammed bin Salman non è un segreto per nessuno, tuttavia è proprio questo tipo di leadership a destare preoccupazioni, sia all'interno, sia all'esterno. Sebbene la stragrande maggioranza delle riforme introdotte finora abbia riscosso un consenso generale e, in alcuni casi, un grande entusiasmo, nessuno sa davvero cosa potrebbe succedere in quello che un uomo d'affari saudita ha descritto come «un diluvio di cambiamenti senza precedenti che rischia di essere troppo e troppo veloce».

Molti critici sottolineano che il principe ereditario vuole essere visto come il riformatore, il visionario illuminato responsabile di trasformare il Regno in modo positivo, anche se radicale. La loro preoccupazione è che Mbs abbia spesso ignorato i suggerimenti sul-



le aree da riformare, al punto che pochi dei suoi consiglieri hanno il desiderio di avanzare qualsiasi proposta. Ciò ha portato a una situazione in cui molti cambiamenti non sono il risultato di una richiesta popolare, ma delle idee e dei desideri del principe, mentre altre riforme potenzialmente popolari non hanno luogo semplicemente perché non sono sue idee. In ogni caso, nonostante il suo stile di governo autocratico e i dubbi che molti nutrono sui suoi piani per il futuro dell'Arabia Saudita, Mohammed bin Salman gode di un solido sostegno interno.

## NUOVA ECONOMIA

Diversificare l'economia è stato un obiettivo a lungo termine di diversi governanti, ma oggi è diventato una necessità assoluta, sia per proteggere il futuro finanziario del paese, sia per creare occupazione per i giovani del Regno. Le entrate petrolifere dell'Arabia Saudita sono state a lungo la soluzione a una serie di criticità che vanno dai costi della sicurezza e della difesa alla necessità di formare le future classi dirigenti in università straniere.

Sebbene nell'immediato futuro costi quali la difesa, la sicurezza e l'istruzione continueranno a essere coperti da queste entrate, per ovviare alla dipendenza dal petrolio dovranno essere sviluppate nuove entrate e ciò rimarrà ancora per qualche tempo una delle maggiori sfide del Regno. Un eventuale accordo di libero scambio con la Cina può risolvere parte di questo problema? Mentre Pechino potrebbe non essere particolarmente interessata a risolvere le questioni di altre capitali, Riyad sembra credere che una relazione più stra-

tegica con la Cina del presidente Xi Jinping porterebbe benefici immediati.

In effetti, durante la recente visita di quest'ultimo in Arabia Saudita, la questione è stata affrontata dai due leader. Sebbene i dettagli precisi delle discussioni siano ancora piuttosto scarsi, si sa che è stato esaminato il progetto di un accordo di libero scambio del Consiglio di cooperazione del Golfo. Tra gli altri punti all'ordine del giorno, anche le discussioni sul possibile formato Brics Plus, un concetto recentemente avanzato dal ministro degli esteri cinese Wang Yi, in cui l'Arabia Saudita si unirebbe ad altri potenziali nuovi membri come Indonesia, Kazakistan, Turchia, Algeria ed Emirati Arabi Uniti, per creare un nuovo potente blocco economico e commerciale.

Quel che è certo è che l'accoglienza riservata al presidente Xi Jinping non è stata solo formale, ma una ferma testimonianza delle mutevoli dinamiche di potere che vedono i legami di Riyad con Pechino aumentare alla stessa velocità con cui diminuiscono quelli con Washington. Il giovane leader dell'Arabia Saudita non solo è ben consapevole del nuovo ordine mondiale emergente, ma è anche sicuro di avere un ruolo importante nel plasmare il futuro economico, sia dell'Arabia Saudita, sia dei nuovi migliori amici del regno. Dato che, al contrario dei suoi ottuagenari predecessori, il principe ereditario Mohammed bin Salman regnerà probabilmente per diversi decenni, è fondamentale capire le sue ambizioni, dove vede convergenze di interesse con i nuovi partner economici e politici e come le nuove "relazioni speciali" plasmeranno la regione e l'economia mondiale.

## Corea del Sud, un paese politicamente diviso in due

a cura di **Pinuccia Parini**



Alcuni eventi creditizi in Corea del Sud sono stati fonte di preoccupazione per l'economia del paese. Non si intravede una crisi del credito come scenario di base, ma se il nervosismo del mercato perdurasse, alcune perdite sarebbero inevitabili. Gli operatori di mercato indicano, come causa scatenante dell'accaduto, l'annuncio, lo scorso ottobre, della provincia di Gangwon di non volere rimborsare il debito della Gangwon Jungdo Development Corp, che è di proprietà della provincia e ha sviluppato il parco divertimenti Legoland Korea Resort. Ciò ha spinto le agenzie di rating a declassare l'obbligazione da un rating A1 a D, mettendo in dubbio decine di obbligazioni simili con merito creditizio elevato. Si è così assistito a un aumento dei rendimenti delle obbligazioni societarie e dello spread, con ricadute anche sui bond offshore delle aziende coreane.

La stessa Korea Electric Power Corp, la più grande compagnia elettrica del paese con un rating AAA, ha raccolto sul mercato obbligazionario solo la metà dei fondi cui mirava. Per calmare il mercato, il governo del presidente Yoon Suk-yeol e la Banca di Corea (BoK) sono stati costretti a intervenire. Con il programma di immissione di liquidità, l'esecutivo ha iniziato ad acquistare corporate bond e commercial paper attraverso un fondo di 20 mila miliardi di won ed è stato raddoppiato il programma di acquisto di obbligazioni statali, portandolo a 16 mila miliardi di won.

### **INCERTEZZE SULL'ECONOMIA**

In base al report pubblicato lo scorso dicembre dalla Bok, che al meeting di novembre ha ulteriormente aumentato i tassi di riferimento

portandoli al 3,25%, l'economia è prevista in rallentamento. La crescita del Pil dovrebbe scendere all'1,7% nel 2023 dal 2,6% nel 2022. I consumi privati potrebbero continuare la loro tendenza alla ripresa, sostenuti dall'effetto di una domanda repressa, ma è probabile che il ritmo diventi gradualmente più lento a causa della diminuzione del potere d'acquisto reale e dai tassi d'interesse in aumento. Gli investimenti in strutture e costruzioni dovrebbero restare fiacchi, per via del calo della domanda globale e dell'indebolimento dell'edilizia abitativa e si prevede che la crescita delle esportazioni rallenti in modo significativo. Le prospettive di crescita sono caratterizzate da forti incertezze per rischi endogeni ed esogeni. L'inflazione dei prezzi al consumo dovrebbe scendere al 3,6% nel 2023 dal 5,1% del 2022. La Banca di Corea continuerà a condurre una politica monetaria volta a stabilizzare l'inflazione dei prezzi al consumo al livello obiettivo (2%) in un orizzonte di medio termine, monitorando la crescita economica e prestando attenzione alla stabilità finanziaria, e ritiene giustificato, per il momento, mantenere la sua posizione di rialzo del tasso di base, poiché si prevede che l'inflazione rimanga elevata, sostanzialmente al di sopra del livello obiettivo.

### **FATTURATO IN LENTA CRESCITA**

Per quanto riguarda lo stato di salute delle aziende, nel terzo trimestre del 2022 il fatturato è salito a un ritmo più lento, in parte a causa della frenata dell'economia globale. Il dato su 3.907 società soggette a revisione contabile esterna è cresciuto del 17,5% su base annua nel periodo luglio-settembre, rallentando rispetto all'aumento del 20,5% del secondo trimestre, secondo i dati della Bok. L'istituto centrale ha dichiarato che le vendite totali sono migliorate grazie, all'incremento dei prezzi dei prodotti, ma

“ Gli Stati Uniti stanno facendo pressione affinché la Corea del Sud aderisca a un'alleanza strategica sui chip, chiamata, appunto, Chip 4. Quest'ultima dovrebbe coinvolgere quattro potenze mondiali nel campo dei semiconduttori: Corea del Sud, Stati Uniti, Taiwan e Giappone. ”

il ritmo di crescita più lento rispetto a tre mesi prima è dovuto in parte alla minore domanda causata dal rallentamento dell'economia globale. I produttori manifatturieri hanno registrato un aumento del giro d'affari del 18,2% su base annua, in calo rispetto al +22,2% del trimestre



Asset Management

# Portiamo l'Asia nel mondo, e il mondo in Asia



**HSBC**

Opening up a world of opportunity

precedente. Anche il dato dei non manifatturieri è sceso da +18,2% a +16,7%. La risalita dei prezzi delle materie prime ha intaccato la loro redditività. Il margine per le aziende manifatturiere e non-manifatturiere si è attestato, rispettivamente, al 5,4% e al 4%, in discesa rispetto al 9,6% e al 5,1% di un anno prima.

## UNO SCARSO CONSENSO

La Corea è probabilmente ancora alla ricerca di un modello di crescita che, oltre a esprimere al meglio le proprie potenzialità, offra un nuovo schema di sviluppo. Tuttavia, uno degli aspetti che pesano sul futuro del paese è la debolezza della politica. Le speranze suscitate dall'agenda pro-business del presidente Yoon Suk-yeol si sono spente. Eletto lo scorso marzo come candidato del People Power Party, anche se con un margine esiguo, la sua vittoria è stata considerata un risultato significativo, vista la sconfitta del partito conservatore subito cinque anni fa a causa di una serie di scandali che hanno portato all'impeachment della presidente Park Geun-hye (2013-2017).

Tuttavia, l'agenda politica di Yoon, che prevedeva di stimolare la crescita economica riducendo la regolamentazione per le aziende e le tasse, di affrontare la carenza di alloggi e i prezzi alle stelle, con un allentamento delle restrizioni sui prestiti e delle norme sul mercato degli affitti nel settore privato, e di attuare una riforma del mercato del lavoro, non ha prodotto alcun risultato significativo. Una delle ragioni è che il parlamento è ancora controllato dal partito di opposizione, il Minjoo, ma ha pesato anche il crollo dell'indice di gradimento personale dello stesso presidente. Ciò detto, sono forse proprio la spaccatura netta all'interno del paese e la forte contrappo-

sizione tra i due maggiori partiti a creare una situazione di stallo sul progresso delle riforme e il miglioramento della competitività. Le visioni opposte degli schieramenti vedono la sinistra sottolineare la necessità di contenere il potere delle imprese con maggiori controlli normativi, mentre la destra sostiene che, solo liberando la vitalità del settore privato, la Corea del Sud può sperare di competere nel mondo.

## QUALE FUTURO

La storia contemporanea della Corea del Sud è contrassegnata dal riscatto di un paese che, uscito devastato dalla guerra, è diventato in breve tempo una potenza industriale globale. Come afferma **Ku-hyun**, professore emerito dell'Università Yonsei ed ex presidente del **Samsung Economic Research Institute**, «l'hard power da solo non spiega il successo economico della Corea del Sud. Molti altri fattori hanno contribuito, tra i quali l'ondata di crescente soft power sudcoreano, il ripristino della democrazia nel 1987, la decisione di liberalizzare completamente le importazioni nel 1989 e l'adesione all'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico nel 1996 (...). L'insieme di questi sforzi ha innescato un effetto a cascata su tutta l'arena politica, economica, socioculturale e tecnologica del paese».

Tuttavia, la nazione «deve affrontare anche sfide senza precedenti, tra le quali: le conseguenze demografiche del tasso di fertilità più basso al mondo e di una delle società che invecchiano più rapidamente, la concorrenza economica a tutto campo della Cina, le catene di approvvigionamento vulnerabili e i tassi di crescita molto più bassi. Come se non bastasse, i sudcoreani devono anche confrontarsi con la vicina Corea del Nord, dotata di un crescente arsenale di armi nucleari, e con una forte presenza militare cinese nelle vicinanze. Con l'intensificarsi della competizione tra Stati Uniti e Cina, la Corea del Sud si trova a cavallo di una linea di faglia precaria». Ciò è quanto sostiene **Chung Min Lee**, senior fellow del **Programma Asia** della **Carnegie** ed esperto di sicurezza, difesa, intelligence e gestione delle crisi in Corea e nel Nordest asiatico, rimarcando come essere una società super-connessa e competitiva non basta per la prosperità a lungo termine (rif.: Rethinking South Korea's National Security Paradigm-How South Korea Is Honing a Competitive Edge-Carnegie Endowment for International Peace).

Negli anni, il tessuto industriale è cambiato e, accanto al potere dei grandi gruppi, noti

come chaebol, si sono aggiunte anche startup che sono diventate motori di crescita, seppure in un contesto altalenante. Se, nel 2011, tutte le prime 10 aziende del paese per capitalizzazione di mercato erano chaebol e consociate, dieci anni dopo, startup come Coupang e Naver sono entrate nella top ten, seguite da vicino da Celltrion (undicesima) e Kakao (dodicesima) (rif.: The Changing Face of South Korea's Business Sector Amid Global Competition-How South Korea Is Honing a Competitive Edge-Carnegie Endowment for International Peace-22 novembre 2022). Ma, se la politica ricopre un ruolo decisivo nell'ambito delle riforme strutturali, il suo peso non è certo inferiore in termini di relazioni interazionali.

## IL PRESSING DEGLI USA

La competizione a livello tecnologico delle grandi potenze mondiali è un tema ampiamente dibattuto, su entrambe le sponde dell'Oceano. Non è un caso che Joe Biden abbia deciso pochi giorni dopo l'insediamento del nuovo presidente coreano di visitare ufficialmente il paese. Due sono i significati che si possono evincere da questa visita. Il primo riguarda il mantenimento del legame tra Usa e Corea del Sud in tema di sicurezza internazionale, il secondo la sicurezza economica. Biden, all'indomani della sua elezione, ha subito sottolineato il valore strategico di semiconduttori, batterie per veicoli elettrici, forniture mediche e minerali di terre rare, con l'obiettivo di ridurre la dipendenza dalla Cina. Da questo punto di vista, una reiterazione dell'alleanza dei due paesi appare come un atto necessario per perseguire la strategia Usa nei confronti di Pechino.

Inoltre, gli Stati Uniti stanno facendo pressione affinché la Corea del Sud aderisca a un'alleanza strategica sui chip, chiamata appunto Chip 4. Quest'ultima dovrebbe coinvolgere quattro potenze mondiali nel campo dei semiconduttori: Corea del Sud, Stati Uniti, Taiwan e Giappone. La formula proposta è un partenariato, ma traspare chiaramente la volontà di contrastare, con questa mossa, la strategia cinese di sviluppare una propria industria tecnologica. A dicembre dello scorso anno, il ministro del commercio, dell'industria e dell'energia Lee Chang-yang aveva dichiarato che il governo stava valutando la possibilità di aderirvi. Ma la situazione è molto delicata, visto che Cina e Hong Kong importano quasi il 60% del totale dei chip prodotti dalle aziende coreane. Sarà interessante vedere quale sarà la scelta di campo di Seoul.







TENUTE MOKARTA

Produttori dal 1916

TRADIZIONE E AVANGUARDIA PER VINI  
CHE RICORDANO IL PASSATO E GUARDANO AL FUTURO

[www.tenutemokarta.com](http://www.tenutemokarta.com)



**DORCAS PHILLIPS**

DIRECTOR ETFS

FIDELITY INTERNATIONAL

# Nuovi Etf con tanto valore aggiunto

a cura di Pinuccia Parini

**Come si colloca la decisione di inserire alcuni Etf all'interno della vostra offerta alla clientela?**

«La nostra presenza nel mercato europeo degli Etf è relativamente recente. Nel 2016 è stata presa la decisione di lanciare una piattaforma con la finalità di offrire ai nostri clienti un'altra modalità di accesso alle competenze di Fidelity International nel campo della gestione attiva attraverso questa tipologia di prodotto, con l'obiettivo di generare alfa. Nel 2017 è stato presentato sul mercato il nostro primo Etf e, nei

cinque anni successivi, è stata strutturata con attenzione la nostra pipeline. In Europa, al momento, sono quotati 18 Etf e un Etp su diverse borse: Lse, Deutsche Börse, Six Swiss Exchange e Borsa Italiana».

**La vostra decisione di entrare in questo segmento di mercato è stata guidata dalla domanda dei clienti o da una scelta di opportunità di essere presenti in un mercato, quello degli strumenti passivi, che ha continuato a crescere?**





«Sino a 10 anni fa il dibattito tra investimenti attivi e passivi era molto vivace e, per un gestore attivo, forse una piattaforma Etf, in particolare quando questi strumenti erano strategie passive di tipo vanilla, non era esattamente il mercato in cui competere. Tuttavia, il contesto è cambiato e il dibattito non è più lo stesso. C'è stata un'evoluzione all'interno del settore, che si è innovato rispetto a quando l'Etf era una mera riproduzione di un indice di mercato ampio e ponderato per la capitalizzazione. In Fidelity, crediamo di potere sfruttare la nostra ricerca e riuscire a vedere i vantaggi di entrambi gli approcci, combinando il meglio dell'attivo e del passivo. In questo modo possiamo offrire Etf che soddisfano le esigenze specifiche dei nostri clienti. Infatti, se si guarda la nostra piattaforma Etf, emerge chiaramente che la scelta di fondo non è stata lanciare prodotti "me too" a basso prezzo, bensì di offrire una strada diversa per accedere alle nostre "active capability". Offriamo una gamma diversificata di prodotti con un mix di Etf attivi ed Etf indicizzati guidati dalla ricerca Fidelity. La decisione è stata di non competere sui volumi e sul lato dell'offerta, bensì sulla qualità, che consente di offrire valore aggiunto e caratteristiche distintive».

### **Come avete strutturato la vostra proposta?**

«Attraverso due tipologie. La prima, index-tracking, utilizza gli indici Fidelity, dove inseriamo alcune regole guidate dalla ricerca quantitativa, sostenibile e fondamentale di Fidelity. Queste regole possono essere definizioni di fattori o una caratterizzazione di prodotti, come, ad esempio, i tematici, dove facciamo leva sulla strategia dei nostri analisti indirizzata a identificare le attività che sono riconducibili a un preciso tema. In sintesi, operiamo sfruttando al meglio le loro capacità per quantificare la metodologia da utilizzare per creare gli Etf. Il secondo metodo utilizza, invece, le nostre capability sistematiche attive, all'interno delle quali vi sono soluzioni in ambito, sia azionario, sia obbligazionario. Si tratta di Etf completamente trasparenti, che pubblicano quotidianamente i titoli in portafoglio e non replicano un benchmark. I nostri attuali Etf a reddito fisso mirano ad avere un'e-

sposizione agli emittenti che gli analisti hanno valutato positivamente, attraverso un sistema di rating, in base ai fondamentali e ai principi di sostenibilità, oltre che della consapevolezza del cambiamento climatico».

### **Potrebbe offrire un esempio concreto di questo secondo meccanismo?**

«Se prendiamo il caso di Fidelity Sustainable Research Enhanced Japan Etf, la cui performance viene raffrontata all'indice Msci Japan, applichiamo al prodotto il nostro approccio sistematico, che permette un processo di ottimizzazione: sfruttiamo le indicazioni derivanti dalla nostra ricerca proprietaria per selezionare e ponderare i titoli, cogliendo al contempo le caratteristiche dell'intero mercato e offrendo così un'esposizione beta potenziata. Il profilo di sostenibilità e il cambiamento climatico potenziato offerto dalla famiglia Sustainable Research Enhanced Etf ha l'obiettivo di battere il benchmark dell'1% all'anno (al lordo delle spese) nel lungo periodo».

### **Qual è l'approccio nei confronti del cliente nel presentare la vostra gamma di Etf?**

«Occorre impegno nell'introdurre il cliente alla nostra tipologia di Etf ed è necessario spiegare perché non siano da considerare come semplici riproduzioni di indici. Di conseguenza, la vera sfida è riuscire a interagire con l'interlocutore e fargli comprendere la nostra strategia d'investimento».

### **Quali sono i trend nell'industria degli Etf verso i quali gli investitori stanno mostrando maggiore interesse?**

«Il trend più importante è l'Esg e ritengo che continuerà a essere centrale. Le modalità con cui Fidelity International, in questo ambito, può differenziarsi dal resto del mercato è attraverso le strategie sistematiche attive, con il contributo dei nostri analisti e usando la nostra ricerca Esg proprietaria. Nell'industria si parla ormai da molto tempo di sostenibilità, ma ora ci sono diverse evidenze tangibili, visto che i flussi sono in crescita. Il nostro lavoro è quindi ascoltare, comprendere e lavorare con i clienti per capire che cosa sia per loro la sostenibilità e trova-

re le soluzioni adeguate. Un altro trend, che è emerso in modo netto, è quello dei tematici, in merito al quale abbiamo lanciato degli Etf che riproducono alcuni indici di Fidelity. Abbiamo cercato di differenziarci grazie agli input dei nostri analisti: lo scopo è individuare sottotemi rilevanti e componenti correlati della catena del valore da includere per i criteri di reddito di ciascun tema. Uno screening di qualità tematico proprietario (unico per ogni tema) fornisce ulteriori livelli di mitigazione del rischio e aiuta a escludere i titoli che possono presentare un elevato rischio idiosincratice. Per fare un esempio concreto, uno dei requisiti inclusi nello screening di qualità, affinché una società possa essere eleggibile per l'indice, è che sia coperta da almeno due analisti. Adottiamo, inoltre, una combinazione di metriche sul fatturato e sul Natural language processing (Npl) per supportare lo screening e guidare un punteggio di rilevanza tematica proprietario. I cinque Etf tematici listati di recente riguardano altrettanti trend strutturali: energia verde, veicoli elettrici e trasporti futuri, cloud computing, sanità digitale e metaverso. Queste soluzioni d'investimento sono conformi all'articolo 8 del regolamento Sfd, cioè si ritiene che almeno il 50% delle partecipazioni sia in grado di mantenere caratteristiche di sostenibilità».

### **Come decidete quali Etf lanciare?**

«I primi Etf che abbiamo lanciato sono stati index-tracking, cui sono seguiti alcuni prodotti attivi sistematici. Di recente abbiamo creato nuovi index-tracking. La nostra filosofia è offrire strumenti che mirano a differenziarsi nel loro approccio: sfruttiamo le intuizioni uniche costruite sulla nostra esperienza per ottenere risultati d'investimento specifici per i nostri clienti. Pertanto, quando valutiamo il lancio di un nuovo prodotto, innanzitutto prendiamo in considerazione che cosa il cliente cerca, quale tipo di esposizione vuole avere. Di conseguenza, pensiamo in quale ambito possiamo creare una soluzione d'investimento confacente ai suoi bisogni e decidiamo quale approccio adottare (index-tracking o systematic active). Proprio per le ragioni esposte, penso che si possa affermare che non siamo un supermercato degli Etf».

**JOHANNA KYRKLUND**

GROUP CHIEF INVESTMENT OFFICER  
AND CO-HEAD OF INVESTMENT  
SCHRODERS

# Un ritorno a una parvenza di normalità

a cura di Pinuccia Parini

È sostanzialmente ottimista l'outlook di **Johanna Kyrklund**, group chief investment officer and co-head of investment di **Schroders**, che vede un 2023 pieno di prospettive interessanti, soprattutto per il mercato obbligazionario, che permetterà di trovare diverse occasioni di investimento. Ma possono evidenziare valide opportunità anche i listini azionari, che però mantengono valutazioni ancora elevate in rapporto all'andamento dell'economia.

**Stiamo assistendo a un cambiamento dello scenario d'investimento?**

«Dopo avere appena vissuto una crisi generazionale unica, vale a dire la pandemia di Covid-19, stiamo assistendo a un ribaltamento dello status quo degli ultimi 30 anni. Dopo decenni di relativa pace e di calo dell'inflazione, ci troviamo ora di fronte a un aumento delle tensioni geopolitiche e a una crescita dei prezzi al consumo. Come investitori, tuttavia, stiamo assistendo a un ritorno a una parvenza di normalità. Non voglio dire che questo ambiente sia facile, ma, per la prima volta, dopo molto tempo, abbiamo tassi di interesse nominali positivi sulla liquidità. Questo cambia notevolmente la dinamica degli investimenti rispetto a un paio di anni







# 2023

fa, quando eravamo costretti per generare rendimento ad acquistare asset sempre più costosi in un mondo di liquidità infinita».

### **Intravede un mutamento dell'atteggiamento degli investitori?**

«Negli ultimi mesi, la mentalità degli investitori è passata dalla negazione all'accettazione delle aspettative di rialzo delle banche centrali. Le attese del mercato sono ora ragionevoli: questo è un grande cambiamento rispetto all'estate scorsa. Le politiche divergenti delle banche centrali, guidate dai diversi livelli di inflazione, dall'esposizione alla crisi energetica e dalla pandemia, creano anche opportunità all'interno delle varie asset class. Nell'ultimo decennio, con il quantitative easing e i tassi praticamente azzerati in tutto il mondo, la politica monetaria è stata poco differenziata. Ciò ha reso difficile assumere posizioni d'investimento che favorissero un paese rispetto a un altro».

### **Pensa che questa situazione possa cambiare?**

«Ora, probabilmente, dovremo ancora affrontare una recessione nel 2023, ma, se guardiamo al modo in cui siamo usciti dalla recessione del 2001, abbiamo visto le economie riprendersi a velocità diverse. Ciò ha reso la situazione interessante dal punto di

vista degli investimenti e ritengo che questa sarà una grande opportunità nei prossimi due anni. Vale già la pena notare che l'anno scorso i mercati emergenti sono stati molto più rapidi nell'affrontare l'inflazione, quindi si stanno avvicinando alla fine del loro ciclo di inasprimento. Hanno già sofferto molto per il rialzo preventivo dei tassi e ora vediamo un certo valore nei loro asset».

### **Quindi, nel 2023, occhi ancora puntati sull'inflazione?**

«L'inflazione è la chiave della performance del mercato nel 2023: se scendesse, potremmo iniziare a vedere un ambiente più favorevole per i mercati, ma se persistesse, ci troveremmo di fronte a un problema. I tassi potrebbero salire ulteriormente e i mercati dovrebbero riconsiderare nuovamente le valutazioni. Tuttavia, rispetto alla volatilità del 2022, prevediamo che nel 2023 i tassi d'interesse, e quindi il mercato del reddito fisso, saranno più stabili, consentendo agli investitori di approfittare dei rendimenti offerti. In effetti, l'attrattiva delle obbligazioni è passata dai vantaggi offerti in termini di diversificazione ai vantaggi offerti in termini di rendimenti».

### **Quali sono le vostre considerazioni sul mercato azionario?**

«Per quanto riguarda le azioni, non riteniamo che le valutazioni siano così attraenti come quelle delle obbligazioni e abbiamo bisogno che le aspettative sugli utili si riducano ulteriormente a causa dei rischi di recessione. Quali potrebbero essere i fattori scatenanti di una ripresa più forte delle azioni? Qualsiasi segnale di indebolimento del mercato del lavoro negli Stati Uniti permetterebbe alla Fed di rinunciare al rialzo dei tassi, il che consentirebbe ai rendimenti obbligazionari di adeguarsi al ribasso e alle azioni di rivalutarsi. Inoltre, potenzialmente ci sono più opportunità all'interno dei titoli azionari. Dopo anni di inarrestabile sovraperformance degli Stati Uniti, trainata dalla forza del settore tecnologico, i mercati al di fuori degli Usa appaiono ora molto convenienti. Tuttavia, come abbiamo già accennato, in questo nuovo contesto gli investitori dovranno essere più attenti e selettivi, sia sui paesi, sia sulle società. Ci sarà una maggiore divergenza tra i vincitori e i vinti nel reddito fisso e nei mercati azionari. Dobbiamo anche ricordare che, storicamente, alcune delle migliori opportunità per l'azionario si verificano nel bel mezzo delle recessioni. I mercati si muovono sempre in anticipo rispetto alle notizie economiche. Nel 2023 gli investitori dovranno quindi concentrarsi sulle valutazioni e non sui titoli dei giornali».

# Una recessione che non è scontata

A spingere l'inflazione Usa sono state soprattutto le dinamiche salariali, che si sono mosse con modalità simili a quelle viste negli anni '70, con una continua rincorsa tra salari e prezzi. Ciò ha determinato soprattutto un forte rialzo del costo dei servizi, il settore maggiormente coinvolto nell'aumento del costo della manodopera. Questo andamento dovrebbe fare sì che l'elemento centrale dell'economia Usa, vale a dire i consumi, resti forte e che la prevista recessione non sia così pesante come molti temono. «Sebbene la maggior parte dei principali indicatori evidenzia un rischio estremamente elevato di recessione, altri ci dicono che questo fenomeno non sta per accadere», commenta un analista. Inoltre, a parte che nell'immobiliare, sembra che per il momento non abbia inciso granché l'incremento degli oneri finanziari. In questo contesto, la Fed è intervenuta con grande forza proprio per cercare di spezzare sul nascere la temutissima rincorsa tra salari e prezzi

Il 2022 degli Stati Uniti è stato un anno pieno di contraddizioni che hanno portato a uno scenario di difficile lettura per i 12 mesi appena iniziati e di ancora più incerta interpretazione sul medio periodo. Sostanzialmente, il recente passato è stato dominato dall'azione della Federal Reserve, che ha attuato la stretta monetaria più intensa dall'era Volcker.







Giusto o sbagliato che sia l'approccio di Powell e compagni, un simile atteggiamento draconiano ha trovato un suo fondamento logico nel fatto che anche l'incremento del costo della vita è stato il peggiore dai primi anni '80.

L'America si presenta, però, ancora una volta come una realtà dalle caratteristiche eccezionali, che sfuggono alla comune logica dei cicli macro-economici alla quale risponde il resto del Mondo (Cina a parte forse). L'inflazione europea, infatti, in grandissima parte è stata generata da una serie di shock esogeni sul costo degli input produttivi, di cui ovviamente l'invasione dell'Ucraina ha rappresentato il capitolo più nero. Dall'altra parte, il variegato insieme dei mercati emergenti ha visto per la prima volta nella storia un aumento dei prezzi inferiore rispetto alle economie avanzate. In buona percentuale, il fenomeno è stato dovuto all'andamento estremamente anemico di un Far East azzeppato dalle chiusure cinesi.

### CONSUMI ANCORA SPETTACOLARI

Gli Usa, invece, si sono trovati di fronte a uno strano cocktail, fatto di dinamiche tipiche e novità (quasi) assolute. Nel primo gruppo rientra il fatto che la maggiore economia del mondo è stata pompata negli anni della pandemia da un doppio stimolo monetario e fiscale che l'hanno spinta a una ripresa fortissima. Il termine ripresa al di là dell'Atlantico fa praticamente sempre rima con aumento dei consumi. E, come si può capire, fino a questo punto nulla di nuovo: i cittadini statunitensi si sono trovati con un sacco di dollari in tasca che non hanno esitato a spendere.

Probabilmente, in questo caso, è stato

*«Il mercato del lavoro continua a veleggiare in uno scenario di piena occupazione con spinte sui salari decisamente rilevanti. In pratica, il sistema che maggiormente negli ultimi decenni aveva visto incrementare la quota dei profitti sul Pil complessivo, con stipendi che (a parte le nicchie di maggiore prestigio professionale) erano rimasti al palo in termini reali, oggi si sta trovando a gestire un problema inflativo da Italia anni '70»*

fatto un errore di valutazione da parte dei banchieri centrali, che non hanno calcolato che, dopo un decennio di crescita moderata e di atteggiamenti cauti, i bilanci delle famiglie Usa presentavano uno scenario radicalmente diverso rispetto agli eccessi grotteschi di leva di un quindicennio fa. Su un buon quadro finanziario è dunque andato ad aggiungersi uno stimolo monetario alle famiglie davvero imponente. Da questo punto di vista appare particolarmente interessante l'analisi di **Steven Bell**, chief economist Emea di **Columbia Threadneedle Investments**: «L'inflazione era un problema già prima della crisi energetica. Le banche centrali hanno ritardato l'avvio di una stretta monetaria, temendo che la ripresa dopo il lockdown da Covid potesse rivelarsi una "falsa rinascita". Questo fatto è evidente soprattutto nell'economia statunitense, autosufficiente dal punto di vista energetico, dove la maggior parte dell'inflazione attuale non ha nulla a che fare con i prezzi dell'energia. Tuttavia, nel caso degli Usa non si è trattato esclusivamente di un errore della banca centrale. Infatti, verso la metà del 2022, l'economia statunitense

stava chiaramente rallentando, dirigendosi verso un atterraggio morbido, mentre i tassi di interesse salivano. A quel punto, però, il consumatore americano, ancora fiducioso, ha attinto al proprio "salvadanaio da Covid" e si è lanciato in un'ultima spesa che ha messo in difficoltà sia la Fed, sia i mercati, nel recuperare il ritardo».

### UN NUOVO MERCATO DEL LAVORO

A rappresentare, invece, se non una rivoluzione mai vista, un fenomeno che non caratterizzava il panorama locale da decenni, è stata l'evoluzione del mercato del lavoro. Quest'ultimo continua a veleggiare sostanzialmente in uno scenario di piena occupazione con spinte sui salari decisamente rilevanti. In pratica, il sistema che maggiormente negli ultimi decenni aveva visto incrementare la quota dei profitti sul Pil complessivo, con stipendi che (a parte le nicchie di maggiore prestigio professionale) erano rimasti al palo in termini reali, oggi si sta trovando a gestire un problema inflativo da Italia anni '70. La dinamica di continua rincorsa fra prezzi e paghe fa sì che le pressioni sul costo della vita americano siano oggi ancora



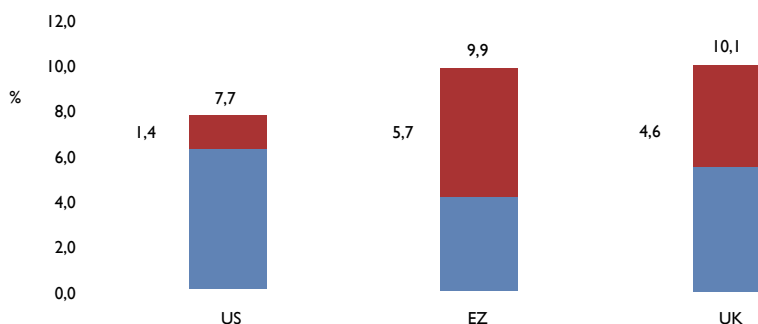
**FRANÇOIS RIMEU**  
senior strategist  
La Française Asset Management

*«La crescita dei salari continua ad accelerare, segno che il mercato del lavoro sta andando molto bene, il che a sua volta dovrebbe consentire ai consumi di superare la tempesta. Inoltre, le paghe stanno aumentando più rapidamente per le fasce sociali meno avvantaggiate, come i giovani, gli stipendiati a ore e i meno istruiti»*

più diverse dal quadro europeo, rispetto a qualche mese fa. Lo shock alla disponibilità di beni, già in partenza molto minore negli Stati Uniti, ha lasciato il posto a una pura inflazione del prezzo dei servizi, punto che viene sottolineato in maniera netta da **Andrea Delitala**, head of euro multi asset, e **Marco Piersimoni**, senior investment manager di **Pictet Asset Management**: «Negli Usa, la crescita dei prezzi non è imputabile esclusivamente a una causa, qual è quella energetica per l'Europa, ma a una serie di fattori, tra i quali una politica monetaria estremamente accomodante e misure fiscali molto generose stanziate dall'amministrazione

#### INFLAZIONE USA, EUROZONA (EZ) E UK: AUMENTO DELL'INFLAZIONE CORE NEGLI STATI UNITI E DIMINUZIONE DI PRODOTTI ALIMENTARI E DELL'ENERGIA

Consumer price inflation % year on year



Fonte: Columbia Threadneedle Investments and Bloomberg as at 26 November 2022

ne Biden. Tra le componenti, la dinamica dei prezzi manifatturieri è già in calo e proseguono i segnali di distensione nei prezzi dei noli e nei tempi di attesa per la consegna delle merci. I costi dei servizi, invece, mostrano una dinamica ancora sostenuta (quelli legati alla casa inizieranno a scendere tra uno-due trimestri); questo comportamento è certamente riconducibile all'elevata domanda alla quale non fa riscontro una sufficiente elasticità della manodopera necessaria alla loro fornitura (di gran lunga l'input prevalente)». È interessante notare che c'è stato un ribaltamento di tutti gli stereotipi che da decenni caratterizzano gli Stati Uniti, che hanno visto, a partire dagli anni '90, diminuire in maniera significativa la quota di popolazione definibile come classe media. Nello specifico, si sta parlando del fatto che i redditi da lavoro stanno vivendo una fase di ripresa decisamente marcata proprio per le categorie storicamente svantaggiate, come ricorda **François Rimeu**, senior strategist di **La Française Asset Management**: «La crescita dei salari continua ad accelerare, segno che il mercato del lavoro sta andando molto bene, il che a sua volta dovrebbe consentire ai consumi di superare la tempesta. Inoltre, le paghe stanno aumentando più rapidamente per le fasce sociali meno avvantaggiate, come i giovani, gli stipendiati a ore e i meno istruiti. È una buona notizia, dopo diversi decenni in cui questo segmento della popolazione ha sofferto».

#### RECESSIONE, NON È SCONTATA

La prima conclusione che si può trarre da quanto analizzato finora è che, se per il resto delle economie avanzate un 2023 di

recessione appare un destino ineluttabile, altrettanto non si può dire per gli Usa. Gli States hanno già messo a segno due trimestri di calo congiunturale annualizzato del Pil nei primi sei mesi del 2022, ma l'economia ha ricominciato a crescere nel terzo trimestre e addirittura non manca chi prevede un'accelerazione per il quarto appena terminato. Complessivamente, l'anno passato dovrebbe avere visto un aumento totale dell'output economico intorno a un più che dignitoso +2%. È possibile che il 2023 alla fine registri una contrazione di qualche decimale, ma anche che si verifichi un'annata di crescita nell'ordine del +0,5-1%. Sempre François Rimeu, ad esempio, appare tutt'altro che convinto del pessimismo imperante ed è sicuramente interessante sottolineare alcuni dei punti del suo ragionamento incentrato sulla vitalità dell'economia Usa: «Sebbene la maggior parte dei principali indicatori evidenzia un rischio estremamente elevato di recessione, altri ci dicono che questo fenomeno non sta per accadere. Negli Stati Uniti nulla è meno sicuro di una recessione! Le ultime previsioni di crescita della Fed di Atlanta, infatti, indicano una crescita del 4,2% per il quarto trimestre. Per arrivare a una recessione è necessario che il mercato del lavoro sia in forte calo e non è affatto ciò cui stiamo assistendo. Sì, alcuni indicatori iniziano a rallentare, ma non indicano una recessione imminente».

#### TANTI SECONDI LAVORI

In pratica l'America di oggi si presenta come una nazione con una tale disponibilità e necessità di lavoro da fare sì che i propri abitanti possano semplicemente



«Sebbene la maggior parte dei principali indicatori evidenzia un rischio estremamente elevato di recessione, altri ci dicono che questo fenomeno non sta per accadere. Negli Stati Uniti nulla è meno sicuro di una recessione! Le ultime previsioni di crescita della Fed di Atlanta, infatti, indicano una crescita del 4,2% per il quarto trimestre. Per arrivare a una recessione è necessario che il mercato del lavoro sia in forte calo e non è affatto ciò cui stiamo assistendo»



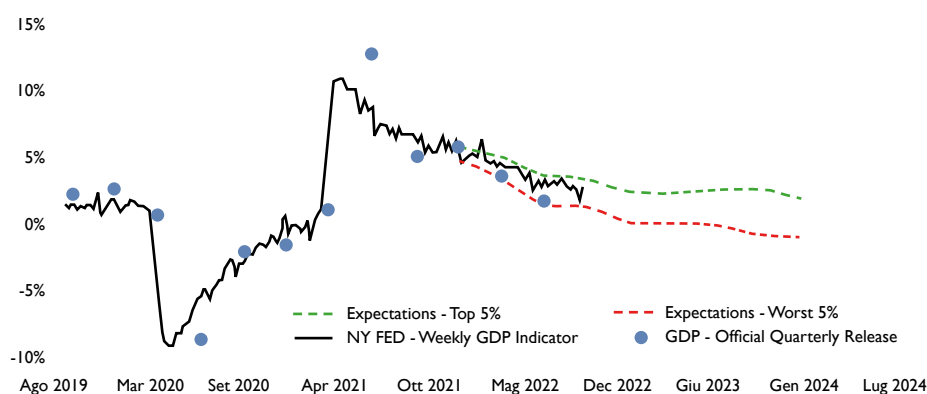
scegliere di fare un po' più di fatica per potere compensare le legnate sul potere d'acquisto materializzatesi nell'ultimo anno. Ancora Rimeu prosegue: «Il numero di posti di lavoro vacanti rimane elevato, soprattutto nei settori dei servizi, con un rapporto posti liberi/persone in cerca di lavoro significativamente superiore a 1, il che offre un'alternativa ai consumatori: lo stipendio non aumenta con la stessa velocità dell'inflazione, ma si può facilmente trovare un secondo lavoro part-time per compensare gli aumenti di prezzo. È quanto emerge anche dai dati: gli impieghi part-time stanno gradualmente aumentando negli Usa, soprattutto nei settori che offrono alta flessibilità e salari in crescita. Secondo Monster.com, uno dei principali siti di ricerca di lavoro negli Stati Uniti, il 75% dei lavoratori dichiara che probabilmente cercherà un impiego di questo tipo per fare fronte all'aumento dei prezzi».

Finora, peraltro, non ha inciso più di tanto l'aumento degli oneri finanziari, a parte (non sorprendentemente) nell'immobiliare, dove la frenata è evidente e seria. Rimeu, infatti, sottolinea che comunque le famiglie del paese mantengono, nonostante il forte incremento del costo del denaro, un margine di sicurezza accettabile: «Anche i consumatori americani si trovano in una situazione finanziaria solida. È vero che i prestiti in corso stanno aumentando ed è indubbio che il tasso di risparmio sta diminuendo, ma ciò non è sufficiente per costringere i consumatori americani a ridurre le spese. La Fed di St Louis stima che il pagamento degli interessi sul debito delle famiglie statunitensi rappresenti attualmente solo il 9,6% del reddito familiare, una percentuale inferiore a quella del periodo pre-Covid, il che significa che c'è ancora una sorta di fascia di sicurezza prima che i consumi statunitensi crollino».

## PERCHÉ LA FED È TANTO DURA

Il quadro dipinto nei paragrafi precedenti, come si può capire, appare decisamente ottimistico nei confronti degli Usa. A questo punto è abbastanza naturale chiedersi perché è in corso un atteggiamento tanto duro da parte della Federal Reserve. Quest'ultima, infatti, ha dato il via e trascinato un resto del mondo tutto sommato riluttante alla fine dell'era del denaro facile e al ritorno del rigore monetario.

### USA: ANDAMENTO DEL PIL E PREVISIONI FINO ALLA METÀ DEL 2024



Si tratta, da un punto di vista storico, di uno sviluppo decisamente curioso e che rappresenta per certi versi il ribaltamento di stereotipi consolidati. Specialmente se gli sviluppi recenti vengono analizzati in rapporto con le titubanze della Bce a trazione franco-tedesca. La banca centrale statunitense, infatti, per decenni ha fatto di tutto per favorire la crescita, che nel sistema locale vuole dire consumi e forti rendimenti degli asset, finendo a volte per sottovalutare (se non addirittura favorire) il formarsi di varie bolle. Oggi, invece, Jerome Powell, che non aveva mai rischiato di essere confuso con un membro della direzione di una Bundesbank d'antan, sembra intenzionato a deteriorare a tutti i costi un quadro macro tutto sommato decente. Perché dunque tutto ciò? Una risposta interessante a questa domanda viene fornita da Steven Bell, di Columbia Threadneedle Investments. «Con un tasso di disoccupazione ancora estremamente basso e una crescita



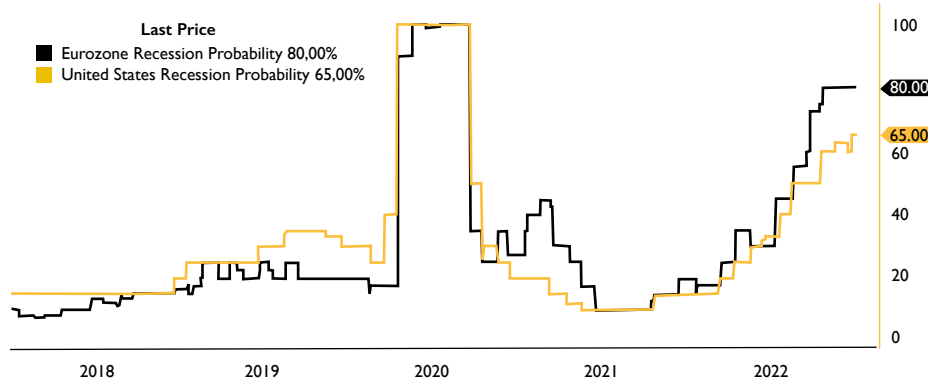
dei salari elevata, restiamo cauti nel prevedere la fine del ciclo economico e dei tassi d'interesse statunitensi, fino a quando non vedremo chiari segnali di recessione. Riteniamo che la Fed condivida queste preoccupazioni, sia per una pragmatica accettazione dei limiti di qualsiasi accurata previsione, sia per la convinzione che un taglio troppo precoce dei tassi di interesse sia stato il motivo che ha portato

al radicamento dell'inflazione negli anni '70». In pratica il mercato del lavoro è visto, probabilmente non a torto, come la fonte primaria di pericolo di un ritorno strutturale a uno scenario di inflazione elevata. Quadro complessivo che, se si materializzasse, alla fine creerebbe danni seri e duraturi all'economia, nonostante l'effervescenza congiunturale, come è successo, appunto, nel decennio '70. Si tratta, dunque, di sopportare qualche sacrificio sul breve-medio periodo per potere tornare a quel paradigma che è stato definito qualche anno fa di New normal. Il pericolo concreto, ovviamente, è che questo fine-tuning non riesca e che alla fine ci si ritrovi la maggiore economia del pianeta nel mezzo di una seria contrazione. I rischi derivanti dalle manovre di impoverimento degli americani sono evidenziati da Andrea Delitala e Marco Piersimoni: «Un'inversione di tendenza nei salari, tuttavia, non è imminente e richiede una maggiore convergenza tra domanda e offerta di lavoro. Il migliore modo per ridurre lo squilibrio sarebbe un recupero della forza lavoro, ma è difficile pensare a un ritorno di coloro che si sono ritirati precocemente durante il Covid. Più verosimilmente, si passerà attraverso un calo della domanda di lavoro. Ciò può avvenire in due modi: con una riduzione dei posti vacanti senza troppi danni all'occupazione, oppure tramite una distruzione di occupazione (e aumento della disoccupazione). In quest'ultimo caso, dovendo salire il tasso di disoccupazione di almeno un paio di punti per contenere gli aumenti salariali, sarebbe difficile evitare una recessione, quanto meno tecnica (hard landing)».

## UN DECLINO FORSE IRREVERSIBILE

Quanto appena riportato introduce, però, un ulteriore, cruciale quesito: perché un paese famoso per l'efficienza e la spietatezza delle proprie pratiche aziendali si ritrova con una simile scarsa disponibilità degli americani ad

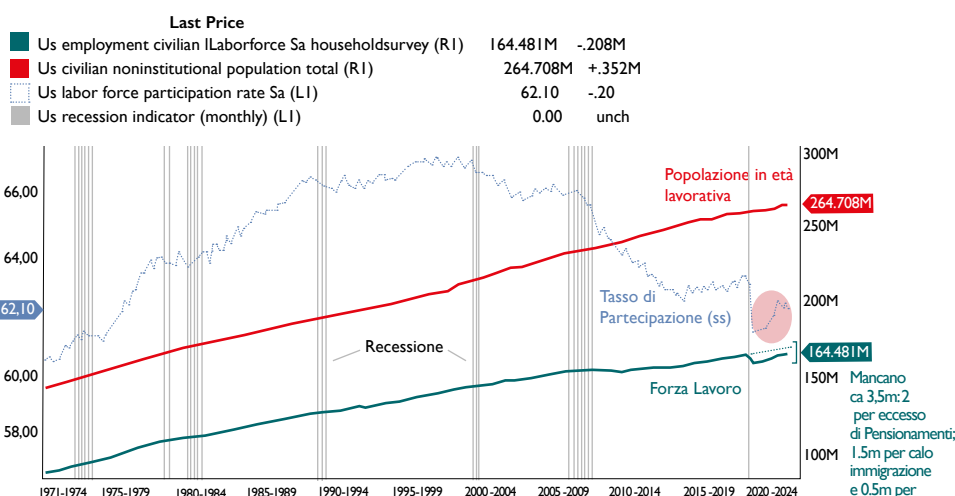
## LE PROBABILITÀ DI RECESSIONE NEGLI USA E IN EUROZONA



Fonte: ECRPEU 1Y Index (Eurozone Recession Probability) Bloomberg Finance

## USA: SERVIREBBE IL RECUPERO DELLA PARTECIPAZIONE

Andamento della Forza Lavoro e del Tasso di Partecipazione



Fonte: Bloomberg, Bureau of Labor Statistics





**CARLO BENETTI**  
market specialist  
Gam (Italia) Sgr

avere un impiego? Alla base della relativa rigidità dell'offerta di lavoro al di là dell'oceano sono stati evidenziati diversi fattori: un minore afflusso di immigrati, un calo del tasso di nascite, i gravi problemi di salute (fisica e mentale) diffusi negli strati più umili della popolazione statunitense. C'è però un trend, per certi versi drammatico, che appare chiarissimo: la partecipazione della popolazione alla forza lavoro sembra impelagata in un calo a lungo termine difficilmente reversibile. Questa percentuale era infatti a inizio anni 2000 pari al 67,3% delle persone fra i 15 e i

64 anni di età, mentre a novembre del 2022 si era scesi al 62,1%. Non solo: dopo un paio di anni di relativa ripresa dal minimo del 1973 (intorno al 60%), messo a segno durante l'esplosione della pandemia, questo indicatore è tornato inesorabilmente a calare. Di conseguenza, l'aggiustamento gioco forza non sarà dei più leggeri. Un tentativo di quantificare quanto necessario viene elaborato ancora da Andrea Delitala e Marco Piersimoni, di Pictet Asset Management: «Il nodo del mercato del lavoro Usa è al centro dell'attenzione di Powell, che ha bene evidenziato la rigidità nel tasso di partecipazione con conseguente

*«Gli investitori dovranno dunque abituarsi all'idea di un'America teutonica, più che disposta a danneggiare la propria domanda interna allo scopo di domare il mostro del carovita. Da questo punto di partenza deriva poi una serie di domande fondamentali per il futuro degli asset del più complesso e diversificato sistema finanziario sulla Terra. La prima di queste è tentare di prevedere quanto ancora la Fed continuerà a stringere i cordoni della borsa e quanto ciò è stato scontato nei corsi delle attività rischio»*

inelasticità dell'offerta di lavoro (la forza lavoro è al di sotto del trend atteso di ben 3,5 milioni di persone), a fronte di un numero storicamente altissimo di posti vacanti: il rapporto posti vacanti/disoccupati è pari a 1,66: 10 milioni di posti su 6 milioni di disoccupati, ovvero ogni disoccupato ha a disposizione più di un possibile impiego. La preoccupazione che il surriscaldamento del mercato del lavoro impedisca, o ritardi molto, la riduzione della dinamica salariale (i salari orari erano al +5,1% a novembre), ha contribuito fortemente alla retorica "hawkish" (atteggiamento da falco) della Fed, che ha proposto un obiettivo sopra il 5% per il punto d'arrivo dei Fed Fund rates e una sostanziale stabilità a quel livello sino a quando l'inflazione non sia ben avviata a tornare verso il proprio target del 2%. Avendo spostato decisamente l'enfasi sul mercato del lavoro, sembra che la condizione necessaria per un ammorbidimento di Powell sia lo sgonfiamento dei salari (almeno al +3,5%, che dovrebbe essere il livello compatibile con il 2% di inflazione, facendo aggio anche sulla dinamica della produttività che si attesta attorno all'1,5%).»

#### **E ORA?**

Gli investitori dovranno dunque abituarsi all'idea di un'America teutonica, più che disposta a danneggiare la propria domanda interna allo scopo di domare il mostro del carovita. Da questo punto di partenza deriva poi una serie di domande fondamentali per il futuro degli asset del più complesso e diversificato sistema finanziario sulla Terra. La prima di queste è tentare di prevedere quanto ancora la Fed continuerà a stringere i cordoni della borsa e quanto ciò è stato scontato nei corsi delle attività rischiose. Da questo punto di vista, **Carlo Benetti**, market specialist di **Gam (Italia) Sgr**, sotto-



«Negli ultimi giorni non sono mancati i regali nei mercati finanziari, alcuni graditi, altri meno. Il primo regalo, graditissimo, è stato l'inflazione americana al di sotto delle attese: l'indice dei prezzi al consumo (Cpi) è aumentato sul mese precedente dello 0,1% rispetto alle attese dello 0,3%. Il raffreddamento dei prezzi dell'energia ha contribuito a portare l'inflazione annualizzata al 7,1%, meglio delle aspettative del 7,3%»

linea che il panorama è fatto di luci e ombre: «Negli ultimi giorni non sono mancati i regali nei mercati finanziari, alcuni graditi, altri meno. Il primo regalo, graditissimo, è stato l'inflazione americana al di sotto delle attese: l'indice dei prezzi al consumo (Cpi) è aumentato sul mese precedente dello 0,1% rispetto alle attese dello 0,3%. Il raffreddamento dei prezzi dell'energia ha contribuito a portare l'inflazione annualizzata al 7,1%, meglio delle aspettative del 7,3%. Anche il secondo regalo è stato gradito, benché non sia stato davvero una sorpresa: la Federal Reserve ha messo la parola fine alla serie dei rialzi "monstre" da 75 punti base, quattro consecutivi da giugno: il ritocco, ampiamente atteso, è stato di 50 punti base. I tassi americani si trovano ora nell'intervallo del 4,25-4,5%, mentre le aspettative mediane della Fed per i tassi alla fine del prossimo anno si attestano al 5,1%, poco sopra le aspettative del mercato. Dei 19 membri del Fomc, il Comitato del mercato aperto che governa i tassi, 17 ritengono che il tasso debba portarsi oltre il 5% (a settembre non lo pensava nessuno) e i più aggressivi collocavano il tasso di arrivo al 4,75%».



E negli ultimi tre mesi del 2022, dopo un terzo trimestre disastroso, è tornata una certa propensione al rischio, grazie a dati finalmente incoraggianti sull'andamento del costo della vita e banche centrali finalmente un filo meno truci. Detto ciò, però, le incognite, in particolar modo per gli Stati Uniti, rimangono enormi. Infatti, quasi nessuno dubita ormai della serietà delle autorità monetarie: basti pensare al fatto che oggi le stime degli executive della Fed sul breve-medio periodo dei tassi sembrano coincidere con il consensus dei mercati, un aspetto questo sottolineato da **Gero Jung**, chief economist di **Mirabaud Asset Management**: «In primo luogo, è probabile che il tasso di policy di riferimento salga al 5,1% l'anno prossimo, secondo le ultime previsioni mediane dei partecipanti al Fomc. Questo aumento di 50 punti base nelle aspettative di medio periodo è chiaramente il principale risultato, in una visione da falco, dell'ultima riunione. Inoltre, la distribuzione dei diagrammi a punti segue una linea simile, restrittiva, in quanto solo due membri del Fomc (su 19) prevedono che il tasso di policy del prossimo anno sarà inferiore al 5%. In secondo luogo, durante la conferenza stampa, il presidente Powell si è dimostrato chiaramente falco, suggerendo che la Fed ha ancora "strada da fare" per garantire la vittoria nella lotta all'inflazione».

#### WALL STREET NON PIÙ D'ORO

Di conseguenza non è incredibile ritenere che, di fronte a un ritorno di segnali sinistri sul fronte inflativo, si ripresentino sui mercati ondate di volatilità di difficile controllo. Se poi si allarga lo sguardo un po' oltre l'immediato, appare l'incognita sulla durata e gli effetti dell'attuale stretta. L'era del denaro a costo zero probabilmente non tornerà per un ammontare di tempo non insignificante. Pertanto appare cruciale riuscire a valutare il grado di efficienza e resa in termini di profitti di un'economia che non è più abituata ormai da decenni a lavorare con condizioni finanziarie così rigide. Finora corporate America è riuscita a difendere fatturati, margini e utili trasferendo sostanzialmente l'inflazione ai consumatori, ma non è chiaro ancora per quanto tempo ciò sarà possibile. Inoltre, notoriamente, il mercato equity locale presenta una duration più elevata rispetto alla media mondiale, oltre che valutazioni tuttora non così incredibilmente convenienti. Difficilmente, dunque, assisteremo a un altro decennio d'oro di Wall Street, sia in termini relativi, sia assoluti. Vale perciò la pena capire come, in un ambiente caratterizzato da prospettive comunque meno spettacolari, si possano identificare le opportunità migliori.





Viticoltori in Castelvenero

**Tenuta “ Le Vignole” è un’azienda agricola sita nel territorio di Castelvenero, dove la famiglia Verrillo da oltre un secolo, si dedica alla cura della propria terra.**

Nel rispetto delle tradizioni e nel ritrovato amore per le vigne, Luigi, il giovane titolare dell’azienda, dopo un percorso di studi di tutt’altro indirizzo, decide di prendere le fila dell’attività vitivinicola, ispirato dal principio di un’agricoltura naturale. Guidato dai preziosi suggerimenti del nonno Luigi, inizia la gestione dei vigneti, la vi-

nificazione e l’invecchiamento dei vini. L’amore e il rispetto per le vigne, l’attenzione e la premura trasmesse gli, si uniscono al piacere e alla creatività, dando vita ad un’azienda giovane e dinamica che si propone di mantenere saldi i rapporti con la tradizione ma di aprirsi alle innovazioni tecnologiche.



# Corporate America potrebbe fare benino

**Il mercato azionario americano, che ha visto un 2023 pessimo, con -19,4% per l'S&P 500 e -33% per il Nasdaq, è stato uno dei peggiori del pianeta. Ma per il 2023, è possibile, se la Federal Reserve sarà meno falco e la recessione non sarà terribile, che ci possa essere un certo recupero, anche se le stime degli analisti prevedono una diminuzione degli utili societari. Attualmente, però, gli investitori hanno una scarsa esposizione all'equity e si mantengono cauti, il che significa che ogni buona notizia può portare a un forte rialzo. Storicamente, i migliori punti di ingresso si sono rivelati proprio nel cuore di una fase recessiva. E in questo contesto c'è chi pensa a un total return nella parte alta della singola cifra, quella che di solito è la stima più ragionevole negli anni di transizione**

A costo di utilizzare un'espressione trita e ritrita, il 2022 per il mercato azionario statunitense ha rappresentato il tramonto di un'epoca. Infatti, l'S&P 500 ha registrato, nei 12 mesi, un calo del 19,4%, mentre il Nasdaq Composite è sceso addirittura di circa il 33%. In entrambi i casi si tratta del peggiore andamento annuale dal 2008. Ancora più significativo, però, è il fatto che l'azionario statunitense è risultato tra i più deludenti al mondo, davanti solamente ad alcuni listini emergenti. Persino più iconico è risultato il fatto che a dare il colpo decisivo alle performance delle azioni made in Usa è stato il comparto della tecnologia nel suo complesso. Quest'ultimo, infatti, non ha visto, in diversi casi, solo un autentico tracollo delle aziende con minore storia e solidità finanziaria alle spalle, ma anche una rovinosa caduta delle mega-cap che sembravano destinate, fino a poco tempo fa, a dominare i mercati mondiali. Si tratta, dunque, di un'inversione di paradigma sulla quale pochi avrebbero puntato un anno fa, quando diversi osservatori stavano cominciando a chiedersi se il più lungo periodo di sovraperformance del growth rispetto al value nella storia dei mercati non si stesse trasformando in un fenomeno strutturale. Così, ovviamente, non è stato e la ragione tutto sommato è abbastanza chiara: l'esplosione dell'inflazione, come abbiamo



visto, ha portato a ciò che sembra quasi un mutamento genetico della Federal Reserve. Quest'ultima, infatti, è passata in pochi mesi dal sembrare la versione lassista della Bank of Japan a comportarsi come una Bundesbank dei tempi d'oro. Al contempo, in Europa la morsa del caro-energia ha cominciato a mostrare segni incoraggianti di arretramento. Il risultato è stato che il rimbalzo di quasi tutti gli asset rischiosi nel quarto trimestre del 2022 si è fatto sentire in maniera decisamente meno intensa in America, con il Nasdaq che fa tuttora fatica a schiodarsi dai minimi dell'anno.

Viste le valutazioni relativamente poco convenienti e la marcata duration dell'azionario Usa, tutto sommato col senno di poi c'è davvero poco di cui da stupirsi. Per quanto riguarda il futuro, però, per la prima volta da un bel po' di tempo, non si può dare per scontato che Wall Street sia in grado di generare sistematicamente rendimenti robusti. Inoltre, non appare probabilissimo che lo stato di crisi attuale svanisca in fretta, dal momento che alcuni driver inflattivi statunitensi rischiano di assumere caratteri più o meno permanenti.

Siamo dunque sostanzialmente giunti a una nuova inversione epocale come lo furono i primi anni 2000? L'ultimo decennio, per certi versi, ha avuto parecchi punti in comune con i magici anni '90: la crescita economica post-crisi del 2008 è stata molto più debole rispetto a una generazione fa, però l'America ha comunque messo a segno una ripresa notevole, favorita dal progresso tecnologico, che l'ha vista protagonista assoluta insieme a qualche nazione asiatica, e dal denaro facile, seguendo un pattern simile a quanto verificatosi dopo la pesante recessione di 30 anni fa. Al contempo, l'Europa ha continuato a rimanere impelagata nel proprio alternarsi di crescita modesta, stagnazione e quasi-crisi. Un'ulteriore similitudine rispetto agli anni '90 si può trovare anche in certi spasmi finanziari cinesi, anche se finora questi ultimi non hanno provocato nulla di simile al terremoto che si è abbattuto sul Far East nel 1997-1998.

## VITALITÀ IMPRESSIONANTE

Poi il primo decennio 2000 ha visto una generale sotto-performance degli asset statunitensi, incluso un dollaro, che, nel 2022 come nel 1999, sembrava l'unica valuta degna di questo nome sul pianeta. Se dovessimo basarci solamente sull'andamento



*«Se la recessione non dovesse essere drammatica e le banche centrali, Fed in primis, non si trovassero costrette a decapitare l'economia per frenare la stagflazione, allora sicuramente non sarebbe irragionevole assumere un atteggiamento moderatamente ottimista nei confronti degli asset rischiosi»*

dell'ultimo quarto del 2022, verrebbe da concludere che ancora una volta la storia forse non si ripete, ma certamente spesso opera in rima. Ovviamente una serie storica così breve non ha quasi alcuna valenza, anche se, come si è visto nell'analisi macro, l'economia americana presenta perennemente tratti di vitalità davvero impressionanti. Per capire come affrontare il futuro sul mercato azionario Usa, vale però la pena dividere in maniera netta l'orizzonte di breve dalle stime di più ampio respiro. Per quanto riguarda il primo aspetto, le aspettative per l'S&P 500 e il resto del complesso azionario globale sono sintetizzate da **Andrea Delitala**, head of euro multi asset e **Marco Piersimoni**, senior investment manager di **Pictet Asset Management**: «Nel

2023, il rischio si sposta sulla crescita e sulle possibili delusioni sul fronte utili. Nelle stime degli analisti si pensa che i profitti nel 2023 possano crescere del 4% negli Stati Uniti, del 2% in Europa e del 3% nei mercati emergenti. Ebbene, di fronte questi numeri, nei paesi sviluppati c'è spazio per delusioni; più robuste ci sembrano, invece, le prospettive, per i profitti delle società dei paesi emergenti, sui quali potrebbero esserci anche sorprese positive».

Il parere dei due executive riassume un po' tutte le speranze e i timori sui mercati, non solo americani, per questo 2023. In generale, se la recessione non dovesse essere drammatica e le banche centrali, Fed in primis, non si trovassero costrette a decapitare l'economia per frenare la stagflazione, al-

## NEL MIGLIORE DEI CASI LA FRENATA DELLA CRESCITA HA SIGNIFICATO RENDIMENTI MODESTI AL DI FUORI DELLE RECESSIONI



\*Stima del Pil nominale = consenso previsioni Pil reale + consenso previsione Ipc

Fonte: Standard & Poor's, Bloomberg Finance L.P. e UBP

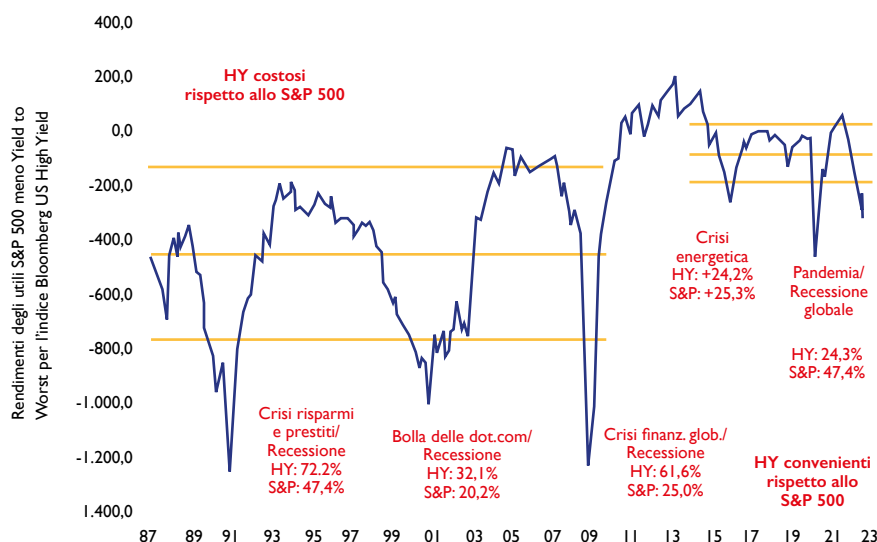


**BENJAMIN MELMAN**  
global chief investment officer  
**Edmond de Rothschild**  
**Asset Management**

lora non sarebbe irragionevole assumere un atteggiamento moderatamente ottimista nei confronti degli asset rischiosi. Come si può notare da quanto affermato da Delitala e Piersimoni, le previsioni vedono comunque corporate America ancora una volta in pole position a livello di prospettive di profitto. Al tempo stesso, però, altre aree del pianeta, emergenti in primis, sono caratterizzate da una maggiore possibilità di sorprese positive, oltre che da un (modesto) re-rating dopo un anno di perdite sanguinose. Al di là dell'oceano, invece, l'equity tuttora non è economicissimo, con la concreta eventualità di andare incontro a numeri deludenti. Sostanzialmente, infatti, i mercati stanno puntando sul fatto di avere ormai

«Le previsioni vedono comunque corporate America ancora una volta in pole position a livello di prospettive di profitto. Al tempo stesso, però, altre aree del pianeta, emergenti in primis, sono caratterizzate da una maggiore possibilità di sorprese positive, oltre che da un (modesto) re-rating dopo un anno di perdite sanguinose»

## LE AZIONI SONO RIMASTE INDIETRO RISPETTO ALLE OBBLIGAZIONI HIGH YIELD QUANDO I RENDIMENTI ERANO ELEVATI



Fonte: Standard & Poor's, Bloomberg Finance L.P. e UBP

superato il picco delle pressioni sui prezzi, al costo (nello specifico americano) al massimo di una modesta recessione, pienamente gestibile da parte del complesso delle aziende quotate. Con il caveat, però, che probabilmente assisteremo a una forte dispersione dei rendimenti tra chi è in grado di difendere i propri margini trasferendo gli aumenti dei costi ai clienti e quei gruppi che, invece, si trovano sul lato sbagliato dell'inflazione.

### LA RECESSIONE PUÒ FARE MALE

**Robert M. Almeida**, Jr portfolio manager e global investment strategist di **Mfs**, però, mette in guardia dal dare per scontato uno scenario di questo genere, perché l'impatto del rallentamento economico sui conti delle aziende potrebbe essere più pesante del previsto: «Nelle ultime settimane, dopo la diffusione di dati indicanti un potenziale picco dell'inflazione, gli asset rischiosi si sono mossi al rialzo, trainati dalle azioni e dalle obbligazioni a più lunga duration. Anche se solo il tempo ci dirà se abbiamo raggiunto o meno il limite massimo dell'inflazione, la combinazione degli effetti base, del ritmo d'inasprimento più serrato di sempre delle condizioni finanziarie e dell'aumento delle probabilità di recessione dovrebbe portare a una decelerazione delle pressioni inflazionistiche nel 2023. Tuttavia, così come hanno sottovalutato l'inflazione, credo che oggi gli investitori stiano sottostimando il suo impatto sugli utili societari. Se da un lato il calo dell'inflazione può avvantaggiare

le obbligazioni, dall'altro potrebbe rivelarsi problematico per gli utili e di conseguenza per i prezzi delle azioni».

Inoltre, ormai appare lapalissiano che, a meno di non vedere una completa liquefazione dei fondamentali macro, il meglio che si può sperare è avere una Federal Reserve indifferente e neutrale, il che comunque costituirebbe una consolazione piuttosto magra, anche di fronte a una moderata contrazione economica. Va però detto che, pur con una politica monetaria che è quella che è, non si deve sottovalutare la propensione al rischio degli investitori Usa, specialmente dopo che hanno passato un po' di tempo con un'allocation in equity (per i loro standard) particolarmente leggera. Questo fattore è portato all'attenzione da **Benjamin Melman**, global chief investment officer di **Edmond de Rothschild Asset Management**: «È improbabile che nel 2023 si possa contare su un intervento delle banche centrali in soccorso dell'economia o dei mercati finanziari, a differenza delle precedenti recessioni. I mercati prevedono che la Fed inizierà a tagliare i tassi nella seconda metà dell'anno, cosa che riteniamo improbabile, visti i recenti messaggi molto forti della Fed sulla necessità di mantenere i tassi alti per molti mesi e il livello di inflazione che, sebbene in rallentamento, rimarrà decisamente troppo alto rispetto agli standard delle banche centrali. Inoltre, il sostegno degli istituti di emissione in una fase di recessione è molto importante per gli investitori, perché li aiuta ad anticipare la conclusione della crisi».

«Nel 2023 si potrebbe verificare una recessione di entità modesta, con utili in calo del 15%. L'indice è previsto a 3.400-3.500 punti, mentre fino a qualche settimana era invece visto attorno a 3.000. Un miglioramento imputabile a tre condizioni: l'inflazione ha avuto un profilo migliore di quanto inizialmente previsto; la Cina ha intrapreso un percorso di parziale riapertura e gestione dell'immobiliare; il rischio di una crisi energetica europea su larga scala, almeno per il momento, sembra scampato»



**ANDREA DELITALA**  
head of euro multi asset  
Pictet Asset Management



Alla luce di questa analisi e del problema di liquidità, è difficile essere particolarmente ottimisti sui mercati azionari, ma è altrettanto difficile essere pessimisti: gli investitori hanno una scarsa esposizione all'asset class e si mantengono cauti, il che significa che ogni buona notizia può portare a un forte rialzo, soprattutto se la liquidità del mercato è così bassa. Storicamente, i migliori punti di ingresso si sono rivelati proprio nel cuore di una fase recessiva.

### UN 2023 SCIALBO?

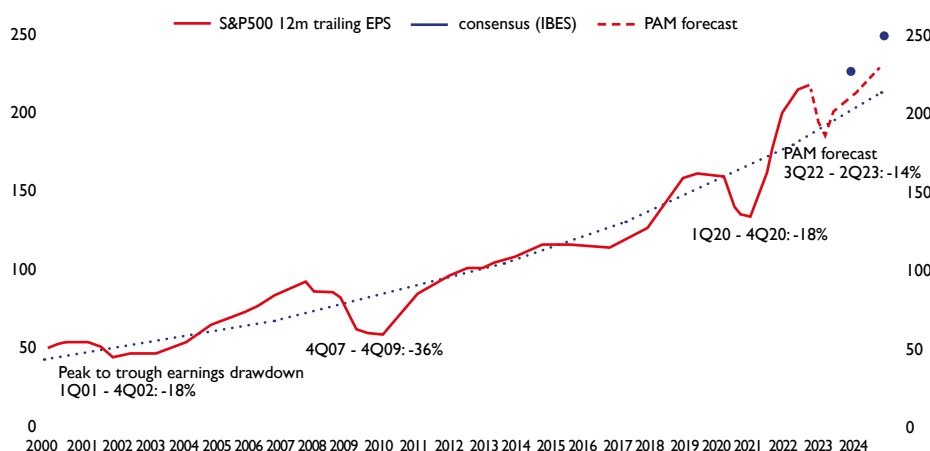
A questo punto, sorge spontaneo il desiderio di riuscire a inquadrare in un determinato intervallo di confidenza la previsione sull'andamento dell'S&P 500 nel 2023. Coerentemente con il quadro di incertezza dato da fattori positivi e negativi che più o meno si equivalgono, non sembra incredibile oggi ipotizzare per il maggiore benchmark azionario del mondo un profilo di rischio

rendimento più o meno simmetrico, delineato con precisione da Delitala e Piersimoni: «Molti degli obiettivi dell'indice S&P 500 dipenderanno dal contesto. Pur considerando l'eventualità che si manifesti uno scenario di hard landing, all'orizzonte non si scorre il rischio di un vero e proprio collasso degli utili. Come abbiamo visto in passato, i profitti aziendali tendono a scendere in maniera brutale durante le recessioni; durante quelle più severe, come nel 2008-2009, gli earning sono diminuiti addirittura del 35%. Nel 2023 si potrebbe, invece, verificare una recessione di entità modesta, con utili in calo del 15%. L'indice è previsto a 3.400-3.500 punti, mentre fino a qualche settimana era invece visto attorno a 3.000 punti. Un miglioramento imputabile a tre condizioni: l'inflazione ha avuto un profilo migliore di quanto inizialmente previsto; la Cina ha intrapreso un percorso di parziale riapertura e di gestione del settore immobiliare; il rischio di una crisi energetica europea su larga scala, almeno per il momento, sembrerebbe scampato. Tornando alle stime dell'S&P500, in caso di soft landing, il mercato potrebbe riservare rendimenti attesi tra il 5% e il 10%, a fronte di un lieve miglioramento del rapporto prezzo utili, con una stima per l'S&P in area 4.200-4.300».

Dunque un total return atteso nella parte alta della singola cifra, quella che di solito è la stima più ragionevole negli anni di transizione, in cui appunto interagiscono driver tra loro contraddittori. In tutto ciò, la buona notizia è un riequilibrio fra elementi positivi e negativi e un allontanamento degli scenari più catastrofici. Il discorso si fa ancora più sfumato se si allarga però l'orizzonte temporale, allo scopo di tentare di capire da che cosa verrà definita la prossima era di Wall Street.

### LA (POSSIBILE) CONTRAZIONE DEGLI UTILI SARÀ MENO PROFONDA RISPETTO ALLE FASI RECESSIVE PRECEDENTI

S&P 500, andamento degli utili e previsione 2023/2024



Fonte: Refinitiv Datastream, MSCI, IBES, Pictet Asset Management. Dati al 24.11.2022



# La concorrenza dei bond

**Forse oggi uno dei maggiori problemi per una ripresa del mercato azionario è l'equity risk premium, che negli Usa è ai minimi degli ultimi 15 anni. Meno di mezzo punto separa ormai i rendimenti delle azioni e delle obbligazioni. Su questa base, l'enorme complesso di gestori, fondi pensione, consulenti finanziari e semplici risparmiatori sarà meno portato a correre rischi a Wall street**

Se il 2023 si presenta come un anno dal profilo di rischio/rendimento tutto sommato simmetrico in un quadro (forse) di volatilità in diminuzione, la visibilità sul medio termine per i profitti e le perfor-

mance sui mercati di corporate America è incerta come non accadeva dai tempi della crisi finanziaria. Storicamente, mostrare pessimismo nei confronti del complesso aziendale statunitense non si è mai rivelato una scelta di investimento particolarmente azzeccata. Un'economia che mantiene una simile capacità inventiva e imprenditoriale, una discreta crescita demografica e un ambiente favorevole ai consumi come pochi al mondo sicuramente presenta punti di forza mostruosi che chiunque dovrebbe tenere a mente. Detto ciò, qualche nube non passeggera all'orizzonte si comincia a intravedere. Il primo punto dolente è l'equity risk premium dell'S&P 500, che tuttora offre un quadro non esattamente incoraggiante delle valutazioni delle azioni Usa. La questione viene inquadrata da **Nadège Dufossé**, global head of multi-asset di **Candriam**: «Abbiamo confrontato i rendimenti attesi a medio/lungo termine su azioni e obbligazioni governative rispetto allo scorso anno. Abbiamo preso in considerazione il "rendimento a scadenza" per le obbligazioni e il "rendimento degli utili" per le azioni. Da ciò emergono due osservazioni: tutti i rendimenti attuali sono superiori a quelli di fine 2021, a causa del rialzo dei tassi e del calo delle valutazioni

*«Abbiamo preso in considerazione il "rendimento a scadenza" per le obbligazioni e il "rendimento degli utili" per le azioni. Da ciò emergono due osservazioni: tutti i rendimenti attuali sono superiori a quelli di fine 2021, a causa del rialzo dei tassi e del calo delle valutazioni dell'equity. Meno di mezzo punto separa ormai i rendimenti delle azioni e delle obbligazioni»*



**NORMAN VILLAMIN**  
chief investment officer  
wealth management  
Ubp

delle azioni. Meno di mezzo punto separa ormai i rendimenti delle azioni e quelli delle obbligazioni. Inoltre, negli Usa i rendimenti sono addirittura più favorevoli per i bond. Il premio di rischio dell'equity negli Stati Uniti è in effetti ai minimi da 15 anni».

#### BOND DI NUOVO CONVENIENTI

In pratica, nonostante la caduta degli dei della tecnologia, il bear market visto in giro per il pianeta l'anno passato è stato tutto sommato decisamente moderato, specialmente se si considerano i 12 mesi da incubo dell'obbligazionario. Il risultato oggi è che quest'ultimo è passato dall'essere l'asset class più cara del

mondo al presentare diverse nicchie a sconto davvero interessanti. Il fenomeno appare particolarmente intenso al di là dell'Atlantico, dove a una curva pesantemente invertita si è accompagnato un marcato aumento degli spread del credito. A sua volta, questo andamento è stato irrobustito da un settore dei corporate bond con una notevole presenza di high yield fortemente correlati con l'equity e, in generale, da un uso piuttosto liberale della leva finanziaria. Per queste ragioni **Norman Villamin**, chief investment officer wealth management di **Ubp**, sembra decisamente più deciso riguardo alle prospettive del reddito fisso nel 2023: «Con i mercati obbligazionari che hanno chiuso il 2022 con le perdite peggiori degli ultimi 50 anni, i bond

«Fortunatamente, la forte ripresa dei rendimenti dei Treasury nel 2022 lascia i rendimenti a cinque anni, corretti per le aspettative di inflazione, vicini ai livelli elevati raggiunti prima della Grande crisi finanziaria. Ciò suggerisce che le opportunità di passare dalle obbligazioni a tasso variabile con scadenza più breve a quelle con scadenza più lunga dovrebbero iniziare a emergere nel nuovo anno, quando le cedole dei Treasury a cinque e 10 anni saranno tra il 4% e il 4,5%»

Usa hanno vanificato la performance total return accumulata dal 2017 e invertito il calo sequenziale dei rendimenti dall'inizio della crisi finanziaria globale del 2008-2009. Fortunatamente, la forte ripresa degli interessi dei Treasury nel 2022 lascia i rendimenti a cinque anni, corretti per le aspettative di inflazione, vicini ai livelli elevati raggiunti prima della Grande crisi finanziaria. Ciò suggerisce che le opportunità di passare dalle obbligazioni a tasso variabile con scadenza più breve a quelle con scadenza più lunga dovrebbero iniziare a emergere nel nuovo anno, quando i rendimenti dei Treasury a cinque e a 10 anni saranno tra il 4% e il 4,5%.

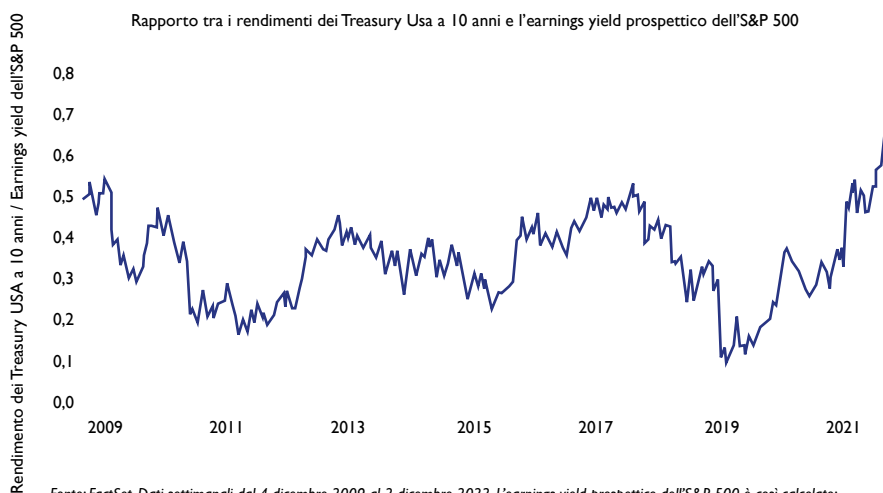
I Treasury sono dunque giunti a un punto tale da rendere addirittura plausibile tornare a impostare strategie basate sulla duration. Nonostante i rischi di recessione, può valere la pena anche accompagnare a tale approccio investimenti caratterizzati da un maggiore rischio creditizio. Ancora **Norman Villamin**, infatti, sostiene: «Mentre il rischio relativo sui tassi d'interesse è stato il freno principale ai rendimenti nel 2022, ci aspettiamo che il peggioramento della qualità del credito e l'ampliamento dello spread rappresentino il rischio principale nel 2023. In effetti, storicamente, il deterioramento della qualità del credito ha sempre subito un'accelerazione nei tre-quattro trimestri successivi al primo rialzo dei tassi da parte della Fed, che è quindi ciò che gli investitori dovrebbero aspettarsi per il nuovo anno. Fortunatamente, le cedole basse offerte dai Treasury e dai titoli corporate Usa nell'ultimo decennio, che garantivano poca protezione contro il peggioramento della qualità del credito, hanno lasciato il posto ai rendimenti più alti dal 2006-2007. Riteniamo, pertanto, che una strategia sul credito Usa in dollari di tipo hold-to-maturity e incentrata sulla qualità possa offrire opportunità inte-



«Con una maturazione dell'economia di internet, un quadro macro complessivamente contenuto e tassi più elevati, banalmente la concorrenza per accaparrarsi la minore liquidità disponibile si farà molto più dura. Riuscirà, tanto per fare un esempio, Wall Street ad adattarsi a una mean reversion delle allocazioni in equity da parte del proprio gigantesco complesso dei fondi pensione? La risposta a tale domanda oggettivamente non la possiede nessuno»



#### RISPETTO ALLE AZIONI, LE OBBLIGAZIONI SEMBRANO SOTTOVALUTATE



ressanti all'inizio del 2023, quando il mercato sposterà l'attenzione dai rischi di inflazione a quelli di recessione. Potrebbe anche svilupparsi un'opportunità nei segmenti più rischiosi dei mercati del credito, con i rendimenti più elevati che superano il 10% in prossimità della fine dell'anno».

#### NON SI PUÒ PIÙ VINCERE FACILE

L'ottimismo di Villamin sull'obbligazionario americano, non sorprendentemente, presenta di riflesso una view decisamente più cauta nei confronti delle azioni made in Usa: «Se analizziamo l'andamento storico, si può facilmente notare che l'S&P 500 tende a sottoperformare quando gli high yield presentano rendimenti elevati». In pratica, gli investitori potrebbero decidere di tornare gradualmente ad aumentare l'esposizione lungo la scala del rischio. Di fronte a tutto ciò si potrebbe obiettare che, come precedentemente sottolineato, il fenomeno potrebbe essere puramente temporaneo e che difficilmente istituzionali e privati statunitensi rimangono a lungo scarichi di esposizione azionaria.

Il problema di fondo, però, è dato dall'in-

cognita circa il grado di adattamento del sistema a un quadro monetario destinato a rimanere relativamente rigido a lungo. In parole semplici, per 15 anni l'intero pianeta, inclusa l'America, si è adagiato sui tassi a zero. Adesso non solo vi è stato il più rapido rialzo del costo del denaro della storia da parte della Fed, ma non vi è neppure la vaga speranza di vedere per un bel po' di anni un nuovo 2019. Visto il terrore di andare incontro a un revival degli anni 70, è già tanto se Powell e soci si decidono nel 2023 a fare una pausa.

#### BOLLA DI TUTTO

Quali sarebbero a questo punto gli effetti a lungo termine sull'economia statunitense? Può una nazione, comunque in via di invecchiamento, con un debito pubblico altissimo, problemi sociali pesanti, una crescente tensione politica e altre questioni di non facile risoluzione, permettersi un simile costo del denaro? La risposta forse può anche essere positiva, dato il genio imprenditoriale e l'efficienza manageriale di cui è impregnata la cultura del paese. Da sole, però, simili caratteri-

stiche non sono sufficienti a garantire solidi rendimenti all'S&P 500. Infatti, la definizione forse più azzeccata del decennio scorso è stata quella di "bolla di tutto". Notoriamente, infatti, l'ondata di liquidità a costo zero ha portato a una ricerca spasmodica di rendimento, data dal fatto che le banche centrali di tutta la Terra sono diventate di gran lunga il maggiore acquirente di titoli di stato. L'esplosione del livello di profitti dei giganti della digitalizzazione, ha fatto sì che non vi fosse praticamente più confronto rispetto ad altre asset class. Con una maturazione dell'economia di internet, un quadro macro complessivamente contenuto e tassi più elevati, banalmente la concorrenza per accaparrarsi la minore liquidità disponibile si farà molto più dura. Riuscirà, tanto per fare un esempio, Wall Street ad adattarsi a una mean reversion delle allocazioni in equity da parte del proprio gigantesco complesso dei fondi pensione? La risposta a tale domanda oggettivamente non la possiede nessuno, anche se è comunque quasi certo che certi rendimenti azionari del recente passato resteranno chi- mere per un bel po' di tempo a venire.





PODERE  
**CAVÀGA**



**L'eccellenza del vino Podere Cavaga** è frutto di una cultura legata a genuinità, semplicità e concretezza, valori che danno ai nostri vini un percorso degustativo unico.

[www.cavaga.it](http://www.cavaga.it)

**CHRISTOPHE MOREL**

CAPO ECONOMISTA  
GROUPAMA AM

# In un nuovo regime di scarsità

a cura di Pinuccia Parini



**Il dato americano sull'inflazione dello scorso ottobre è stato migliore delle attese. Ritiene che si sia visto il picco dell'inflazione?**

«Ritengo che si debba fare una distinzione tra la lettura del dato e il comportamento del mercato. Per quanto riguarda quest'ultimo, penso che la reazione molto positiva sia riconducibile a ciò che in gergo borsistico viene chiamato uno "short squeeze", ovvero una riduzione delle posizioni corte, sia sul lato azionario, sia su quello obbligazionario. Sul dato, invece, non vorrei soffermarmi sulla mera analisi dello stesso, bensì fare una considerazione di più ampio respiro. Da un punto di vista globale, infatti, non siamo in una fase transitoria, bensì siamo entrati in un nuovo regime d'inflazione. Le ragioni sono da ricercare nella trasformazione che il mondo sta conoscendo e che sta avvenendo, contemporaneamente, ovunque. Infatti, sta cambiando il modello di business e la scarsità è un fenomeno che si sta manifestando in modo generalizzato: dalle materie prime al mondo dell'occupazione, sino a quello delle risorse finanziarie. In un simile contesto, gli investimenti crescono e i prezzi salgono, creando inflazione. È per queste ragioni che, in Groupama, prevediamo un forte rialzo dei tassi di interesse e ci attendiamo che i Fed Fund raggiungeranno il 6%, un livello che sino a non molto tempo fa sembrava impensabile.



**CHRISTOPHE MOREL**  
capo economista  
Groupama Am

Oggi le maggiori banche centrali dichiarano che, forse, potrebbero ridurre l'ordine di grandezza dei rialzi, ma il livello finale sarà più elevato, anche se non indicano quale sarà il terminal rate. È quindi necessario avere risorse finanziarie adeguate, nonostante il trend di queste ultime indichi una riduzione. In un mondo dove gli investimenti saranno massicci, un aspetto da non sottovalutare è che il livello di equilibrio dei tassi sarà superiore alle attese. Inoltre, il fenomeno della scarsità toccherà anche il saggio di risparmio».

**Le indicazioni, però, che si sono avute nell'ultimo periodo sono che i risparmi sono aumentati.**

«Durante la pandemia i risparmi sono aumentati e di parecchio, ma ora, soprattutto negli Usa, stanno diminuendo su base mensile: è un segnale che le famiglie americane li stanno impiegando per i loro consumi».

**Ha parlato di scarsità anche nel mercato del lavoro e, sempre negli Stati Uniti, si è assistito al fenomeno della "great resignation". Pensa che le cose cambieranno nel futuro?**

«Investimenti e mondo del lavoro sono due aspetti strettamente legati. Nei prossimi anni la richiesta di mano d'opera sarà consistente, perché la nuova transizione lo richiede per fare sì che gli investimenti siano realizzati. La scarsità della mano d'opera è ascrivibile a diverse cause, tra le quali le restrizioni sull'immigrazione introdotte dall'ex-presidente Trump e l'invecchiamento della popolazione. Tutto ciò farà aumentare i salari, generando inflazione. Basti pensare che le misure dell'amministrazione americana, insieme agli effetti causati dal Covid-19, hanno provocato

una diminuzione del fenomeno migratorio quantificabile in circa un milione di persone rispetto al periodo precedente. Va detto, comunque, che con l'arrivo del nuovo inquilino della Casa Bianca ci sono forti segnali di riapertura. Sembrerà brutale, ma, a tendere, si sarà chiamati a scegliere tra immigrazione e inflazione».

**Pensa, quindi, che non si sia ancora toccato il picco dell'inflazione?**

«Forse il picco è già stato raggiunto, ma penso che l'inflazione scenderà molto più lentamente di quanto atteso. E aggiungo un'altra considerazione. Abbiamo calcolato che, quando i prezzi al consumo salgono sopra l'8%, bisogna prestare molta attenzione, perché è da questo livello che si possono innescare ulteriori spirali inflative».

**Quali sono, in questo contesto, i rischi per le banche centrali?**

«Di fare troppo poco. Forse le banche centrali hanno capito quanto è successo negli anni '80, quando ci sono stati tanti "stop & go": la recessione aveva portato a tagliare i tassi ed era stata seguita da una ripresa di aspettative di inflazione più alta che ha richiesto un nuovo intervento. Ci sarà una recessione e credo che, questa volta, ciò non basterà a fare cambiare la politica monetaria dei maggiori istituti centrali che rimarranno fermi (on hold) sulle loro posizioni».

**L'instabilità politica e finanziaria in UK, avvenuta qualche mese fa, ha insegnato qualcosa al mercato?**

«Se c'è stata una lezione da imparare, essa ha riguardato la politica fiscale. Il mercato è pronto ad accettare un "whatever it takes" se è finalizzato alle persone che ne hanno bisogno, ma non certo se ha come obiettivo la popolazione più abbiente. Di fronte a un budget fiscale, l'aspetto sul quale bisogna focalizzarsi è se sia o meno orientato, sul lato dell'offerta, per stimolare la crescita economica. Il budget del presidente Biden, della scorsa estate, era impostato in questa direzione e il mercato lo ha applaudito, perché conteneva investimenti nel digitale, nell'ambiente, nel settore alimentare e in quello energetico».

**Non c'è però il rischio di un aumento del debito?**

«Non penso che il mercato veda ciò come un problema: quando si è in un contesto inflativo, la crescita nominale è più elevata dei

tassi nominali e, di conseguenza, non c'è un problema di sostenibilità del debito. In altre parole, è meglio investire per stimolare crescita futura, piuttosto che non fare nulla perché si è preoccupati per il livello del debito. Inoltre, i tassi nominali e reali sono ancora bassi e non rimane, di conseguenza, che investire».

**Qual è il suo parere invece sull'Europa?**

«Ritengo che in Europa ci siano due rischi. Il primo riguarda il conflitto in Ucraina e il secondo è la contrazione della liquidità. Ogni volta che quest'ultimo aspetto si verifica, diventa un vero e proprio test per il sistema finanziario, che può portare anche a pronunciate correzioni delle diverse asset class. Non temo un deterioramento delle condizioni del credito tali da generare una crisi, ma la minore liquidità sul mercato potrebbe creare un problema, visto che il ruolo delle banche centrali di "market maker" verrà sempre meno. Chi subentrerà al loro posto e fungerà da fornitore di liquidità?»

**In termini di impatto sulla crescita globale, guarda con preoccupazione alla situazione cinese? Ci potrebbero essere ricadute sul mercato europeo?**

«Non bisogna sovrastimare il contributo della Cina alla crescita globale: il vero motore di traino rimangono le esportazioni, non i consumi. Il saggio di risparmio dei cinesi è elevato, mentre lo stesso non si può dire per il loro livello di consumo. L'affermazione potrà risultare controversa, ma penso che la Cina dipenda molto di più dalle economie avanzate che non il contrario. L'economia del paese è stata particolarmente debole, ma non si rilevano effetti a macchia d'olio significativi. Inoltre, proprio per le caratteristiche dei mercati cinesi domestici, la presenza degli investitori stranieri è comunque limitata e non ci sono rischi di un contagio sul piano finanziario. A livello industriale, ci saranno paesi europei più colpiti di altri, come ad esempio la Germania e il suo comparto automobilistico, ma la situazione attuale è molto diversa da quella della Grande crisi finanziaria. Allora, nel 2008, la Cina iniettò un'ingente quantità di denaro sul mercato e diede una forte spinta alla ripresa mondiale, mentre oggi è il consumatore americano il motore di crescita del Pil globale».



# Un'analisi concentrata sui manager

a cura di Boris Secciani

Il **Wellington Global Stewards Fund** sotto diversi punti di vista ha un tipo di gestione abbastanza insolito. Per selezionare i titoli che fanno parte del portafoglio azionario globale, oltre che nella ricerca fondamentale tradizionale, viene posta una grande attenzione sui manager che guidano le aziende e sull'intero consiglio di amministrazione, che comunque deve essere indipendente dall'amministratore delegato. Ma rendere inusuale lo stile di gestione è anche un'altra serie di particolarità, delle quali parla **Yolanda Courtines**, co-fund manager.

## **Qual è la filosofia di investimento che caratterizza Wellington Management?**

«Wellington Management è un gruppo che detiene circa 1,2 trilioni di dollari in Aum. Gioco forza, investiamo su un'ampia gamma di strategie. La nostra società è caratterizzata da una forte enfasi sulla ricerca fondamentale, senza però la presenza di un ciò unico che fornisce la view di investimento per tutti i money manager che lavorano con noi. Questi ultimi, infatti, sono liberi di definire in completa autonomia la loro filosofia e il loro processo di investimento. Il comparto che gestisco, insieme, a Mark Mandel, cfa, è il Wellington Global Stewards Fund, fondo global equity pensato per fare parte del core dell'asset allocation, essendo un portafoglio concentrato sulle migliori azioni a livello planetario in termini di prospettive di crescita e di rendimento, nonché di sostenibilità. Nello specifico, deteniamo fra 35 e 45 titoli, che presentano una buona miscela di redditività sostenuta e di un significativo livello di responsabilità del loro management: il nostro obiettivo è spingere quest'ultimo a generare un impatto positivo sull'ecosistema del mondo aziendale».

## **Nello specifico come definite il concetto di Global Stewardship?**

«Innanzitutto è importante per noi specificare che adottiamo un orizzonte temporale di lungo periodo: il nostro obiettivo è detenere le nostre posizioni per un decennio, un arco durante il quale vogliamo che la dirigenza delle società sulle quali andiamo a investire si comporti come un buon custode (steward) degli asset del gruppo. Per assicurarci che ciò avvenga, adottiamo un processo di engagement con i manager che si articola in cinque obiettivi. In primis, è nostra intenzione fare in modo che chi



## **YOLANDA COURTINES**

**co-fund manager**

**Wellington Global Stewards Fund**

gestisce l'azienda presenti solide capacità di esecuzione dei piani strategici nei successivi tre-cinque anni. Inoltre, per noi è fondamentale la presenza di un consiglio di amministrazione forte e indipendente dall'amministratore delegato, flessibile e in grado di curare gli interessi di tutti gli stakeholder coinvolti. Questo requisito è indispensabile per costruire un'organizzazione in grado di affrontare il moltiplicarsi di rischi sempre nuovi: basti pensare alle difficoltà geopolitiche che stiamo vivendo o alla crescente minacce alla cybersicurezza. Poi è cruciale, per noi, l'abilità nell'allocare il proprio capitale in attività che generano alti rendimenti. Ancora, come dicevo, Wellington Management è caratterizzata da un marcato focus sulla ricerca fondamentale: in questo caso portiamo a termine un'azione di engagement per comprendere la logica e gli obiettivi di ogni spesa significativa delle società che deteniamo, dal pagamento dei dividendi al budget per la ricerca e sviluppo».

### **Quali sono gli ultimi due criteri sui quali vi basate?**

«Il quarto è dato dalla presenza o meno di un approccio di lungo periodo da parte della società: infatti, se si ha a che fare con un management che si concentra soprattutto su obiettivi di breve respiro, difficilmente esso sarà in grado di mostrare l'adattabilità necessaria per fare fronte ai rischi cui accennavo in precedenza. L'ultimo aspetto da non dimenticare è la cura degli interessi di tutti gli stakeholder coinvolti, dai lavoratori, alle filiere produttive e ai fornitori. Viviamo in un'epoca in cui le informazioni girano e vengono scambiate ad altissima velocità: in un simile contesto è fin troppo facile, se non si cura a sufficienza questo aspetto, andare

incontro a grossi danni reputazionali e alla perdita del proprio pool di talenti. Sempre di più, peraltro, gli asset delle aziende sono di natura intangibile: nello specifico, è cruciale creare un buon ambiente di lavoro per tutte le persone che andranno a sviluppare i prodotti e i servizi del futuro. Senz'altro è impossibile che una società che trascura molti dei propri stakeholder, magari a vantaggio esclusivo degli interessi di breve termine degli azionisti, sia in grado di prosperare sul lungo periodo».

### **Approfondiamo il fatto che vi confrontate in maniera sistematica con i consigli di amministrazione delle aziende; come mai questa scelta sicuramente inusuale?**

«Si tratta in effetti di un'area dell'engagement decisamente trascurata, dal momento che gran parte delle attenzioni sono riservate ai CEO. In realtà, però, la presenza o meno di un board forte e indipendente offre uno spaccato molto interessante della qualità della leadership in generale. Si tratta di un'opportunità informativa che non molti sfruttano e che ci consente di costruire un vantaggio competitivo non indifferente».

### **Il vostro target è costituito da società leader a livello competitivo e nella transizione; come definite questo insieme?**

«Il nostro universo investibile è fatto di società di grandi dimensioni a livello globale caratterizzate da bilanci solidi, con un forte track record in termini di generazione dei flussi di cassa e una posizione competitiva difficilmente scalfibile. Simili caratteristiche permettono

di passare fasi di acuta difficoltà come quella in corso o la pandemia senza grandi danni. Nomi di questo calibro costituiscono anche un hedging effettivo contro gli effetti dell'inflazione, perché si tratta di aziende dotate di un'elevata capacità di imporre i propri prezzi. I gruppi in questione sono anche caratterizzati da un forte senso di responsabilità circa il percorso futuro verso una maggiore sostenibilità. Siamo peraltro investitori globali il cui scopo è costruire un portafoglio ben bilanciato. Di conseguenza, a livello geografico, sebbene non diamo importanza al paese nel quale una società è basata giuridicamente, la divisione per aree geografiche dei fatturati delle posizioni nel nostro portafoglio riflette il profilo dell'indice Msci Acwi».

### **Infine, dividendi e valutazioni, due aspetti tornati recentemente sotto le attenzioni degli investitori; quale ruolo ricoprono nel vostro processo di investimento?**

«Il dividend yield del nostro fondo è lievemente superiore a quello dell'Msci Acwi; ciò, però, riflette semplicemente la qualità delle aziende che scegliamo. Non rientra fra i nostri obiettivi costruire posizioni in società che hanno una politica di alti dividendi. Come detto, siamo molto attenti alla qualità dell'utilizzo del capitale. Per quanto riguarda le valutazioni, noi siamo investitori a lungo termine: di conseguenza non chiudiamo una posizione semplicemente in base al livello di valutazione dell'azione. Ci basiamo sulle valutazioni, però, per gestire la liquidità del nostro fondo, diminuendo l'esposizione a titoli relativamente più cari per aumentare la su quelli più economici».



# Commodity, una grande spinta dalla transizione energetica

a cura di Boris Secciani

**Charl Malan**, senior research analyst global resources di **VanEck**, illustra le prospettive dei titoli azionari di società che operano nel vasto mondo delle risorse naturali. Si tratta di un complesso di settori favorito da diversi trend strutturali, al di là delle contingenze attuali.

**Quali sono le ragioni che spingono a considerare le azioni di società che operano nelle materie prime come un investimento sensato nei prossimi anni?**

«L'investment case nel segmento delle risorse naturali poggia su diversi pilastri. Sicuramente la situazione geopolitica, con lo shock all'offerta che si porta appresso, rappresenta un elemento importante. Inoltre, se allarghiamo lo sguardo su un orizzonte temporale intorno a cinque anni, vediamo che emerge un panorama di difficoltà a livello di offerta. Queste problematiche si presentano trasversalmente in varie commodity in ambiti alquanto diversi, che vanno dall'agricoltura all'estrazione mineraria. Nel lungo periodo, però, il driver principale di sostegno ai corsi delle risorse naturali è la transizione energetica. Se, infatti, si vuole raggiungere l'obiettivo di zero emissioni nette nel 2050, bisognerà attuare un piano di investimenti gigantesco per trasformare in maniera radicale l'economia. Un simile cambio di paradigma avrà un profondo impatto sui mercati delle materie prime».

**A che punto siamo per quanto riguarda questo progetto?**

«Finora il passo è stato estremamente lento: si stima, infatti, che nei 30 anni che vanno dall'inizio del 2021 al 2050 per arrivare a un assetto net zero sarà necessario investire qualcosa come 131 trilioni di dollari in tutto il mondo (fonte Irena). Nel 2021, però, il capex globale dedicato a questo progetto epocale è stato di appena 750 miliardi di dollari, quando per rispettare la tabella di marcia avrebbero dovuto essere allocati 8-9 trilioni. È interessante, peraltro, analizzare come i  $\frac{3}{4}$  di trilione sono stati effettivamente spesi, dato che ciò ci consente di cogliere la centralità del ruolo delle commodity».

**Approfondiamo dunque questo punto: le energie rinnovabili assorbono una quota molto grande**





**CHARL MALAN**  
senior research analyst  
global resources  
VanEck

### **dei budget di investimento per la transizione?**

«Sì, l'affermazione è esatta. Nel 2021, 350 miliardi su 750 sono stati dedicati all'energia solare, a quella eolica e alla mobilità sostenibile, in particolar modo i veicoli elettrici. I mercati finora si sono orientati soprattutto al finanziamento della produzione di elettricità pulita e a cercare soluzioni per usare questa energia per la mobilità. Si tratta sicuramente di progetti encomiabili, non va però dimenticato che, dopo tutti questi decenni di crescita, i fossili forniscono tuttora circa l'80% del totale dell'energia consumata al mondo. Le rinnovabili si fermano invece al 10%, di cui il 3% è dato dall'idroelettrico, l'1% circa a testa da vento e sole, mentre il resto deriva dalla combustione di legname, che rientra nelle fonti rinnovabili. Nel frattempo, altre aree cruciali sono rimaste al palo. Va tenuto presente, infatti, che la produzione elettrica è responsabile per circa un quarto delle emissioni di gas serra, mentre l'industria contribuisce per circa il 21% e l'agricoltura per il 24%. Si tratta di segmenti importantissimi dell'economia mondiale, dove sarà necessario operare investimenti giganteschi per riuscire a raggiungere quello che per noi è un assoluto must, ossia rendere "verde" non solo la domanda, ma anche l'offerta».

**A proposito di quest'ultima, in particolar modo nel comparto minerario, il consensus ritiene improbabile un aumento del capex come nei precedenti cicli. Quale è la vostra view al riguardo?**

«In effetti è difficile pensare che vi sarà un'esplosione di nuovi progetti minerari, per una serie di ragioni economiche, tecnologiche, ambientali e politiche. Partiamo da quest'ultimo punto: negli Stati Uniti vi è una forte unità di intenti a livello dei due partiti, che se ne possa pensare, per favorire l'estrazione mineraria domestica e la produzione di materiali necessari per il salto tecnologico di cui abbiamo parlato. Nessuno vuole dipendere da nazioni come la Russia e, soprattutto, dalla Cina. Quest'ultima, in particolare, ha costruito una posizione dominante all'interno di alcuni minerali senza i quali gli obiettivi di metà secolo sono impensabili. Il senso di urgenza nel ripensare le catene di fornitura è stato sicuramente ampliato dal Covid, dalla guerra in Ucraina e dall'esplosione dell'inflazione. Si tratta, però, del culmine di un trend in corso da diversi anni e che vede opinioni pubbliche sempre più stufe di consumare solamente beni importati».

### **Come mai allora sembra così difficile riuscire a fare partire nuovi asset minerari, con tempi che si sono triplicati dagli anni '50?**

«Ad esempio, negli Stati Uniti ottenere autorizzazioni e finanziamenti in questo ambito a livello federale e statale non è assolutamente difficoltoso. Il vero problema nel riuscire ad aprire nuove miniere un po' in tutto il mondo occidentale è la frammentazione a livello di centri di potere, con autorità e altri stakeholder locali che spesso bloccano tutto. A ciò si sommano poi questioni tecnologiche e finanziarie strutturali».

### **Concentriamoci su questo aspetto, quali sono i punti più importanti da tenere presenti?**

«Rispetto agli anni '50, vi sono molte più miniere, il che significa che il minerale di più facile estrazione è già stato preso e utilizzato. Oggi, dunque, per portare online nuovi progetti è necessario investire molti più soldi e utilizzare tecnologie molto più sofisticate. A fronte di tutto ciò, il settore minerario ha vissuto a partire dal 2012 un processo di cambiamento e ristrutturazione senza mai visto prima. Infatti, il primo decennio degli anni 2000 è stato caratterizzato dall'esplosione dell'economia cinese, che ha generato un mercato rialzista nelle materie prime senza precedenti».

### **Rispetto all'era d'oro dello sviluppo cinese, come è cambiata l'industria mineraria?**

«Di fronte a questo bull market, le aziende che si occupano di estrarre minerali hanno reagito inseguendo la crescita dei volumi a tutti i costi. Una grande quantità di denaro è stata investita in nuovi progetti e per acquisire asset esistenti che fornivano rendimenti a malapena a singola cifra, il tutto con un uso della leva decisamente elevato. Nell'ultimo decennio, la bolla è scoppiata tanto che viene stimato che il 60-70% degli alti dirigenti delle sei maggiori società del settore abbia cambiato lavoro. Il focus è tornato sulla redditività, con mega-gruppi come Freeport McMoRan (ndr: il nome è scritto così), Vale e Rio Tinto che hanno dismesso diverse attività, che sono state comprate da aziende cinesi. Da allora il return on capital si è più che raddoppiato, con un aumento esponenziale del free cash flow. Ciò è avvenuto proprio perché ci si è concentrati sui progetti di maggiore qualità senza inseguire la crescita a ogni costo. La qualità della gestione è quindi migliorata esponenzialmente e difficilmente si tornerà al paradigma del passato».

### **Qual è la vostra valutazione circa lo stato del settore agricolo a livello planetario?**

«Per certi versi i problemi sono simili. L'aumento della popolazione e la crescita economica fanno sì che la domanda di cibo sia destinata ad aumentare del 50% in 10 anni. A fronte di tutto ciò, la maggior parte delle terre disponibili per la coltivazione è già usata e, di conseguenza sarà difficile ampliare l'offerta incrementando la quantità di terreni arati. Anche l'uso massiccio di pesticidi e fertilizzanti degli ultimi decenni limita la possibilità di ottenere grossi incrementi delle rese. Bisognerà perciò operare un salto tecnologico importante, con un uso più intelligente ed efficiente dei terreni e spingendo anche la crescita di coltivazioni innovative come, ad esempio, quelle impiegate per fornire input nella carne sintetica. L'insieme di questi fenomeni sta creando opportunità enormi lungo tutta la filiera della tecnologia agro-alimentare: per questa, ad esempio, abbiamo già lanciato tra l'altro un Etf attivo sul futuro sostenibile del cibo in Europa».

### GERO JUNG

CHIEF ECONOMIST

MIRABAUD ASSET MANAGEMENT

# Una crescita mondiale in discesa

a cura di Pinuccia Parini

**Gero Jung**, chief economist di **Mirabaud Asset Management**, quando parla della società per la quale lavora, mette in rilievo soprattutto la vocazione alla gestione attiva e l'indipendenza totale. E non manca il riferimento a una storia aziendale che ha oltre 200 anni. Fatte queste premesse, il manager spiega la strategia di investimento di questi tempi difficili, che è basata comunque su una notevole cautela.

### Qual è il vostro approccio d'investimento?

«La gestione attiva è nel nostro Dna di boutique altamente specializzata e con radici profonde. Abbiamo alle spalle la solidità e l'esperienza di un gruppo bancario con oltre 200 anni di storia. Possiamo offrire soluzioni di investimento ad alto valore aggiunto grazie a una gestione attiva, coniugata con un rigoroso approccio alla sostenibilità, su asset class di nicchia come le piccole e medie capitalizzazioni sull'azionario, il debito societario investment grade, l'high yield ed emergente nel reddito fisso, e le obbligazioni convertibili tra le strategie ibride. Siamo stati tra i principali sostenitori della gestione attiva, perché crediamo nel talento e nell'esperienza. Il successo del nostro fondo Haussmann, nato nel 1973, uno dei nostri flagship che a oggi è ancora tra i primi fondi di fondi hedge in Europa, è una conferma delle nostre expertise. Sul fronte della sostenibilità siamo firmatari dei Pri delle Nazioni Unite dal 2010, ben prima che diventasse un filone mainstream. Il nostro posizionamento di boutique specializzata, indipendente e a capitale privato, ci consente di avere un approccio di lungo termine, ma al tempo stesso flessibile e dinamico. L'indipendenza di pensiero è al centro del nostro approccio e ogni professionista degli investimenti è responsabile delle proprie decisioni di investimento. I nostri portafogli sono tipicamente unconstrained, con la possibilità di investire dove vediamo buone opportunità, e concentrati, in quanto seguono un approccio best idea e ad alta convinzione».

### Quali sono le vostre attese sull'inflazione?

«Con l'avvicinarsi del 2023, tutti gli occhi rimangono puntati sui dati, ma ci aspettiamo che i fondamentali diventino più determinanti nel corso dell'anno. In base al consenso, l'inflazione statunitense ha raggiunto il suo



**GERO JUNG**  
**chief economist**  
**Mirabaud Asset Management**

picco e dovrebbe iniziare a diminuire. Se le attese verranno confermate e l'inflazione inizierà a raffreddarsi, saremo comunque ancora lontani dall'obiettivo del 2% della Fed; qualsiasi cambiamento sarà graduale. Prevediamo che i tassi d'interesse Usa rimarranno elevati per la maggior parte del 2023. In Europa, ci aspettiamo che, in seguito all'indebolimento del contesto economico e dei rialzi dei tassi attuati finora, l'inflazione inizi a scendere naturalmente. In caso contrario, c'è rischio di stagflazione. Quest'ultimo, in Europa, è leggermente superiore a quello degli Stati Uniti, perché l'economia è più debole e la Bce ha meno margine di manovra per aumentare i tassi di interesse, nonostante un'inflazione più o meno allo stesso livello di quella statunitense».

#### **E le vostre aspettative in termini di crescita?**

«Ci aspettiamo che la crescita economica mondiale subirà una significativa decelerazione. Le difficoltà delle catene di approvvigionamento dovute alla guerra in Ucraina, da un lato, e alla politica zero-Covid della Cina, dall'altro, stanno pesando sull'attività. L'inflazione elevata e l'inasprimento delle condizioni finanziarie contano sulle prospettive. Prevediamo che la crescita globale rallenti, passando dal 6% del 2021 a circa il 3% nel 2022. Si tratta di una diminuzione di ampia portata, che interesserà, sia le economie avanzate, sia quelle in via di sviluppo, e che continuerà anche nel 2023».

#### **Nel contesto delineato, come posizionarsi sui mercati?**

«Riteniamo che sia ancora prematuro aumentare l'esposizione azionaria nei nostri

portafogli, poiché il picco dell'inflazione e dei tassi non è ancora stato raggiunto. Tuttavia, le obbligazioni offrono opportunità interessanti, in particolare nel segmento corporate investment-grade, dove il profilo rischio/rendimento è di nuovo favorevole e gli spread creditizi sono superiori alla loro media di lungo periodo. Privilegiamo le scadenze brevi su emittenti di qualità. Per quanto riguarda le obbligazioni sovrane, preferiamo una duration elevata. Al di sopra del 4%, la parte a lunga scadenza della curva offre rendimenti interessanti e protezione da uno scenario di grave recessione. A livello settoriale, abbiamo un'esposizione difensiva sui beni di consumo e sulla sanità, nonché sul settore energetico. Rimaniamo sovraesposti sul dollaro Usa, che beneficia della politica monetaria della Federal Reserve e della relativa forza dell'economia statunitense rispetto agli altri paesi sviluppati».

#### **Ritenete che i rendimenti attuali sui mercati obbligazionari costituiscano un livello di acquisto?**

«Abbiamo già acquistato obbligazioni statunitensi sovrane a lunga scadenza a ottobre, quando il rendimento ha superato il 4%, come copertura contro i rischi di recessione futuri. Abbiamo anche messo in portafoglio obbligazioni investment grade in Europa e negli Stati Uniti, poiché il rapporto rischio/rendimento era interessante per questa classe di asset, soprattutto nel Vecchio continente. Non compreremmo titoli obbligazionari alla luce del recente calo dei rendimenti e degli spre-

ad, ma potremmo considerare di aumentare la nostra esposizione all'inizio del prossimo anno, quando i mercati obbligazionari rifletteranno la svolta da falco delle banche centrali e con spread societari più elevati».

#### **Pensate che il mercato azionario abbia già scontato una possibile futura recessione?**

«No, riteniamo che il mercato azionario non abbia ancora prezzato la possibilità di una recessione negli Stati Uniti il prossimo anno. La crescita attesa degli Eps per il prossimo anno è del 6,8% e del 2,0%, rispettivamente negli Stati Uniti e in Europa. Ci aspettiamo che gli investitori inizino a rivedere al ribasso le previsioni sugli utili per azione all'inizio del prossimo anno, quando si manifesteranno i primi segnali di rallentamento del mercato del lavoro negli Stati Uniti. Per quanto riguarda le valutazioni, riteniamo che i mercati azionari abbiano già scontato gran parte dell'aumento dei tassi d'interesse reali, ma potrebbe verificarsi un'ulteriore correzione se le banche centrali si dimostreranno più aggressive».

#### **Avete qualche preferenza in termini di stile d'investimento per il 2023?**

«Riteniamo che sia ancora troppo presto per acquistare titoli growth. Aspetteremmo un vero e proprio cambio di rotta da parte delle banche centrali prima di acquistare più titoli growth e tech, anziché value e difensivi».





# Un grande difficile futuro

a cura di Paolo Andrea Gemelli, Aiaig - Associazione italiana analisti di intelligence e geopolitica



- La dimensione del mercato dell'idrogeno è prevista in aumento da 160 miliardi di dollari nel 2022 a 263,5 nel 2027 con un Cagr del 10,5% nel periodo considerato.

- A oggi, anche l'idrogeno è quasi interamente prodotto da combustibili fossili e solo il 4% proviene da fonti rinnovabili.

- La maggiore opportunità per il mercato dell'idrogeno è rappresentata dall'obiettivo internazionale del net-zero; il limite più significativo è invece costituito dalla perdita di energia nella catena produttiva.

L'idrogeno rappresenta l'elemento più abbondante nell'universo, tuttavia non si trova in forma libera e la sua sostenibilità è condizionata dal modo in cui viene prodotto. Come l'elettricità, è un vettore energetico e non una fonte di energia. È relativamente denso, il che lo rende adatto per lo stoccaggio a lungo termine e il trasporto a lunga distanza. Tuttavia, è dotato solo di circa un

terzo della densità energetica del metano e di un quinto di quella dei combustibili liquidi: sono quindi necessari volumi relativamente maggiori per soddisfare la stessa domanda di energia.

L'idrogeno è privo di carbonio, il che significa che non genera particolato di anidride carbonica, ossidi di zolfo od ozono durante la combustione. Se viene utilizzato in una cella a combustibile, non emette altro che acqua. Da decenni viene utilizzato nell'industria chimica, nelle raffinerie, nella produzione di acciaio e per la generazione di calore ed elettricità. Tuttavia, la produzione globale è attualmente equivalente al 3% circa di tutta la domanda finale di energia. A oggi, anche l'idrogeno è quasi interamente prodotto da combustibili fossili; quasi il 47% dal gas naturale, il 27% dal carbone, il 22% dal petrolio (come sottoprodotto) e solo il 4% circa dall'elettricità, attraverso l'elettrolisi.

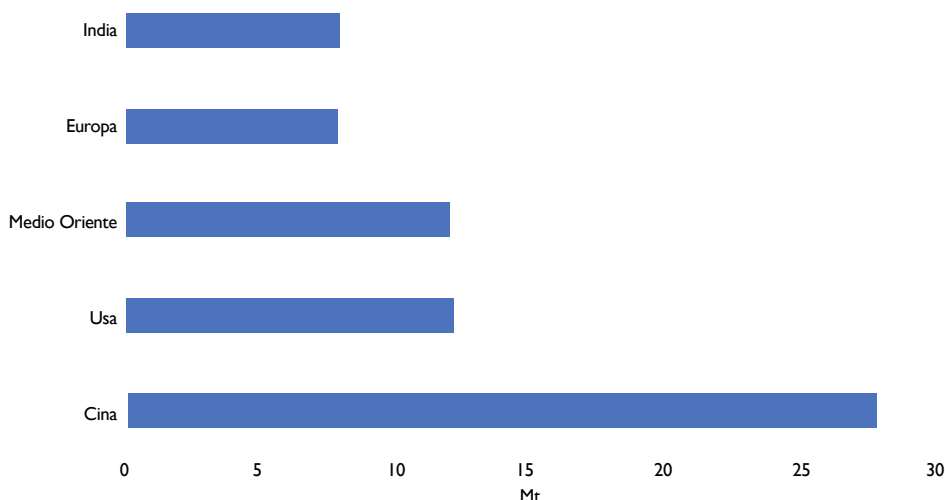
### INTERESSE DAGLI ANNI '70

A metà del 2022, la produzione con l'utilizzazione di energia rinnovabile era ancora limitata a progetti dimostrativi e la capacità totale di questi ammontava a circa 700 megawatt.

L'interesse per l'idrogeno è stato inizialmente stimolato dalla crisi petrolifera negli anni '70, quando è stato visto come un'opzione sostitutiva per diversificare l'approvvigionamento energetico e il trasporto di carburante. Solo nell'ultimo decennio, quando il costo delle energie rinnovabili è diminuito e gli sforzi per raggiungere la neutralità del carbonio entro la metà del secolo sono aumentati, l'idrogeno è diventato davvero un'opzione praticabile per i trasporti, l'uso industriale e l'energia.

Fino al 2021 l'uso di idrogeno al di fuori dell'industria è rimasto limitato a circa 51 mila veicoli elettrici a celle a combustibile, 4.800 autobus (85% in Cina), 2.300 autocarri leggeri e medi (99% in Cina) e 800 autocarri pesanti. Almeno per ora, l'idrogeno rimane un mercato di nicchia e le infrastrutture necessarie per il relativo trasporto e distribuzione, come i gasdotti e le stazioni di rifornimento, rimangono limitate. Ciononostante, la dimensione globale del mercato dell'idrogeno è prevista in aumento da 160 miliardi di dollari nel 2022 a 263,5 nel 2027, con un Cagr del 10,5% nel periodo considerato. A

**GRAFICO 1 - LA DOMANDA GLOBALE DI IDROGENO NEL 2021 È PARI A 94 MT. AL PRIMO POSTO LA CINA CON 28 MT, SEGUITA DA USA E MEDIO ORIENTE**



guidare la crescita la domanda per veicoli elettrici con celle a combustibile (Fecv) e come propulsore per l'industria aerospaziale.

## DINAMICHE DEL MERCATO

L'intensa attività di ricerca e sviluppo finalizzata al raggiungimento di tecnologie per la produzione di idrogeno con un limitato impatto ambientale rappresenta certamente l'elemento trainante nella crescita del mercato.

Attualmente, la produzione di idrogeno è basata sull'utilizzo di combustibili fossili mediante la gassificazione del carbone o lo steam reforming del gas naturale. Il processo di gassificazione consiste nella parziale ossidazione, non catalitica, di una sostanza solida, liquida o gassosa che ha l'obiettivo finale di produrre un combustibile gassoso, formato principalmente da idrogeno, ossido di carbonio e idrocarburi leggeri come il metano.

Invece, lo steam reforming da gas metano (Srm) implica la reazione di metano e vapore in presenza di catalizzatori. Questo processo su scala industriale richiede una temperatura operativa di circa 800 °C e una pressione di 2,5 MPa. La prima fase consiste nella decomposizione del metano in idrogeno e monossido di carbonio. Nella seconda fase, chiamata "shift reaction", il monossido di carbonio e l'acqua si trasformano in biossido di carbonio e idrogeno.

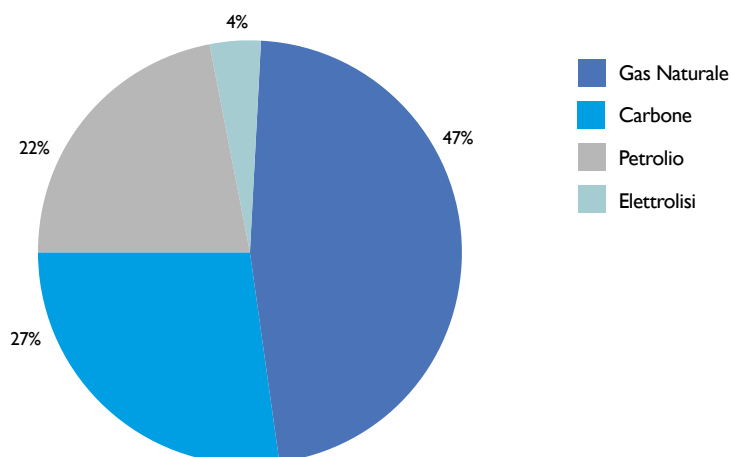
L'idrogeno prodotto utilizzando queste metodologie prende il nome di idrogeno grigio ed è caratterizzato da elevate emissioni di anidride carbonica. A esso si affiancano l'idrogeno blu, sempre realizzato attraverso i metodi precedenti, ma con l'aggiunta di sistemi per l'abbattimento delle emissioni di anidride carbonica quali le tecnologie di cattura e l'utilizzo o il confinamento della CO<sub>2</sub> (Ccus), e l'idrogeno verde, prodotto mediante elettrolisi alimentata da fonti di energia rinnovabili.

## I LIMITI ALLA CRESCITA

I limiti alla crescita sono principalmente legati alla perdita di energia nella catena produttiva. Oltre all'energia richiesta per la produzione, indipendentemente dal sistema utilizzato, molta altra è necessaria per le operazioni di stoccaggio e trasporto. Le stime sulla produzione per elettrolisi indicano, infatti, una perdita del 30% solo in fase di produzione, alla quale va aggiunto un ulteriore 10-15% associato alla conversione in altre forme di energia.

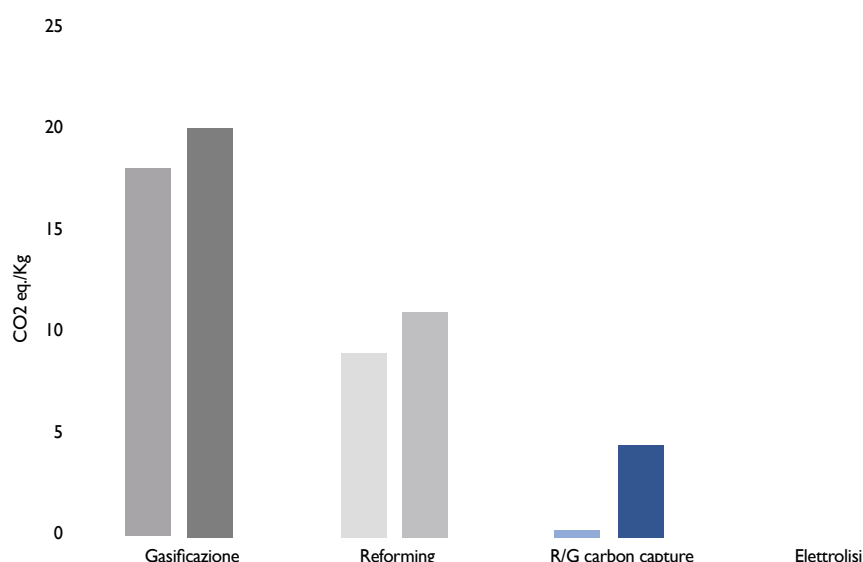
Le opportunità connesse con il mercato

**GRAFICO 2 - PRODUZIONE DI IDROGENO. L'ELETTROLISI DA FONTI RINNOVABILI (IDROGENO VERDE) RAPPRESENTA SOLO IL 4%**



Dati: Iea, elaborazione Aiaig

**GRAFICO 3 - STIMA DELLE EMISSIONI DI CO<sub>2</sub> PER KG DI IDROGENO PRODOTTO CON DIFFERENTI METODOLOGIE. IL CORRISPONDENTE VALORE PER L'ELETTROLISI (IDROGENO VERDE) È PARI A ZERO**



Dati: Irena, elaborazione Aiaig

dell'idrogeno sono legate agli sforzi internazionali per il raggiungimento del net-zero: infatti, l'idrogeno potrebbe rappresentare un elemento chiave nella transizione globale verso l'energia sostenibile ed essere fondamentale nell'economia net-zero. Se prodotto tramite elettricità da fonti rinnovabili, aiuterebbe nella riduzione delle emissioni in settori in cui altre soluzioni sono risultate impraticabili. La navigazione marittima e l'aviazione, per esempio, richiedono, per coprire lunghe distanze, lo stoccaggio di energia ad alta densità, che è al di là di ciò che le batterie possono attualmente raggiungere. L'idrogeno stesso potrebbe non essere la scelta migliore in queste applicazioni, ma può essere convertito in vettori energetici più adatti, come l'ammoniaca

per la navigazione e i carburanti sintetici per l'aviazione. I processi industriali, che rappresentano fino al 20% delle emissioni globali di CO<sub>2</sub>, potrebbero prestarsi bene all'idrogeno, con la giusta infrastruttura.

## CONCLUSIONE

Sebbene attualmente sia limitato a poche applicazioni industriali e la sua produzione e utilizzo green siano più costosi rispetto ad altre alternative ai combustibili fossili, la situazione sta cambiando rapidamente. Grazie, infatti, al crescente numero di paesi che fissa obiettivi net-zero, l'idrogeno verde sta ricevendo un crescente sostegno dal settore pubblico e dal privato e diversi governi hanno sviluppato strategie nazionali sull'idrogeno.





# FOCUS CINA

Grandi cambiamenti a Pechino



**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



金瑞基金 **KraneShares**<sup>™</sup>



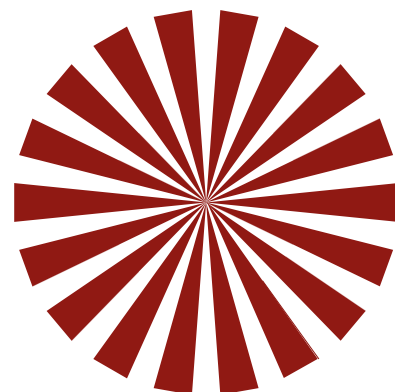
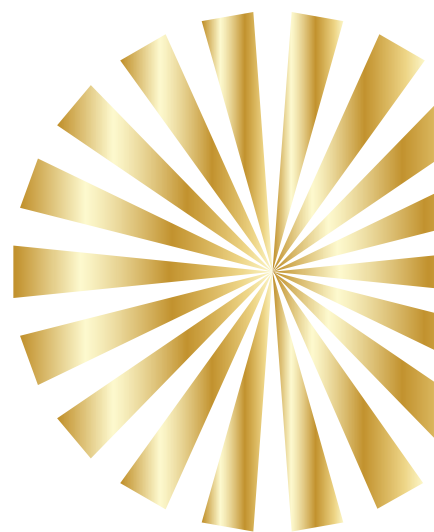
**abrdn**



 **HSBC**  
Asset Management



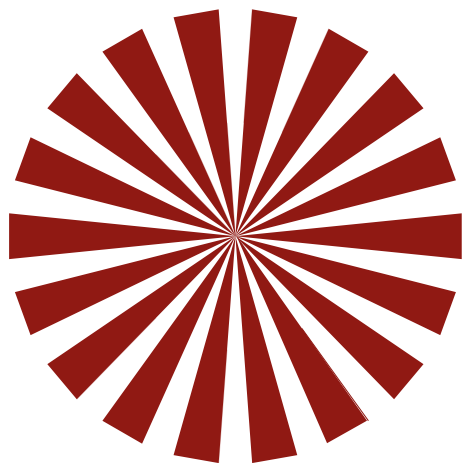
 **Fidelity**  
INTERNATIONAL





# Una svolta sul Covid e l'immobiliare

Testo e interviste  
a cura di Pinuccia Parini



Sembra che in Cina si stia assistendo al ritorno di un atteggiamento pragmatico, in particolare nella gestione di due fattori che hanno avuto un impatto sull'attività economica del paese: la tolleranza zero nei confronti del Covid e la crisi del mercato immobiliare.

Per quanto riguarda il primo aspetto, da novembre in poi si è assistito a una graduale mitigazione delle misure restrittive. La possibilità di convivere con la variante Omicron sembra che sia stata accettata dalle autorità cinesi, tanto che c'è la sensazione che si sia di fronte a una vera e propria inversione di atteggiamento nella gestione della pandemia. La mancanza di dati che diano un chiaro quadro di come il virus si stia diffondendo nel paese non è un fattore che rasserena, soprattutto per gli osservatori esterni che hanno ancora vivo il ricordo di ciò che successe a gennaio 2020.

Fatta questa premessa, se è lecito nutrire alcune preoccupazioni, lo è anche pensare che l'epilogo di questi giorni era forse inevitabile, viste le misure di restrizioni imposte in precedenza dalle autorità. Le eventuali ricadute economiche e sociali sono al momento difficili da quantificare. La leadership cinese non esce certo rafforzata dalla gestione del Covid, dove ha mostrato i limiti di una nazione che ha deciso di "chiudersi" su se stessa, da diversi punti di vista. Tuttavia, per il momento, non si intravedono rischi di instabilità politica, visto che il recente XX congresso del Partito comunista cinese ha confermato l'attuale nomenclatura.

## CAMBIO SUL REAL ESTATE

È anche cambiato l'atteggiamento di Pechino nella gestione della crisi immobiliare. Lo scorso dicembre, la Cina ha presentato 16 misure di sostegno per garantire lo sviluppo costante del settore, una decisione importante per stabilizzare le aspettative del mercato sullo stato di salute del real estate. Come riportato dagli organi di stampa, la People's Bank of China e la China Banking and Insurance Regulatory Commission hanno affermato che è necessario fare notevoli sforzi per stabilizzare i prestiti allo sviluppo immobiliare e trattare i developer, sia pubblici, sia privati, come se fossero uguali. L'impegno congiunto dei due istituti, insieme a quello del governo a sostenere le autorità locali nella definizione dei limiti inferiori degli acconti e dei tassi di interesse dei mutui, in base alla situazione effettiva dei mercati immobiliari locali, dovrebbero aiutare a lenire le difficoltà del settore. In sintesi, si può affermare che Pechino ha chiesto al sistema bancario di collaborare, in modo fattivo, al sostegno del mercato immobiliare. Se si sia di fronte o meno a un vero punto di svolta è forse prematuro affermarlo, ma sono molto chiari l'impegno e la determinazione del governo ad affrontare il problema.

Basteranno questi due fattori ad accelerare la crescita cinese e a generare un ritorno di ottimismo sulle piazze finanziarie? È questo il tema principale toccato dai vari interventi che hanno animato il Focus Cina.

## «Siamo fiduciosi nella crescita a lungo termine della Cina»



**NICHOLAS YEO**  
head of equities  
China/Hong Kong  
abrdn



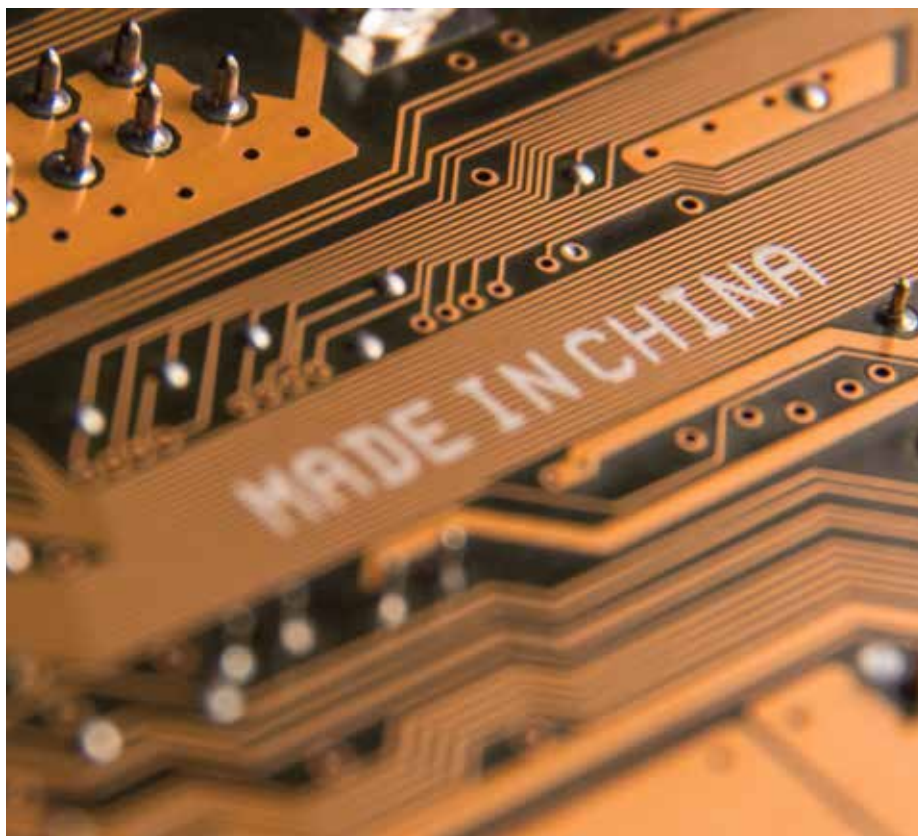
### Come tradurrebbe il concetto di “common prosperity” in strategie di investimento?

«Crediamo che il governo stia cercando di affrontare la disuguaglianza. Da quando ha avviato le riforme di mercato nel 1979, la Cina ha una delle economie a più rapida crescita della storia. Ma la disuguaglianza è salita alle stelle. Sotto la bandiera della prosperità comune, il governo vuole condividere i guadagni tra i cittadini affrontando le pratiche anticoncorrenziali, promuovendo gli interessi dei lavoratori e rafforzando il ruolo dello stato nei servizi pubblici. È giusto che la leadership cinese cerchi di affrontare la disuguaglianza. Negli ultimi tempi, la Repubblica Popolare ha avuto periodici episodi di incertezza normativa nel tentativo di affrontare questioni legate al mercato immobiliare, come la corruzione, o al sistema bancario ombra. Nel lungo periodo, si è trattato di decisioni sane e razionali. È difficile credere che la Cina intenda rinunciare al successo ottenuto negli ultimi 40 anni grazie alla crescita basata sui meccanismi di mercato. Il settore privato rimane estremamente importante per il futuro della Repubblica Popolare, visto che è il principale datore di lavoro del paese e ha guidato l'innovazione

e la crescita. Fondamentale resta anche la tecnologia, che per la Cina è una priorità, se vuole raggiungere lo status di economia avanzata. Guardando alle prospettive a lungo termine, vediamo un paese in cui le aziende hanno notevoli opportunità di guadagno, ma dobbiamo assicurarci che le imprese in cui investiamo siano in grado di adattarsi al quadro normativo emergente e di raggiungere gli obiettivi del governo, come la prosperità comune. Tra i settori che offrono maggiori opportunità ci sono l'innovazione digitale, la tecnologia verde, l'assistenza sanitaria a prezzi accessibili e il miglioramento dei mezzi di sussistenza, tutti segmenti in grado di stimolare i consumi interni. Dobbiamo, comunque, monitorare le politiche governative e fare in modo che le aziende si adattino ai cambiamenti o beneficino dei venti di coda».

### Se dovesse raffrontare la situazione attuale del mercato cinese a quella della Grande crisi finanziaria, troverebbe più similitudini o differenze?

«Le attuali condizioni economiche sono uniche, ma sfidanti. Sebbene il Pil cinese del terzo trimestre, pari al 3,9% su base annua, abbia battuto le stime, gli indicatori generali mostrano la necessità di un ulteriore allentamento fiscale e monetario. La politica dello zero-Covid ha frenato le vendite al dettaglio e ha fatto aumentare il tasso di disoccupazione. Le esportazioni, in passato un punto di forza, hanno perso vigore a causa dell'aumento delle pressioni recessive globali. L'immobiliare ha visto diminuire in modo significativo gli investimenti a causa dell'intenzione del governo centrale di ridurre la leva finanziaria nel settore e della volatilità della domanda di edifici indotta dal Covid e dalla liquidità. I capitali in infrastrutture forniti dallo stato, sebbene utili, non sono stati sufficienti a compensare il calo degli investimenti immobiliari. Il rallentamento del real estate cinese è stato in gran parte autoinflitto, dato che il governo centrale intende affrontare le difficoltà a breve termine dovute alla riduzione della leva finanziaria e sganciare l'economia dall'immobiliare, al fine di reindirizzare il capitale verso altri settori in





grado di generare una crescita di alta qualità e a lungo termine. Le recenti misure di allentamento delle restrizioni sul Covid sono arrivate a un ritmo accelerato che ha colto tutti di sorpresa, anche se ciò rappresenta un segnale positivo per i mercati. Questa accelerazione è dovuta alle recenti preoccupazioni del governo cinese per lo stato dell'economia causate dalla strategia zero-Covid. Sebbene il cambio di rotta non sembri graduale, secondo gli standard internazionali, permangono ancora restrizioni come la necessità di effettuare un test Pcr prima di entrare in Cina e, soprattutto, l'obbligo per tutti di indossare ancora le mascherine. Come per altri paesi asiatici, pensiamo che la riapertura sarà difficile, con picchi di infezione in fasi diverse, a partire dalle città più grandi per poi passare alle zone rurali. L'obiettivo comune è comunque la riapertura e la ripresa economica. Inoltre, il settore immobiliare in difficoltà sembra ben supportato dal governo cinese, anche grazie a una serie di misure di sostegno alla liquidità annunciate negli ultimi mesi. Entrambi questi casi indicano che il governo centrale è ben consapevole dei venti contrari all'economia cinese ed è pronto a intervenire per garantire la crescita. In prospettiva, la dinamica dello sviluppo in Cina sarà probabilmente sostenuta da condizioni finanziarie più accomodanti, in un momento in cui

le politiche monetarie si stanno inasprendo in tutte le altre principali economie. La Banca Popolare Cinese non si è unita alla tendenza globale di innalzare i tassi di interesse, grazie ai livelli relativamente bassi dell'inflazione interna. Parallelamente, ha mantenuto anche una politica fiscale più favorevole, rispetto al resto del mondo. Restiamo fiduciosi nella ripresa della Cina, in quanto le condizioni di liquidità e la direzione politica sono favorevoli ai mercati azionari. Riconosciamo che la ripresa potrebbe non essere facile, perché la fiducia dei consumatori ha bisogno di tempo per ristabilirsi e l'attuazione dei cambiamenti politici potrebbe avere problemi di avvio, ma, al di là della volatilità a breve termine, rimaniamo ottimisti sulla crescita a lungo termine della Cina».

### **Come valuta la qualità delle aziende cinesi (redditività, solidità, business model)?**

«Rispetto a 10-15 anni fa, abbiamo osservato miglioramenti significativi nella qualità fondamentale delle aziende in Cina, che oggi sono tra le più innovative, di alto livello e altamente redditizie, se paragonate all'Asia Pacifico e al resto del mondo. Si tratta di società che operano in settori che hanno una spinta strutturale, come l'assistenza sanitaria, il commercio elettronico, le energie rinnovabili e i consumi

interni. I progressi compiuti dalle imprese cinesi nel corso degli anni sono stati sostenuti dalla crescita e dallo sviluppo dell'economia continentale, insieme all'impegno del governo per la riforma e la liberalizzazione dei mercati finanziari. Tuttavia, è necessario essere selettivi, guardando a qualità chiave, come management affidabile, posizionamento leader sul mercato, solidi vantaggi competitivi, una migliore visibilità degli utili e prospettive di crescita strutturale. Privilegiamo, inoltre, le società che cercano di migliorare le proprie credenziali Esg, poiché la Cina è forse il mercato asiatico in cui si registrano i maggiori progressi in questo ambito. Anche le normative e gli orientamenti stanno migliorando, in particolare per quanto riguarda la comunicazione dei dati Esg, con lo sviluppo di un settore cinese per questi dati che ricorre all'utilizzo di tecniche innovative, volte a colmare il divario informativo. Ciò è avvenuto anche nel contesto della transizione verde del governo».

### **In termini di domanda, la Cina è il più grande mercato dei semiconduttori al mondo. Una maggiore autosufficienza cinese nell'ambito dei chip è un tema investibile sui mercati e, se sì, come?**

«Sebbene la Cina sia in vantaggio rispetto ad altri paesi in alcune aree di sviluppo dei chip per semiconduttori, è ancora in ritardo per quanto riguarda le tecnologie più all'avanguardia e continua a dipendere fortemente dai fornitori stranieri, in particolare dagli Stati Uniti. Il paese importa attualmente oltre 300 miliardi di dollari di semiconduttori all'anno e la Cina rimane il principale acquirente di proprietà intellettuale statunitense nell'area Asia-Pacifico. La posizione dominante degli Usa nel settore upstream, ovvero la progettazione di circuiti integrati, è anche il motivo per cui sono riusciti a contenere le vendite di prodotti high-tech alla Cina da parte dei loro partner midstream nella produzione di wafer. In un panorama geopolitico complesso, ciò spiega perché l'autosufficienza tecnologica è un obiettivo chiave per i politici cinesi, nell'ambito della spinta alla localizzazione e all'autosufficienza. A nostro avviso, questo elemento rappresenta un'enorme opportunità per gli investitori. L'on-shoring della tecnologia e la sostituzione delle importazioni sono tendenze forti anche nei settori dell'automazione e della robotica».



## «Ancora target ambiziosi»



**NICHOLAS MCCONWAY**  
head of Asia ex Japan equity  
Amundi London

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

### Come tradurrebbe il concetto di “common prosperity” in strategie di investimento?

«Innanzitutto è necessario definire che cosa si intende per “common prosperity”. L’ambito di riferimento è molto ampio, ma, probabilmente, il significato generale è la volontà di ridurre le disparità di reddito nel paese. L’obiettivo è un progressivo aumento e una redistribuzione della ricchezza per rendere accessibile una serie di beni e servizi a quella fascia della popolazione che non vi ha ancora accesso. Penso che, dopo gli anni di forte sviluppo e massicci investimenti, in seguito all’entrata della Cina nel Wto, sino alla crisi finanziaria del 2008, la Terra di mezzo si sia trovata, durante i 10 anni di leadership di Xi Jinping, a ridefinire il suo percorso di crescita. In questo senso, “common prosperity” indica che, dopo una rapida crescita economica, è ora necessario migliorare gli standard di vita e ciò può essere fatto rendendo i prodotti di consumo più accessibili, così come le abitazioni. Ciò avviene contrastando la formazione di bolle di carattere speculativo o evitando che vi siano alcuni servizi che risultino accessibili solo a una determinata fascia della popolazione e che generino così una forte discriminazione, come, per esempio, è accaduto nel campo dell’istruzione. Mi rendo conto che quanto sopra esposto, se lo si doves-



se tradurre in termini di investimento, potrebbe avere molteplici declinazioni, ma, di fatto, la “common prosperity” è una politica volta ad alzare il livello medio della qualità della vita: si tratta di un fenomeno che va di pari passo con un crescente nazionalismo all’interno del paese. È in questo senso che ritengo debbano essere visti anche i diversi interventi dei vari enti regolatori che hanno riguardato le grandi piattaforme internet, piuttosto che i corsi di educazione online e lo stesso mercato immobiliare: erano tutte azioni volte a fermare una serie di distorsioni che si erano verificate sui mercati. Probabilmente, vanno considerati come atti

che avevano la finalità di introdurre alcune norme in segmenti dove la crescita è stata molto forte, veloce e, proprio per tali caratteristiche, non controllata. L’aspirazione della Cina è continuare a crescere con target ambiziosi e un ruolo importante verrà ricoperto dai consumi, che debbono però essere accessibili a tutti: è per questa ragione che il reddito medio deve aumentare. In termini di investimento, oltre ai singoli beni, è necessario considerare comparti quali l’health care e tutto ciò che è legato a uno stile di vita più sano. C’è anche un modo indiretto per investire nella “common prosperity” ed è considerare quanto

l'innovazione sia necessaria in una società il cui dividendo demografico sta scendendo. Per aumentare la produttività bisognerà incrementare l'automazione dei processi di lavorazione e prevedere un sempre più diffuso utilizzo dei robot, così come l'impiego di una tecnologia avanzata. Si tratta di aspetti che si possono trovare all'interno del nuovo settore energetico cinese. Infine, se aumenta il potere d'acquisto di una più ampia fascia della popolazione, alcuni consumi legati direttamente agli stili di vita (viaggi, ristoranti, alimentazione) non possono che crescere».

### **Se raffrontasse la situazione attuale del mercato cinese alla crisi finanziaria globale (Gfc), troverebbe più similitudini o differenze?**

«Direi che la situazione attuale presenta più complessità rispetto a quella della Gfc. Allora fu uno shock finanziario globale cui la Cina rispose con un consistente pacchetto di stimoli che fu di sostegno all'economia di tutto il mondo. Fu un momento chiave per la nazione, che si stava aprendo all'occidente che dimostrava, in quell'occasione, tutta la sua debolezza e faceva sorgere diversi dubbi alla stessa Cina. L'ammontare dell'intervento, però, fu così consistente da generare poi, negli anni a venire, una serie di problemi nel paese, soprattutto a causa dell'aumento degli investimenti e dell'indebitamento all'interno del sistema. Ciononostante, la crisi del 2008 fu gestibile senza grandi difficoltà da parte di Pechino, così come tutte le altre che ho visto arrivare da quando ho iniziato a investire in titoli azionari cinesi (2005). La situazione attuale, invece, si presenta con caratteristiche completamente diverse. Il peggioramento è avvenuto nel 2021 con il fallimento di Evergrande, a significare la precaria situazione del mercato immobiliare, con le conseguenze a ciò legate che, insieme agli interventi del regolatore in alcuni settori, hanno rallentato l'attività economica. Le difficoltà di crescita sono state accentuate dall'introduzione della politica di tolleranza zero nei confronti del Covid, diventato più impattante con la comparsa di Omicron. L'attuale leadership, dopo il conferimento del terzo mandato a Xi Jinping, non ha un compito facile: la rigidità della politica di contenimento del virus ha avuto forti ripercussioni economiche e i segnali sono per un rilassamento delle misure sinora introdotte. Tuttavia, ciò comporta alcuni rischi,

perché è difficile sapere come possa evolvere la situazione, vista l'ancora insufficiente percentuale di inoculati tra la popolazione fragile. È indubbio che gli effetti sulla salute di Omicron sono più benigni di quelli delle precedenti varianti, ma è pur vero che i numeri della popolazione cinese sono tali che la diffusione di un virus, comunque, preoccupa. I prossimi due trimestri saranno cruciali per vedere come la situazione evolverà: sarà un'apertura ordinata (con un aumento dei vaccinati) oppure farraginoso? È difficile pronosticarlo, ma è però anche importante ricordare che, poiché nell'ultimo anno i consumi non sono praticamente saliti, si è registrato un aumento di 20-30 trilioni di yuan nei depositi bancari. Questo fatto si traduce in un forte eccesso di risparmio pronto a essere impiegato nel momento in cui ci dovesse essere una ripresa. Le dinamiche di allontanamento dalla politica "zero Covid" sembrano procedere velocemente, con i tassi di vaccinazione della fascia di popolazione più anziana in accelerazione e le ondate di Covid che si diffondono rapidamente; ciò significa che la mobilità potrebbe tornare alla normalità prima e che l'economia potrebbe iniziare la sua normalizzazione già nel secondo trimestre dopo il Capodanno cinese (o comunque una volta passate le prime ondate) e poi accelerare a partire dal secondo semestre del 2023. Si tratta ovviamente dello scenario economico più positivo. Inoltre, poiché riteniamo che l'ondata di regolamentazione si attenui, alcune delle aziende che avevano sofferto lo scorso anno e si sono adeguate alle nuove disposizioni possono offrire una buona opportunità di investimento».

### **Come valuta la qualità delle aziende cinesi (redditività, solidità, business model)?**

«Credo che le imprese cinesi siano, in generale, in buona salute, grazie anche al processo di deleveraging che continua. Non hanno certo trascorso un periodo facile, vista la debolezza della domanda, ma sono più solide di quanto non fossero in passato. Penso che la deludente performance degli indici di mercato rifletta più un problema legato ai flussi che al capitale delle società ed è questa la ragione per cui ci sono molte opportunità da cogliere. In aggiunta, non va dimenticato che, durante i periodi di difficoltà, le buone aziende tendono a tagliare i costi e a essere più efficienti, un percorso

che le rende ancora più forti e fa guadagnare quote di mercato, quando la situazione economica migliora. Se si guarda ad alcune di queste società, si rimane piacevolmente sorpresi dai risultati ottenuti, nonostante la domanda in calo e la debolezza del mercato del lavoro. L'elemento poi da sottolineare è che, solitamente, questi gruppi, nella fase di ripresa economica, incrementano il loro fatturato molto più celermente di quanto non avvenga per la base dei costi, generando così una forte espansione dei margini. Non tutte le imprese sono però in questa situazione e alcune hanno conosciuto, da un punto di vista operativo, un periodo particolarmente stressante. L'unico settore che deve passare ancora attraverso un percorso di deleveraging forzato, in un contesto non certo facile, vista la diminuzione dei volumi di business, è l'immobiliare. È difficile pensare che un'azienda del real estate in difficoltà possa essere salvata senza un aiuto pubblico e comunque, anche dopo una normalizzazione della situazione, non vedo i volumi degli immobili ritornare ai livelli toccati nel 2020-21».

### **Una maggiore autosufficienza cinese nell'ambito dei chip è un tema investibile sui mercati e, se sì, come?**

«Il "Chip Act" americano ha chiaramente posto un limite a questo tipo di sviluppo tecnologico. L'industria dei semiconduttori ha una catena di approvvigionamento molto lunga: dal silicio al wafer, dall'etching al packaging. Soprattutto, la tecnologia è in continuo avanzamento. Penso, quindi, per rispondere alla domanda, che la Cina possa diventare autosufficiente, ma in ritardo in termini relativi, laddove non sono state imposte restrizioni. Ciò pone alcuni problemi. Inoltre, non va dimenticata l'agguerrita concorrenza con cui dovrà competere, visto che il paese è entrato da poco in questo segmento di mercato. In alternativa, la Cina potrebbe decidere di produrre autonomamente le attrezzature e gli strumenti che non può importare, ma i tempi per fare sì che ciò sia possibile sono decisamente molto lunghi, tanto da rendere obsoleto un prodotto prima che arrivi sul mercato. Ma attenzione, il mercato dei semiconduttori è la riproduzione della globalizzazione. Quindi, in generale, si può affermare che nessun paese al mondo può pensare di essere completamente autonomo in questo settore, neppure gli Stati Uniti».



## «La crescente domanda di sostenibilità farà da traino»

L'importanza del contributo dei consumi alla crescita cinese è un dato assodato, legato anche alla volontà di un paese di cambiare il proprio modello di sviluppo e sganciarsi definitivamente dalla definizione che per tanti anni ha connotato la Cina come "la fabbrica del mondo". **Hyomi Jie**, gestrice del fondo **FF China Consumer Fund** di **Fidelity International**, offre alcuni spunti di riflessione su che cosa ci si dovrà attendere dal mercato e dall'economia per il prossimo anno.

### **Quali sono le sue attese per l'economia cinese nel 2023?**

«Nel 2023 l'economia cinese dovrebbe risultare relativamente solida, grazie al sostegno della Banca centrale, al maggio-

re focus su crescita e stabilità e all'allenamento delle misure nel settore immobiliare. Qualsiasi cambiamento positivo nella politica zero-Covid del paese o nelle misure intraprese sul settore immobiliare potrebbe alimentare un rimbalzo del mercato e accelerare il ritmo della ripresa economica. Nonostante le crescenti sfide che la maggior parte dei paesi sviluppati deve affrontare (pressioni inflazionistiche, crisi energetica e rischi di recessione) riteniamo che la Cina si trovi in una posizione migliore nel breve termine. Dal punto di vista economico, la politica più favorevole della Banca centrale cinese e la maggiore attenzione rivolta alla ricerca di stabilità hanno reso la Cina più interessante agli occhi degli investitori internazionali che cercano di diversificare la loro



**HYOMI JIE**  
gestrice  
**FF China Consumer Fund**  
**Fidelity International**





esposizione. Dal Congresso del Partito è emerso chiaramente che la politica economica cinese manterrà la sua rotta e che per gli investitori giungeranno misure di sostegno più incisive dopo dicembre. Raccomandiamo, tuttavia, cautela, a causa delle tensioni geopolitiche e della volatilità dei mercati determinata dalla politica zero-Covid, come ha dimostrato la recente instabilità dei prezzi».

#### **Che cosa potrebbe succedere nel settore immobiliare?**

«Anche il real estate potrebbe registrare un rialzo. Se le autorità cinesi intensificassero le misure di allentamento in ambito immobiliare, ciò potrebbe stabilizzare il mercato e stimolare la domanda di alloggi a livello nazionale, con effetti a catena significativi. Questo segmento ricopre un ruolo fondamentale nell'economia cinese e influisce ampiamente sulla fiducia e sul comportamento dei consumatori, in particolare sulla spesa discrezionale. Se la flessione dell'immobiliare persistesse, gli effetti di contagio sull'economia in generale sarebbero altrettanto pronunciati».

#### **Quali sono le dinamiche che in-**

#### **travede nel settore dei consumi?**

«Nel settore dei consumi cinesi, l'autosufficienza e la sostituzione delle importazioni saranno temi importanti nei prossimi cinque anni, come sottolineato dai leader del paese. Per questa ragione, riteniamo che i brand nazionali e i prodotti e i servizi di consumo di fascia alta possano trarre vantaggio dall'accelerazione della localizzazione della catena di approvvigionamento in Cina. Il trend del potenziamento dell'offerta di fascia alta ha dimostrato resilienza, nonostante i recenti dati economici negativi, e continuerà a offrire opportunità strutturali a lungo termine. Inoltre, riteniamo che la crescita delle città secondarie sarà più equilibrata, grazie al miglioramento della copertura previdenziale delle popolazioni urbane e rurali. Questa redistribuzione della ricchezza potrebbe favorire l'obiettivo del governo di una crescita più qualitativa e inclusiva attraverso agevolazioni fiscali e/o sussidi diretti. Per quanto riguarda i rischi, dato il ridimensionamento delle aspettative sugli utili, le società potrebbero ridurre le spese di marketing. Nel 2023 continueremo a concentrarci su ambiti con ingenti politiche di soste-

gno e meno influenzate da rischi normativi e geopolitici. Inoltre, proseguiremo a cercare singole realtà imprenditoriali con dati finanziari solidi e aspettative di crescita di qualità».

#### **Come declinate il tema della sostenibilità nelle vostre scelte di investimento nell'ambito dei consumi?**

«Per quanto riguarda la strategia, il fondo che gestisco investe principalmente nei settori dei servizi di comunicazione e dei beni di consumo discrezionali. Per natura, questi comparti non consumano molta energia, pertanto presentano emissioni di carbonio inferiori rispetto al mercato generale. Prevediamo che la crescente domanda di sostenibilità farà da traino agli investimenti della strategia. Sia i consumatori, sia il management delle società puntano sempre più a risultati sostenibili. I mercati dei capitali mostrano maggiore interesse per le imprese con migliori credenziali in fatto di sostenibilità, creando un circolo virtuoso che aumenta l'engagement e migliora le informative. Tutto ciò, a nostro avviso, favorirà la performance delle imprese nel lungo periodo».



## «I titoli cinesi sono a sconto»



**PAOLO IURCOTTA**  
head of Italy  
Kraneshares



### Come tradurrebbe il concetto di “common prosperity” in strategie di investimento?

«L'iniziativa del governo cinese della “prosperità comune”, che promuove una politica per migliorare le condizioni di vita di tutta la popolazione cinese, richiede innanzitutto la prosperità. Per questo motivo, dal nostro punto di vista, la “prosperità comune” non è da considerare uno scoglio per la crescita economica

cinese, ma il contrario. Come ribadito a ottobre in occasione del XX Congresso del Pcc, Xi Jinping punta a raddoppiare il Pil pro capite entro il 2035, perciò l'economia cinese dovrà crescere in media del 4-5% all'anno da oggi a quella data. Ciò richiederà un settore privato e consumi forti. Proprio per sostenere la crescita e i consumi interni, a novembre il governo ha annunciato manovre a sostegno dell'immobiliare e una nuova politica di gestione del Covid, che si è tradotta a dicembre con la riapertura pressoché completa e l'accettazione di dovere convivere con la pandemia come accade nei paesi occidentali. Eravamo e siamo consapevoli del fatto che la riapertura non sarebbe stata un processo smooth e senza difficoltà. Sicuramente si tratta di un test importante per il sistema ospedaliero e di fornitura dei farmaci cinese. Il picco dei contagi può avere, nel breve periodo, alcuni effetti negativi sul mercato del lavoro, sulla produzione e sulla logistica, e quindi sulla crescita, ma, a medio e lungo termine, riteniamo che il cambiamento di approccio verso il Covid sia un passo importante e da valutare positivamente. La ripartenza dei consumi avrà un impatto positivo su settori come l'e-commerce e l'healthcare, così come

la tecnologia e le infrastrutture green beneficeranno della rinnovata importanza strategica attribuita loro dal governo centrale nello sviluppo del paese».

### Se dovesse raffrontare la situazione attuale del mercato cinese a quella della Gfc, troverebbe più similitudini o differenze?

«Tra la situazione attuale del mercato cinese e quella della Gfc non vedo molte analogie. La crisi del 2008 è stata per la Cina una crisi esogena, determinata da una recessione globale nei paesi sviluppati che ha impattato il mercato cinese soprattutto riducendo le esportazioni. Attualmente le difficoltà di crescita sono invece determinate da fattori interni e, in particolare, dalla crisi dei consumi domestici, causata dalla situazione dell'immobiliare e dalla politica di contenimento del Covid in primis. Tutto ciò ci porta anche a essere maggiormente positivi: le decisioni in entrambi questi settori sono state scelte consapevoli del governo di Pechino, che proprio in queste settimane ha dato importanti indicazioni di cambiamenti di strategia».

### Come valuta la qualità delle aziende cinesi (redditività, solidità, business model)?







«I titoli delle aziende cinesi trattano a sconto sul mercato azionario, sia per via della bassa crescita del paese dovuta alla crisi immobiliare e alla politica zero-Covid recentemente abbandonata, sia per le tensioni geopolitiche con gli Usa. Nell'e-commerce le valutazioni sono ancora più compresse a causa del ciclo di regolamentazione visto nel 2021. Questo basso livello storico di valutazione delle azioni in Cina presenta rendimenti aggiustati per il rischio decisamente interessanti. Inoltre, riteniamo che nell'ultimo mese siano emersi segnali incoraggianti sui diversi fronti critici evidenziati e il mercato sta cominciando a prezzare un miglioramento. Le società cinesi hanno in media una bassa esposizione ai ricavi generati al di fuori della Cina, il che rende la performance dei titoli cinesi più difensiva nel contesto attuale rispetto al resto del mondo, che fa i conti con un'inflazione elevata, un aumento dei tassi d'interesse e una possibile recessione».

**In termini di domanda, la Cina è il più grande mercato dei semiconduttori al mondo. Una maggiore autosufficienza cinese nell'ambito dei chip è un tema investibile sui mercati e, se sì, come?**

«Crediamo di sì. L'industria dei semiconduttori è strategica, non solo per la Cina, ma per tutte le potenze mondiali, come ci si è resi conto durante la pandemia per le note difficoltà di approvvigionamento. Il governo di Pechino ne è ben consapevole: sta indirizzando risorse, crea fondi dedicati per facilitare l'accesso ai capitali e interviene per favorire lo sviluppo degli operatori domestici. Un esempio è la creazione dello Star board, comparto della borsa di Shanghai che è stato creato per facilitare la quotazione dei nuovi "unicorni" cinesi. Circa il 40% dei 50 titoli a maggiore capitalizzazione che sono presenti su questo specifico listino è costituito da produttori di semiconduttori o di tecnologia necessaria alla loro produzione. Se lo sviluppo di

capacità produttive per i semiconduttori più sofisticati richiederà del tempo, nell'immediato riteniamo che l'industria cinese dei chip continuerà a espandere la capacità nella fascia di prodotti "trailing-edge", ovvero chip meno avanzati che sono ancora molto richiesti, in quanto utilizzati nella stragrande maggioranza di prodotti "consumer". Nel 2020, la Cina aveva il 9% di market share delle vendite globali di semiconduttori. Col tempo, potrebbe aumentare significativamente la sua quota di mercato di semiconduttori e diventare un attore più importante all'interno del settore. Un esempio di azienda cinese all'avanguardia nella produzione di chip avanzati è Biren, che ha recentemente rilasciato il chip BR104 per l'intelligenza artificiale. L'autorevole benchmark mondiale sull'AI, MLPerf, ha pubblicato dati che dimostrano che il BR104 è migliore del chip A.I.A100 di Nvidia nella comprensione del linguaggio naturale e nella classificazione delle immagini».

## «Ci concentriamo su titoli growth di qualità»



**CAROLINE MAURER**  
head of China  
and Hong Kong equity  
Hsbc Asset Management



### Quali prospettive prevedete per la Cina nel 2023?

«Per l'anno appena iniziato adottiamo un approccio più costruttivo sull'azionario cinese. La svolta della Cina verso un graduale allentamento della politica zero-Covid e un più ampio sostegno politico al settore immobiliare rappresentano i principali driver a sostegno della graduale ripresa della crescita nel 2023. La riapertura contribuirebbe a rilanciare il sentiment dei consumatori, a ridurre i colli di bottiglia della catena di approvvigionamento e a stimolare l'attività economica nel corso dell'anno, soprattutto nei settori dei beni di consumo e dei servizi. A nostro avviso, le "16 misure" a supporto del real estate andranno a beneficio del flusso di cassa operativo, del tasso di completamento e del flusso di cassa di finanziamento dei developer. Queste misure, insieme al precedente programma di sostegno alla vendita di obbligazioni per un valore di 250 miliardi di Rmb, rappresenteranno un punto di svolta per il settore immobiliare, poiché il governo si sta impegnando a sostenere le imprese immobiliari e il settore in generale. Ciò ha ridotto la pressione sulla liquidità di alcuni costruttori e ha protetto il comparto dai rischi di downside, data la valutazione estremamente bassa dei player dopo la grande correzione.

Nonostante ciò, prevediamo che nel breve periodo la ripresa del mercato sarà ancora irregolare. L'impatto economico delle attuali restrizioni Covid potrebbe essere maggiore, imponendo un rischio al ribasso per le prospettive di crescita e sugli utili nel breve termine. I dati sulle vendite del "double-1" (la giornata internazionale dello shopping) e la debolezza del credito e dei dati macroeconomici implicano che gli utili del settore corporate del terzo e quarto trimestre saranno deludenti. Il rating delle valutazioni dipende da quanto gli investitori si concentreranno sul breve termine e quanto incorporeranno gli sviluppi futuri, fattore che fa presupporre ancora una volta che la Cina abbandonerà definitivamente le restrizioni per contenere la diffusione del Covid nel 2023, avendo già stilato un piano sanitario e di comunicazione. È ancora troppo presto per affermare che il settore real estate si sia lasciato alle spalle il periodo peggiore, dato che nell'attuale contesto macroeconomico le

compravendite e i prezzi degli immobili sono ancora deboli. Le società immobiliari rischiano ancora di assistere a un calo degli utili».

### Cosa possiamo aspettarci dalle politiche economiche cinesi? La Cina sta percorrendo un lungo cammino verso la riapertura?

«Gli investitori si concentrano soprattutto sulle tempistiche del processo di riapertura. Il governo di Pechino ha lanciato forti segnali in questo senso per il 2023. Le 20 misure della National Health Commission, varate l'11 novembre scorso, modificheranno le modalità di gestione dei contagi. Le città di Guangdong e Chongqing, le aree chiave di questo ciclo di focolai, hanno annunciato un allentamento delle misure nelle "aree di controllo temporaneo" e nella definizione dei contatti stretti. Durante il meeting tra il vicepremier Sun Chunlan e i





principali esperti sanitari, tenutosi il 30 novembre, non è stata fatta menzione dalla strategia "Dynamic Zero-Covid. Il 20° congresso del Partito comunista si è concentrato sulle linee guida e sugli obiettivi a lungo termine del partito e sulla sua visione per lo sviluppo del paese. Il presidente Xi ha tenuto un tono equilibrato, indicando che priorità assoluta è lo sviluppo economico di alta qualità e maggiormente inclusivo, ponendo maggiore attenzione alla sicurezza nazionale, per quanto riguarda la supply chain, i settori alimentare e dell'energia, e sottolineando ulteriormente l'importanza di tecnologia e innovazione. Prosperità comune, transizione ecologica e raggiungimento dell'autosufficienza sono i pilastri della strategia di sviluppo di lungo periodo della Cina che, dal punto di vista politico, si traduce in un sostegno continuo a queste tre aree».

### **Come valuta la qualità delle aziende cinesi (redditività, solidità, modello di business)?**

«La nostra strategia si concentra sulla selezione di tipo bottom-up di titoli growth di qualità, che vengono classificati in tre categorie di crescita in base al loro stadio di sviluppo. I nostri research analyst analizzano la posizione fondamentale dell'azienda e i fattori che ne determinano la redditività, valutando diversi aspetti, tra i quali: business model e strategia (sostenibilità e tendenza dell'azienda rispetto al settore e ai competitor); struttura azionaria (stabilità dei soggetti che detengono il controllo); solidità e problemi di bilancio (entità dell'indebitamento e del gearing, struttura del bilancio, struttura di finanziamento e di eventuali questioni contabili specifiche); driver di redditività, con l'analisi Du Pont per comprendere il ruolo dei margini, del fatturato e del gearing e per valutare le prospettive dei principali fattori di reddito sostenibili rispetto a fonti di reddito non sostenibili di tipo una tantum; posizionamento rispetto alla concorrenza, con l'analisi di Porter sulle barriere di ingresso, sul potere di determinazione dei prezzi dell'azienda/dei fornitori, sulla minaccia di rimpiazzo e sui rischi normativi governativi; prospettive di profitto (creazione di un modello di



profitto proprietario, che incorpora le ipotesi del research analyst sotto diversi scenari); Esg e corporate governance, con la valutazione di eventuali criticità in ambito Esg attuali o potenziali, della solidità e della qualità del management team».

### **Quali sono i settori sui quali concentrarsi e che cosa possono aspettarsi gli investitori?**

«Una correzione del mercato, in risposta a dati macroeconomici poco incoraggianti, potrebbe rappresentare una buona occasione per incrementare l'esposizione ai titoli growth, dal momento che i venti contrari a breve termine sono già stati prezzati. Per questo motivo, preferiamo focalizzarci sulla possibile fase di ripresa futura e sugli sviluppi a lungo periodo. Privilegiamo le società che beneficeranno della riapertura in Cina (ad esempio compagnie aeree, hotel, ristoranti, agenzie di viaggio) e ci posizioniamo per una crescita a lungo termine nel settore manifatturiero di fascia alta e nella de-carbonizzazione. Preferiamo queste aziende poiché vediamo maggiori segnali sulla progressiva riapertura della Cina nel 2023. È previsto che le tariffe aeree e la domanda di viaggi verso l'estero aumentino. Il settore del travel beneficerà delle maggiori possibilità di spostamento. L'attuale livello di valutazione non riflette ancora pienamente la potenziale ripresa. Gli investitori sono in attesa di un punto d'entrata migliore, con segnali più chiari di riapertura, dati da un maggiore tasso di vaccinazione tra la popolazione,

in particolare nelle fasce più anziane; il miglioramento delle forniture mediche; l'educazione dell'opinione pubblica per ridurre le percezioni errate sul Covid. Il governo cinese si concentra sulla sicurezza della catena d'approvvigionamento e sull'autosufficienza tecnologica in un contesto di crescenti tensioni geopolitiche e di pressioni di decoupling dagli Stati Uniti. Le preoccupazioni in materia di sicurezza potrebbero portare a politiche volte a incoraggiare l'innovazione e la R&S, a maggiori investimenti per costruire competenze proprie nella produzione high end (compresi i chip semiconduttori), nelle biotecnologie e nella tecnologia digitale. Prevediamo un trend sempre più marcato in termini di sostituzione delle importazioni e di progresso tecnologico. Apprezziamo le opportunità legate alla supply chain dei veicoli elettrici, come componenti, sistemi di guida automatica, semiconduttori. La diffusione dei veicoli elettrici continuerà ad aumentare a livello globale, considerato il target di decarbonizzazione e i progressi nell'aggiornamento di sistemi e funzioni saranno positivi per i fornitori. Tuttavia, i produttori di veicoli elettrici devono fare fronte a una concorrenza più intensa e una pressione sui prezzi. La Cina prevede di aumentare la quota di energia non derivante da combustibili fossili sul totale di energia dal 16% del 2020 al 25% entro il 2025 e al 30% entro il 2030. Inizialmente, ci sarà un maggiore focus sull'aumento dell'offerta di energia rinnovabile e sullo stoccaggio. Fra questi, preferiamo i nomi correlati all'energia solare».



# MEDIOLANUM PRIVATE BANKING



Massimo Moccagatta e la sua famiglia  
Cliente Mediolanum e seconda generazione  
di viticoltori della tenuta Villa Sparina

VILLA SPARINA  
GAVI



## WEALTH CARE. NON CI PRENDIAMO CURA SOLO DEL TUO PATRIMONIO, MA ANCHE DEL TUO FUTURO.

Una consulenza evoluta e di valore per proteggere il futuro dei propri clienti. Per gli altri è Private Banking, per noi in Mediolanum è molto di più: lo chiamiamo Wealth Care. Vuol dire cura del patrimonio a tutto tondo. Il Private Banking Mediolanum si avvale delle aree **Wealth Management**, **Investment Banking** e dei servizi di **Mediolanum Fiduciaria S.p.A.**, che oggi affiancano i nostri **Wealth Advisor** e **Private Banker** di Milano, Roma e di tutta Italia, offrendo loro supporto di altissimo profilo per fornire risposte complete a bisogni complessi. Perché i clienti, per noi, sono il valore più grande e il loro patrimonio si merita il massimo della cura che possiamo offrire. Sempre.

- Pianificazione finanziaria
- Servizi bancari
- Credito e Protezione
- Passaggio generazionale
- Asset protection
- Operazioni di finanza straordinaria
- Servizi fiduciari

### MILANO

PALAZZO BIANDRÀ - Via S. Margherita, 1/A

### ROMA

Via dei Due Macelli, 66

**mediolanum**  
PRIVATE BANKING

# Cambiare rotta nel 2023 con l'intelligenza artificiale

In un periodo contraddistinto da incertezza permanente e cambiamenti repentini, sembra normale assistere a un innalzamento dei prezzi di tutte le filiere, a partire dalle materie prime, e a oscillazioni significative dei mercati finanziari. Tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023 si sono puntualmente avverate le previsioni di Kelony® (Fondi&Sicav novembre 2021) di un ulteriore calo dell'indice di forza sociale ed economica europea rispetto alla tendenza del rialzo del mercato azionario statunitense. L'Europa si deve domandare, quindi, in un mondo che non accenna a cambiare rotta rispetto alle situazioni particolari e fuori dalla norma, su che cosa si gioca la possibilità di modificare il risultato di pa-

rametri non certo positivi. Sono molti i fattori di indebolimento socio-economico, eppure esiste ugualmente una forte possibilità di svolta a condizione di abbracciare le scelte giuste e, quindi, di approcciare il processo decisionale in modo nuovo e fuori dai vecchi schemi.

## **PREVEDERE LE MOSSE DA FARE**

Le persone sono il più grande dilemma e il fondamentale grande driver della crescita e della produzione di valore: persone e produzione sono legate in modo indissolubile. In un mondo che cambia profondamente e continuamente in modo repentino, uomini e donne sono il tassello fondamentale sul quale basare, da un lato,

la continuità sociale e valoriale e, dall'altro, l'innovazione necessaria a non perdere terreno. È sempre l'essere umano a decidere e a scegliere, non mai la tecnologia da sola. Onori e oneri, poiché le decisioni sono sempre più difficili, a causa del numero crescente di parametri, e non si può nemmeno calcolare tutto. Infatti, le persone più avanti sono quelle che, comprendendo i loro limiti, decidono di avvalersi di tecnologia che venga in aiuto nelle scelte. Per questa ragione Kelony® ha sviluppato una scienza che aiuta a immaginare il futuro in modo strategico e a vedere in anticipo quali potranno essere le giuste mosse da fare.

Si tratta di una nuova forma di intelligenza

artificiale detta biomimetica, poiché aiuta a vedere e, quindi, a immaginare concretamente che cosa le diverse organizzazioni devono prepararsi a fare per ottenere vantaggi competitivi. Anche secondo Garry Kasparov, considerato uno tra i più grandi giocatori di scacchi della storia, non è possibile per una mente umana prevedere più di cinque mosse dell'avversario. Questo scacchista, ricordiamo, è passato alla storia anche per avere accettato di giocare contro un computer, perdendo per ben due volte. E a mente fredda Kasparov ha prodotto potenti riflessioni sul rapporto uomo-macchina e, in particolare, sulla connessione tra intelligenza umana e artificiale, arrivando a una conclusione interessante, condivisibile parzialmente che vediamo di seguito.

### IL SINOLO UOMO-MACCHINA

Secondo Kelony®, il tema è in realtà semplice, a patto di accettare un cambiamento di paradigma. Ciò che oggi potremmo definire come sinolo uomo-macchina, non si pone in contrapposizione, ma uno è sostanza dell'altro. E le tecnologie usate devono fare da specchio alla realtà e alle reali esigenze. È l'uomo che sceglie le sue macchine e le trasforma in modo che se ne possa avvalere agevolmente per arrivare alla migliore decisione sulle mosse da compiere

In prima istanza, le persone sono naturalmente inclini a non cambiare, a rifugiarsi in «ciò che ho sempre fatto», alla routine che dà una finta certezza di stabilità sulla continuità del passato. Ma, oggi, fortunatamente, tutti lo hanno ben compreso: non c'è più la possibilità di ba-

sarsi esclusivamente sui dati del passato, su «ciò che facevo ieri», poiché i cambiamenti sono troppo ampi, profondi e repentini. Tutto il modo di fare del passato, le metodologie, gli strumenti devono essere totalmente rinnovati, poiché quelli tradizionali sono scollegati dalla realtà digitale e di estrema rapidità nella quale siamo immersi.

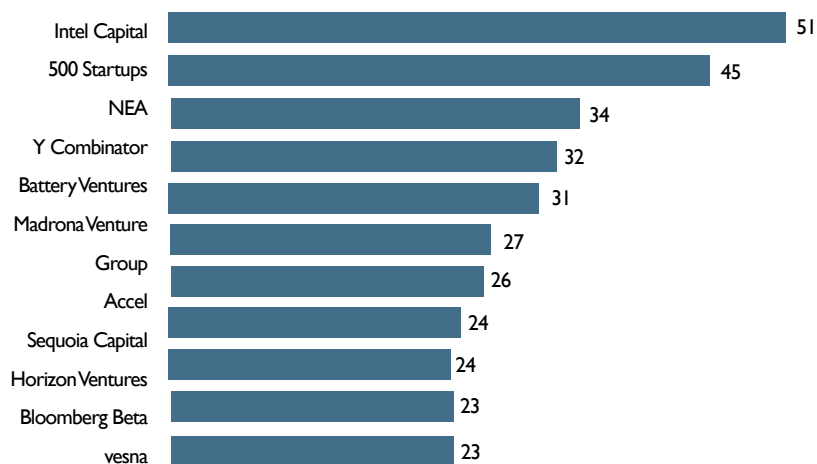
Ad esempio, prima le macchine erano meccaniche, cioè riflettevano un mondo deterministico. Ricevevano gli input e davano esattamente gli output per le quali

erano state create. Pensiamo a un orologio da polso meccanico. Al contrario, oggi le macchine possono essere generative: lo smartwatch che abbiamo al polso, sulla base di pochi parametri e di alcuni input, fornisce lo stato di salute del nostro corpo, il livello di stress, le calorie consumate o lo stile di vita e di allenamento che dovremo tenere. Era inimmaginabile solo pochi anni fa. Impensabile di potere ottenere indicazioni di mosse da fare senza produrre lunghi e costosi assesment. È un esempio molto semplice di come sono cambiate le cose in pochi anni e della vastità di queste evoluzioni. E tutto ciò è vero a 360 gradi e soprattutto in azienda.

Continuare ad affidarsi a metodi statistici, ad esempio, non ha più senso in molti ambiti, poiché è tutto assolutamente nuovo. Nel movimento evolutivo e rivoluzionario nel quale siamo immersi, sono necessarie la flessibilità e la volontà di abbandonare i vecchi modi di pensare e i vecchi modelli di azione. Occorrono, quindi, discipline universali messe a punto con i dati di adesso, in grado di simulare scenari predittivi e di ottenere le informazioni giuste per potere arrivare a giuste scelte di mosse d'azione (come nelle conclusioni di Kasparov).



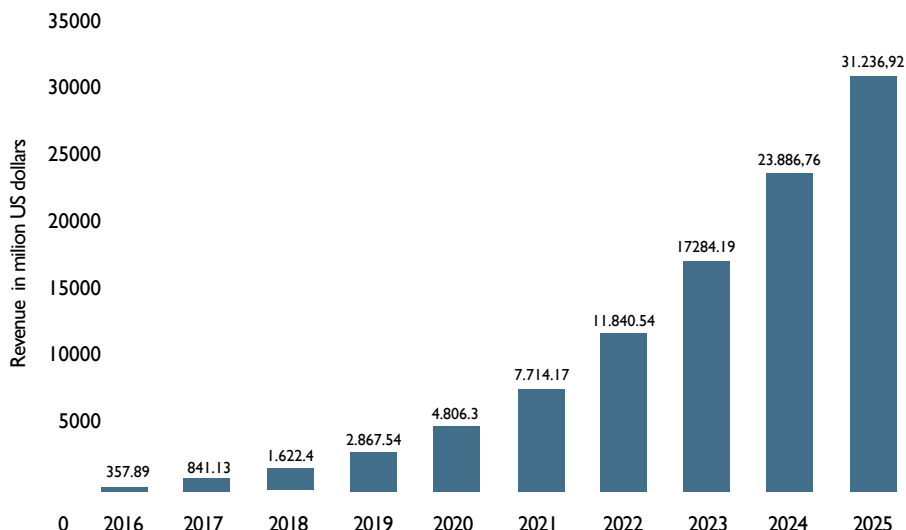
### CHI STA INVESTENDO IN AI (NUMERO DI PROGETTI)



Fonte: index.co



## FATTURATO DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE (MILIONI DI DOLLARI)



Fonte: Statista

### CIÒ CHE CREIAMO CI SOMIGLIA

In mezzo ai molteplici fattori di indebolimento socio-economico e ai grandi "se", individuati in anteprima anche su questo canale, come la politica zero covid della Cina\*, la guerra Russia-Ucraina e la politica monetaria della Fed, è cruciale imboccare la giusta direzione.

Per quanto riguarda la Repubblica Popolare, le difficoltà sono tante. A cominciare dalle rivolte sociali che hanno fatto indietreggiare la politica zero-Covid a oltranza anche in un paese autocratico quale la Cina. Vi sono inoltre le incertezze legate

al settore immobiliare e alle catene logistiche di rifornimenti, problemi che hanno ulteriormente indebolito la forza del secondo produttore mondiale, tanto da fare prevedere anche da parte della Banca Centrale Europea un ribasso molto forte della sua crescita nel 2023 e 2024.

La guerra in Europa, nonostante l'Europa non sia in guerra, con tutte le sue declinazioni ha provocato un incremento dei prezzi dell'energia e delle materie prime e l'inflazione alimentata dalle limitazioni dell'offerta e talvolta da politiche miopi dell'Ue. Inoltre, sono da considerare an-

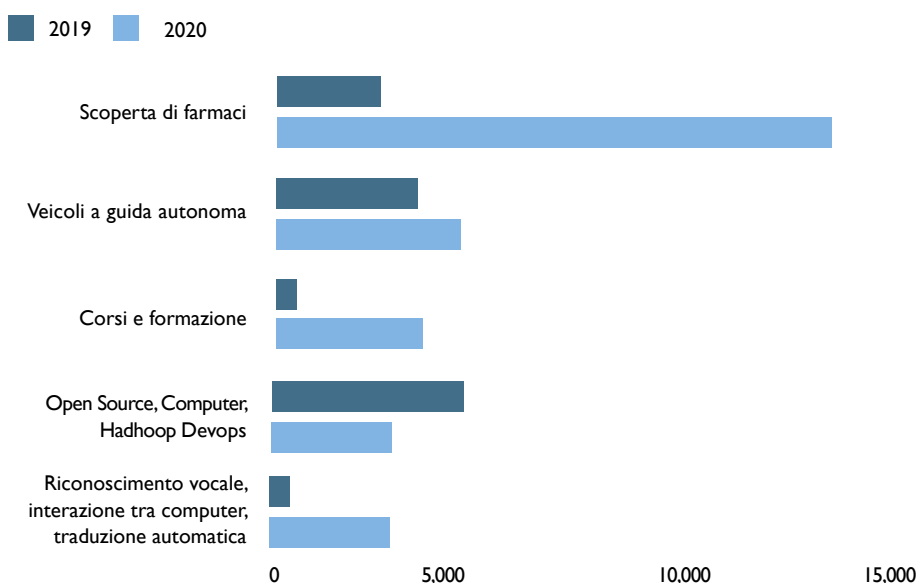
che la Fed e le politiche monetarie e fiscali iper-espansive dell'economia americana. Queste le principali variabili creatrici di incertezze, che, come in un grande ossimoro, oltre alla crescita dei prezzi al consumo, determinano anche il futuro del business, del risparmio e degli investimenti di interesse organizzazioni e paesi. Infine, le tematiche aziendali sono sempre più interconnesse, come dimostrano i problemi Esg (ambiente, sociale e governo societario) e della Csr (Corporate social responsibility). Per una governance, quindi, che vuole crescere in modo sostenibile in mezzo a questi grandi "se" e, di conseguenza, garantire un futuro alla propria impresa e alle persone che ci lavorano, è fondamentale avere a disposizione strumenti in grado di trarre profitto dal mondo digitale di oggi. Ricordando che "digit" significa numero in inglese, come poté intuirlo Galileo oltre 400 anni fa, oggi più che mai la matematica è il linguaggio che consente di navigare il mondo.

Nell'epoca attuale, esistono strumenti di intelligenza artificiale di nuova generazione resi possibili grazie all'uso di una matematica particolarmente avanzata, che consentono di raggiungere gli obiettivi più efficacemente. Kelony® rende queste tecnologie accessibili a tutti. Non è infatti immaginabile che la guida di un'azienda non contempli soluzioni di Ai di nuova generazione come leva di creazione di valore. Neppure Kasparov, con le sue incredibili capacità poté fare meglio di un'intelligenza artificiale nel suo ambito. Questa tecnologia di nuova generazione è fondamentale, soprattutto perché non si propone di essere un avversario delle persone, bensì un alleato prezioso del successo aziendale. Il processo decisionale in un mondo digitale deve puntare sulla nuova intelligenza artificiale generativa, in grado di correlare un numero immenso di parametri, anche non omogenei tra loro, e fare quindi emergere in anticipo interconnessioni che nessuna mente umana sarebbe stata in grado di vedere.

L'evoluzione tecnologica nelle organizzazioni nei prossimi anni è il tema per gli investitori e per aumentare l'entusiasmo degli stakeholder.

\* KELONY® Risk-Rating Index quotava la Cina con D++, pubblicato a marzo su Fondi&Sicav come "L'effetto Faraday sulla Cina".

## L'INDUSTRIA DELL'AI SPOSTA L'ATTENZIONE SULLA SCOPERTA DI FARMACI (MILIONI DI DOLLARI)



Fonte: Capig

### I METALLI DELL'ECONOMIA SOSTENIBILE

## Il trend del decennio

di Emanuela Zini

Il tema della transizione energetica nel 2022 è andato a intersecarsi con la questione dell'offerta di risorse chiave per portarla a compimento. Non è infatti un mistero che il passaggio da un modello basato sui combustibili fossili a uno incentrato sull'elettrificazione, con l'elettricità a sua volta fornita da fonti pulite, richieda un'enorme quantità e varietà di minerali. Perciò, questa asset class, pur dopo un 2022, difficile in cui sostanzialmente è andata a correlarsi con il calo di tutto il resto delle attività rischiose, sta cominciando ad attirare sempre più interesse da parte degli investitori.

#### LE PREVISIONI DEL FMI

**Benjamin Louvet**, commodity fund manager di **Ofi Am** è un gestore specializzato su questa peculiare nicchia, i cui fondamentali sul lungo termine prova a quantificare affidandosi a previsioni del Fondo Monetario Internazionale particolarmente interessanti: «Potrei sembrare di parte su questo argomento. Quindi, fornirò il punto di vista del Fmi. Nell'ottobre 2021, ha pubblicato uno studio che cercava di valutare il tipo di movimenti di prezzo che si sarebbero potuti verificare, considerando quattro metalli critici, ovvero litio, cobalto, nichel e rame. Secondo l'Organizzazione, i primi tre potrebbero vedere il loro prezzo apprezzarsi di "diverse centinaia di punti percentuali" e il rame del "60%", da qui al 2030! Quindi, questo è probabilmente uno dei casi di investimento più forti».

Se queste stime dovessero risultare veritiere, ci troveremmo probabilmente di fronte al trend più importante del decen-

nio. Infatti, è molto improbabile che il costo del denaro torni a zero per un certo numero di anni. In un simile paradigma, è inoltre ragionevole ritenere che le performance macro e dei mercati non saranno spettacolari. Perciò pensare a prezzi dei metalli in aumento di diverse volte il loro livello attuale implica l'avvio di una trasformazione profondissima degli equilibri esistenti.

#### UNA DOMANDA SOLIDISSIMA

Louvet fornisce qualche cifra su quella che sembra una domanda solidissima: «Se si considerano le cifre, nella crosta terrestre c'è una quantità di metalli sufficiente per affrontare la transizione energetica. Ma il ritmo di estrazione non è ancora su scala. Facciamo un esempio: oggi produciamo quasi un milione di tonnellate all'anno di nichel altamente puro (classe I). Secondo le proiezioni della Commissione Europea, nel 2040 la sola mobilità elettrica richiederà 2,6 milioni di tonnellate di nichel di classe I all'anno! E non possiamo ridurre la nostra domanda di nichel per altri usi, dato che oggi questo metallo è usato principalmente (70-75%) per produrre acciaio, che sarà anch'esso molto critico per la transizione energetica. Tutte queste tecnologie dovrebbero avere un grande impatto, se il cambiamento sarà realizzato come stabilito dall'Accordo di Parigi. Le installazioni di capacità di energia rinnovabile dovrebbero essere moltiplicate per tre o quattro da oggi al 2030, mentre la quota di mercato dei veicoli elettrici dovrebbe passare da meno del 5% nel 2020 al 60% nel 2030, e le capacità di idrogeno pulito dovrebbero



**BENJAMIN LOUVET**  
commodity fund manager  
Ofi Am

essere moltiplicate per 40 nello stesso periodo (sapendo che è partito da livelli molto bassi)».

#### VOLATILITÀ NOTEVOLE

Detto ciò, sfruttare questa evoluzione non sarà semplicissimo per gli investitori. Parliamo, infatti, di un'area caratterizzata da una volatilità notevole, fondamentali di breve periodo a volte ai limiti dell'esoterico e (elemento ancora più importante) un grado di liquidità e trasparenza non sempre all'altezza delle necessità degli istituzionali. Di questi problemi Louvet sembra ben conscio, tanto da influenzare in maniera importante i capisaldi del proprio portafoglio: «Abbiamo costruito il nostro indice selezionando i metalli che il team di gestione ritiene fondamentali per la transizione energetica, scegliendo quelli che sono negoziati su un mercato regolamentato con una stanza di compensazione e altamente liquidi per non limitare la capacità degli investitori del fondo di partecipare e di recedere facilmente. Questo è il motivo per cui, ad esempio, non ci sono né il litio né il cobalto nel portafoglio. Anche se esistono alcuni contratti futures su questi metalli, non sono ancora abbastanza liquidi. Monitoreremo la situazione e saremo in grado di aggiungerli al portafoglio, nel caso in cui diventino più liquidi e siano ancora fondamentali per la transizione energetica».

Il fatto che due dei metalli più importanti per l'economia del futuro prossimo venturo siano tuttora scarsamente investibili la dice lunga sulle difficoltà di cavalcare un'onda di disruption le cui conseguenze oggi si intravedono appena.

# Giocarsi la vita

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

«Ogni mese, dai milleduecento franchi del mio stipendio, ne prelevo trecento e li consacro al gioco giudiziosamente, devotamente». Così parla il protagonista di “Memorie di un baro”, lo sfavillante (e unico) romanzo scritto nel 1935 da Sacha Guitry e solo questo autunno pubblicato per la prima volta in italiano da Adelphi. Nato e vissuto a cavallo dei due

secoli, Guitry non è stato solo un grandissimo attore francese, ma un personaggio poliedrico: 124 commedie scritte o rappresentate, 40 libri, 900 articoli, 36 film, di cui fu autore, regista o interprete, 30 dischi incisi e addirittura tre sculture. Ma la sua grande passione, oltre al collezionismo (anche di mogli: ne ebbe cinque), fu sempre e solo il gioco!

## IL FASCINO DELL'AZZARDO

Come il protagonista delle “Memorie”, infatti, Guitry era un frequentatore di casinò, e si vede dalla precisione con cui li descrive; e come a lui il gioco avesse dato molto, ma molto gli avesse tolto. Pur avendo guadagnato immense fortune nel corso della sua lunga e fortunata carriera (l'attore intascò nel solo 1922 la favolosa somma di più di un milione di franchi!), alla sua morte, avvenuta nella sua casa-museo di Parigi, la vendita all'asta del suo patrimonio non fu sufficiente a ripianare i debiti accumulati dal “divino” Sacha. Ma cos'è che spinge l'essere umano ad affidare le sue sorti al caso? Secondo le rilevazioni dell'Osservatorio sul gioco pubblico 2020–2022, la possibilità di guadagnare denaro è senz'altro uno stimolo importante, ma per quasi la metà degli intervistati (esattamente il 49%) la motivazione principale sembra «un modo di divertirsi», mentre per un altro 30% circa rappresenta «una maniera per potere inseguire un sogno o un desiderio». Per il 14% circa è «un sistema per avere un'entrata economica supplementare». Soltanto il 3% confessa che si tratta di «un'ossessione». Il gioco d'azzardo, infatti, è un problema quando da



\* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

\*\* Consulente finanziario iscritto all'Albo.

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



**FABRIZIO PIROLLI****esperto di formazione bancaria  
e assicurativa**

passatempo diventa dipendenza. Si tratta, in altre parole, di un fenomeno complesso in grado di coinvolgere l'individuo e l'ambiente intorno a lui in modo del tutto simile alle dipendenze da sostanze e si associa, quindi, a problemi di diversa natura: familiari, relazionali e di isolamento sociale, oltre che a difficoltà lavorative, economiche e sociali.

Che cosa spinge a cadere in questa trap-

**PIER TOMMASO TRASTULLI****consulente finanziario**

le: numerose ricerche indicano che il volume del gioco aumenta in presenza di forti crisi sociali ed è un'alternativa all'azione costruttiva di cercare un reddito.

Il giocatore patologico (o gambler) soffre di numerose distorsioni cognitive, che ne offuscano la reale percezione della realtà. Una delle più irrazionali è quella delle cosiddette quasi vincite (near miss), che avvengono ogni

qual volta si verifica una combinazione che si avvicina a quella scelta dallo scommettitore (per esempio, l'uscita del numero 18 alla roulette, mentre il giocatore aveva puntato sul 19). Ovviamente la "quasi vincita" è una perdita; ma chi ha problemi col gioco d'azzardo la vive come un "quasi successo" e, perciò, riceve un incentivo a proseguire con le scommesse. È questo, in fondo, il motivo per cui le lotterie istantanee e le videolottery sono programmate per produrre un'elevata frequenza di quasi vincite e incoraggiare così il giocatore a perseverare nel gioco.

Un'altra distorsione molto studiata è la "ricerca di emozioni forti", ovvero il

fascino che le attività rischiose esercitano su certi individui. Queste attività sono azioni dall'esito aperto, in cui vengono messe in gioco conseguenze importanti (si pensi a coloro che si esibiscono in equilibrio su una fune sospesa su un abisso). In alcuni casi, e questo è il caso del gioco, il rischio

viene definito come la tensione verso un oggetto-meta che non è raggiungibile in modo sicuro (la vincita). Tuttavia, di regola, un'azione viene sentita come realmente rischiosa solo quando il suo corso sfavorevole implica una perdita. Non solo l'incertezza dei guadagni, ma anche la possibilità di trovarsi alla fine dell'azione con qualcosa in meno di quanto si aveva all'inizio rendono rischiosa una determinata attività. Nonostante ciò, per alcuni soggetti vale la pena rischiare, dal momento che, qualora gli eventi prendano una piega a loro favorevole, i guadagni potrebbero essere particolarmente elevati.

Tuttavia, esistono moltissimi esempi del fatto che le persone non seguono calcoli razionali di questo genere; anzi, come scrive Fëdor Dostoevskij nel suo celeberrimo "Il Giocatore", capolavoro che lo scrittore russo scrisse in meno di un mese per ripianare i suoi debiti di gioco: «Certi se ne stanno lì seduti davanti a pezzi di carta rigata, segnano tutti i colpi, li contano, ne deducono le probabilità, fanno i loro calcoli e alla fine puntano e perdono proprio come noi, semplici mortali che giochiamo senza calcolare niente».

**«QUASI UNA GUERRA»**

Quando un giocatore vince 1.000 franchi (è sempre Guitry a parlare nei suoi scritti) non ha vinto solo 1.000 franchi, ma «ha vinto i primi 1.000 franchi di una fortuna incalcolabile». Che, ragionevolmente, non arriverà mai. In realtà, a volte, perdere è un desiderio nascosto. Come accade a Sandro, il protagonista di "Avere tutto", l'ultimo romanzo di Marco Missiroli, che dalla sonnacchiosa Rimini si è trasferito a Milano trasformandosi in un giocatore di poker semiprofessionista e racconta di sé: «Volevo perdere tutto, certificare un debito [...] che mi avrebbe costretto a chiedere aiuto a casa, alla banca, agli amici, iscrivendomi all'irreversibilità del danno». Una vera, drammatica, volontà di cupio dissolvi. Insomma, in conclusione siamo d'accordo con Doyle Brunson, grande campione americano del poker sportivo che sostiene che il poker «è una guerra e la gente fa finta che sia un gioco». Un gioco che può costare una vita.

In finanza spesso ci si muove con le stesse logiche dei giocatori d'azzardo: non a caso spesso si dice che "si gioca in borsa". Ma investire è tutta un'altra cosa e la visione del gioco d'azzardo va del tutto accantonata. Ma di ciò parleremo nelle prossime puntate.

“ Il gioco d'azzardo  
è un problema quando da  
passatempo diventa dipendenza.  
Si tratta, in altre parole, di un fenomeno  
complesso in grado di coinvolgere  
l'individuo e l'ambiente intorno  
a lui in modo del tutto simile alle  
dipendenze da sostanze e si associa,  
quindi, a problemi di diversa  
natura: familiari e relazionali,  
di isolamento sociale, oltre che  
a difficoltà lavorative,  
economiche e legali ”

pola? Se da un lato il gioco risponde senz'altro a un bisogno di socializzazione, funge da antidoto alle ingiustizie sociali e diventa uno strumento per abolire le differenze, dall'altro soddisfa i bisogni di sfida e di disprezzo per la vita di routine e compensa il malessere individuale e socia-

## OICVM, I NUOVI OBBLIGHI INFORMATIVI

### Dal Kiid al Kid

di **Lorenzo Macchia** (Zitiello Associati)



Al fine di evitare che per lo stesso Oicvm gli investitori ricevessero due diversi documenti informativi di natura pre-contrattuale, ossia un documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (cosiddetto key investor information document-Kiid) e un documento contenente le informazioni chiave (key information document-Kid), il legislatore europeo aveva previsto, con l'entrata in vigore del regolamento (Ue) n. 1286/2014, un periodo transitorio di cinque anni durante il quale la normativa sui Priip non avrebbe dovuto trovare applicazione agli Oicvm.

Tale periodo era stato concesso anche per consentire alla Commissione europea di valutare se la deroga transitoria di esenzione avrebbe dovuto essere prorogata o se, dopo avere individuato i necessari adeguamenti, le disposizioni relative alle informazioni chiave per gli investitori di cui al Kiid, avrebbero dovuto essere sostituite da quelle relative al Kid o considerate equivalenti a esse.

Il termine di scadenza del periodo transitorio, originariamente fissato per il 31 dicembre 2019, è stato esteso in un primo momento al 31 dicembre 2021.

#### STANDARD TECNICI DEFINITIVI

Solo nel settembre 2021 la Commissione europea ha adottato gli standard tecnici definitivi per quanto concerne la presentazione, il contenuto, il riesame e la revisione del Kid stabilendo la loro entrata in vigore a partire dal luglio 2022. Peraltro, le modifiche mirano a garantire che le regole degli Rts possano essere applicate anche all'operatività sui fondi Oicvm e Fia.

Allo scopo di concedere alle società di gestione, alle società d'investimento e alle persone che forniscono consulenza sulle quote di Oicvm o vendono quote di tali prodotti tempo sufficiente per prepararsi alla fine del regime transitorio e, di conseguenza, all'obbligo di redigere un Kid, il periodo transitorio è stato successivamente esteso fino al 31 dicembre 2022. A partire dal 1° gennaio 2023 finalmente il Kiid è andato in pensione e il Kid è destinato a sostituirlo.

Secondo le intenzioni del legislatore europeo la disciplina Priip dovrebbe garantire la massima confrontabilità di tutti i

prodotti preassemblati presenti sul mercato, in presenza di informative eterogenee e non coordinate. Lo strumento utilizzato per raggiungere l'obiettivo prefissato è appunto il Kid.

Con tale documento le informazioni essenziali dell'investimento sono rappresentate in maniera succinta e in un linguaggio non troppo tecnico, in modo da risultare ragionevolmente comprensibile per l'investitore al dettaglio. Inoltre, l'utilizzo di un formato comune a livello europeo consente raffronti e paragoni tra i vari prodotti presenti sul mercato necessario all'investitore per fare scelte consapevoli e trasparenti.

“ «La disciplina si applica a tutti i prodotti preassemblati, indipendentemente dalla forma o struttura, per i quali l'importo dovuto all'investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o soggetto al rendimento di uno o più attivi che non sono acquistati direttamente dall'investitore al dettaglio e ai prodotti assicurativi che presentano una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato» ”



### **NORMATIVA ESAUSTIVA**

La normativa di cui al regolamento (UE) n. 1286/2014 e ai regolamenti attuativi ed esecutivi è peraltro da intendersi come esaustiva e soggetta a divieto di goldplating, proprio per evitare divergenze nazionali volte a falsare la concorrenza e creare un livello diseguale di tutela degli investitori al dettaglio all'interno dell'Unione.

La disciplina si applica a tutti i prodotti preassemblati, indipendentemente dalla forma o struttura, per i quali l'importo dovuto all'investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o soggetto al rendimento di

uno o più attivi che non sono acquistati direttamente dall'investitore al dettaglio e ai prodotti assicurativi che presentano una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato.

Gli investimenti non sono quindi di tipo diretto, ma agiscono da interfaccia tra l'investitore al dettaglio e i mercati attraverso un processo di assemblaggio, consistente nel confezionare le attività sottostanti in modo da creare prodotti che abbiano esposizioni, caratteristiche o strutture dei costi diverse rispetto a un'esposizione diretta.



**14.15.16 marzo '23**

**Auditorium  
Parco della  
Musica,  
Roma**

**Organizza la tua agenda,  
ConsulenTia torna nel 2023**

in collaborazione con

# CONSULENTI & RETI

**L'outlook per il 2023  
dei big della consulenza**



**VITTORIO GAUDIO**  
direttore asset management development  
Banca Mediolanum



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



**VINCENT CHAIGNEAU**  
head of research  
Generali Insurance Asset Management



**ALESSANDRO CAPECCIA**  
responsabile investimenti  
Fideuram Asset Management Sgr

VITTORIO GAUDIO

DIRETTORE ASSET MANAGEMENT DEVELOPMENT  
BANCA MEDIOLANUM

CONSULENTI &  
RETI

# «Nel 2023 e nel 2024 l'inflazione dovrebbe calare»

a cura di Alessandro Secciani

È sostanzialmente positivo, anche se con estrema cautela, l'outlook per l'anno appena iniziato di **Vittorio Gaudio**, dal 2019 direttore asset management development di **Banca Mediolanum**. Secondo il responsabile della gestione della banca milanese, persino l'Europa, che viene considerata la macroarea più in difficoltà, potrebbe vedere un miglioramento dei listini azionari, nonostante una prevista discesa complessiva del Pil. A determinare un flusso di capitali verso le azioni più interessanti sono diversi elementi: le quotazioni in diversi casi molto interessanti e l'azione dell'Unione Europea. Anche per gli investimenti sulle energie sostenibili, che avranno, comunque, un ruolo sempre più centrale in tutto il pianeta, le previsioni sono complessivamente più positive, anche per l'impegno che l'Eurozona e gli Usa hanno messo con i loro colossali investimenti in questo settore. Infine, pur con tutti i dubbi del caso, opportunità possono essere colte anche nelle altre tre aree fondamentali: Stati Uniti, Cina e paesi emergenti.

**L'Europa è tutta da buttare? Sarà davvero un 2023 pesantissimo per il Vecchio continente o c'è la speranza che qualcosa si modifichi in termini positivi?**

«Certamente le due crisi, la pandemia e il conflitto in Ucraina, hanno fatto emergere le debolezze strutturali del continente, a livello geopolitico, di risorse primarie e istituzionale. La frammentazione delle decisioni tra governi nazionali e l'eccessiva dipendenza dall'esterno in termini di risorse energetiche e di difesa hanno complicato molto la capacità di reazione di fronte a crisi epocali e inattese. Tuttavia, le risposte sono pervenute: in primis, i Piani di ripresa e resilienza, impensabili prima della pandemia. Ma anche le iniziative in corso su energia e difesa, per quanto spesso confuse e conflittuali tra stati, fanno bene sperare in una capacità e consapevolezza del Vecchio continente di individuare obiettivi comuni a livello strategico. Nel 2023, dopo un 2022 nel complesso positivo, negli Usa e nell'Eurozona è previsto un vistoso rallentamento della congiuntura (dal 3,4% allo 0,5% da noi, secondo la Bce), dovuto all'esaurirsi della spinta post-pandemica dei consumi e al restringimento delle condizioni monetarie a opera delle banche centrali.





Per quanto riguarda la prospettiva degli investimenti azionari in Europa, potrebbe giustificare un posizionamento favorevole alle piazze finanziarie dell'area il notevole sconto dei listini continentali e Uk rispetto alla borsa Usa, in termini di valutazioni finanziarie (prezzo/utigli), e, proprio per l'impulso derivante dagli investimenti pubblici comunitari, per le aziende quotate. È incoraggiante avere assistito nel 2022 a una buona performance relativa delle borse europee (per quanto negativa in valore assoluto), ma il comportamento delle autorità monetarie (Bce e Boe) giocherà un ruolo rilevante nella pro-

seguimento, o meno, di questa tendenza. Indubbiamente il rigore verbale manifestato nell'ultima riunione della Banca Centrale Europea di dicembre suscita cautela in questa direzione».

**Perciò, in questa situazione molto complicata per l'Europa, gli investimenti Esg possono rappresentare un'opportunità interessante...**

«L'Europa, a livello governativo e istituzionale, è stata ed è protagonista nella spinta verso migliori pratiche sui temi ambientali, di sensibilità sociale e di governance. Se,

in seguito alla crisi ucraina, la pressione verso una maggiore autonomia energetica da una parte potrebbe fare pensare a un rallentamento dell'impulso verso le fonti rinnovabili, dall'altra è più plausibile puntare su un'accelerazione verso una più ampia diversificazione delle risorse energetiche a favore di una maggiore sostenibilità, tendenza peraltro già presente nei capitoli di spesa dei Piani europei di intervento pubblico».

**Stati Uniti: si sta cominciando a parlare di uscita dal tunnel. È vero? Su quali comparti?**

«Va distinta, come sempre, la dinamica dei mercati azionari da quella dell'economia reale, perché i primi scontano e anticipano le fasi di svolta della congiuntura. L'economia Usa entrerà a breve, o forse è già entrata, in una fase di rallentamento economico, perché i violenti rialzi del costo del denaro da parte della Fed e il progressivo ridimensionamento del cuscinetto di risparmi accumulati con la pandemia produrranno effetti negativi sul ciclo economico. Tuttavia, la borsa storicamente tocca i suoi minimi, anzi intraprende una svolta, proprio all'esplicitarsi di fenomeni recessivi, che, peraltro, in questa occasione dovrebbero essere di entità contenuta».

**Anche in questo caso l'Esg offre opportunità interessanti?**

«Ritengo che nel 2023 sarà vincente avere un posizionamento settoriale di mercato che, da una parte, insista ancora sul tema energia (tradizionale e nuova): è un segmento in cui sarà necessario uscire da una situazione di cronico sottoinvestimento in risorse e tecnologie e può essere un "hedge" di fronte a eventuali episodi di turbolenza delle materie prime. Ma, specularmente, credo opportuno riconsiderare, dopo la massiccia sottoperformance dell'indice Nasdaq nel 2022, il tech e il digitale come motore di innovazione secolare, guardando alle imprese maggiormente rappresentative; non va, inoltre, dimenticato che questo comparto ad alta crescita potrebbe beneficiare, nel corso del prossimo anno, di un'eventuale pausa nell'atteggiamento restrittivo della Fed sui tassi di interesse. Anche i titoli e i settori Usa più vicini alle tematiche Esg (energie rinnovabili in primis), accomunati allo stile growth, hanno subito pesanti

penalizzazioni di prezzo, tali da avere ridotto, e di molto, le eccessive valutazioni registrate nel 2020-21, sull'onda dell'entusiasmo per le tematiche di sostenibilità nel mondo degli investimenti. Ricordiamo anche che nel 2022 è stato approvato un provvedimento legislativo epocale, l'*Inflation reduction act*, che prevede quasi 400 miliardi di dollari di finanziamenti federali per l'energia pulita, con l'obiettivo di ridurre sostanzialmente le emissioni di carbonio della nazione entro la fine di questo decennio: questo intervento non potrà non riflettersi in una rinnovata attenzione verso i titoli più innovativi del settore».

### La Cina oggi appare decisamente in crisi.

«La crisi cinese è oggi generata da fattori di differente natura: uno strutturale, perché il suo modello economico, per molti anni basato sulle esportazioni (la "fabbrica del mondo") e sull'immobiliare, va sicuramente rivisto in un periodo di confronto geopolitico tra potenze, di spinte alla deglobalizzazione e di aumento generalizzato del costo del denaro. Sotto quest'aspetto, la nuova politica economica inaugurata da Xi Jinping (la "common prosperity") ha in sé ragionevoli motivazioni strategiche, ma purtroppo si è unita a valutazioni di natura ideologica (la lotta ai giganti del web), che rischiano di compromettere non solo gli investimen-

ti stranieri sul mercato cinese, ma anche la stessa crescita economica».

### Queste difficoltà si proietteranno anche nell'anno prossimo? Quali sono i punti di forza?

«L'esperienza negativa, in termini di performance congiunturale e di latenti tensioni sociali, provata negli ultimi due anni, e spesso autoinflitta (vedi la "zero-Covid policy"), è stata, secondo noi, utile: siamo convinti che il 2023 potrebbe mostrare una maggiore attenzione da parte della leadership cinese ai temi della crescita, e, di conseguenza, un andamento positivo, in termini assoluti e relativi, dei listini azionari domestici. I rischi dell'investimento in Cina devono essere tenuti in considerazione: tra tutti l'elevato livello di debito societario e un approccio alla regolamentazione rigido e non sempre amichevole verso le imprese; d'altra parte, guardando ai listini azionari delle economie avanzate dell'Occidente e a quello cinese, il divario nella performance e il differente approccio delle rispettive autorità monetarie giustificano nel 2023 un incremento nel peso nei portafogli a favore del paese del Dragone».

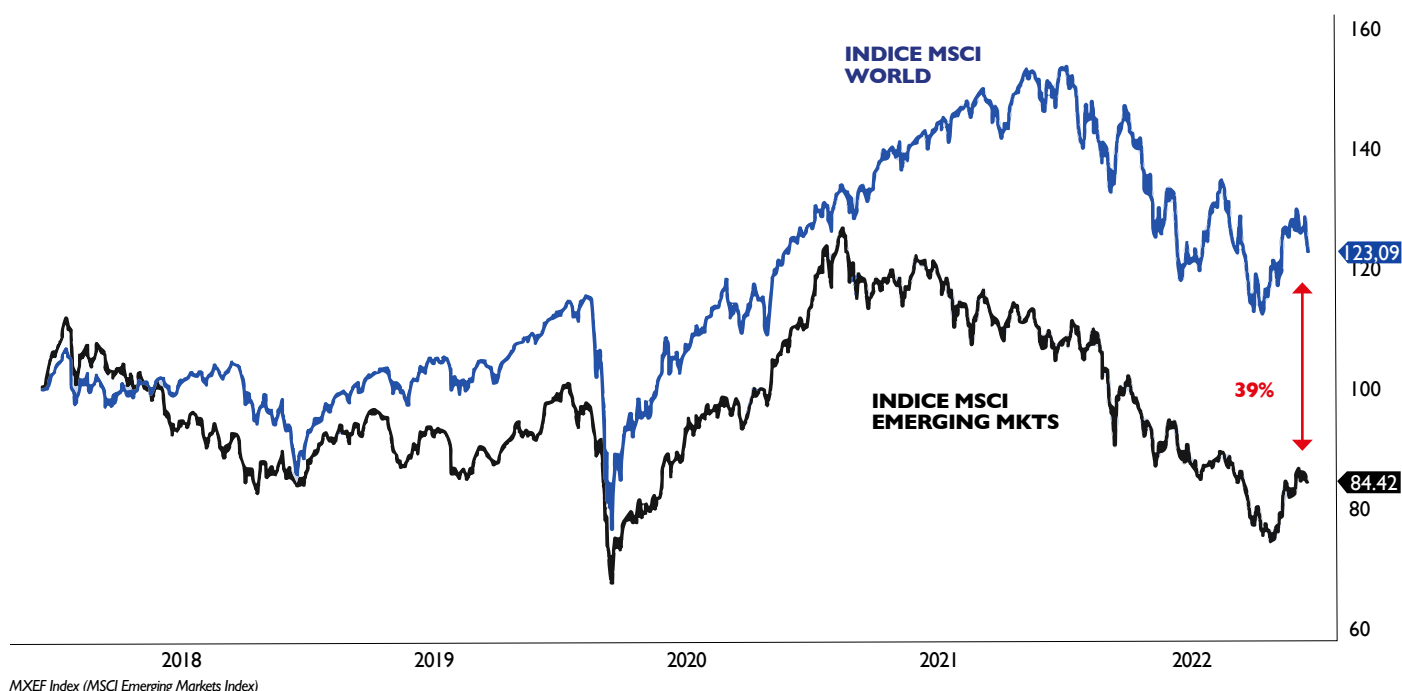
### Emergenti: dopo un periodo molto difficile, si può pensare che stia cambiando qualcosa?

«L'investimento nei mercati finanziari dei paesi emergenti, nel reddito fisso o sui listini azionari, soffre storicamente nelle fasi di rialzo del costo del denaro negli Stati Uniti e del correlato apprezzamento del dollaro verso le valute emergenti, fenomeni che hanno contrassegnato il 2022. L'inizio della sottoperformance dei mercati emergenti, tuttavia, risale a tempo addietro, come dimostrato da un differenziale di risultato di circa il 40% dell'indice Msci Emerging rispetto all'indice globale negli ultimi cinque anni, motivato da turbolenze politiche, timori sul debito, minore protezione vaccinale nel periodo della pandemia. Nel 2023, l'investimento nei paesi emergenti potrebbe essere, in termini relativi, più promettente per due motivi: in primis, proprio la situazione prospettica dei tassi di interesse Usa e del dollaro è possibile che sia più favorevole, in vista di una pausa delle politiche restrittive della Fed; in secondo luogo, il differenziale dei tassi di inflazione, in media, tra paesi sviluppati ed emergenti è diminuito sensibilmente rispetto agli anni passati».

### Ci sono paesi che possono essere considerati più interessanti?

«Nel considerare l'investimento negli emergenti, da sempre è stata cruciale la selezione di "quali" paesi privilegiare:

## CINQUE ANNI DI SOTTOPERFORMANCE DELLE AZIONI EMERGENTI



oggi, in seguito alla crisi ucraina e, in generale, a un ripensamento sulla globalizzazione e alle tendenze al “reshoring”, questa decisione è ancora più rilevante. Se la globalizzazione si convertirà in uno spostamento verso paesi più affidabili o “amichevoli”, sarà verosimile un beneficio per le economie del Sud-Est asiatico (Indonesia, Vietnam, Malesia), come pure verso stati ormai profondamente integrati nella catena di valore con gli Usa, come il Messico. Alla luce della probabile continuazione di un ciclo secolare favorevole dei prezzi delle materie prime, non escluderei il Brasile, grande produttore di risorse».

### E l'inflazione? Colpirà ancora in maniera pesante?

«L'inflazione è stata “il” tema del 2022, a causa del raggiungimento di un livello eccezionalmente elevato nei paesi occidentali: negli Usa sono stati rivisti i massimi dall'inizio degli anni '80, mentre in Germania addirittura dal 1951. Ma, soprattutto, si è arrivati a valori non previsti in tale misura da nessuno dei macrodecisori economici, a partire dalle banche centrali e dagli organismi internazionali. Questa evoluzione è stata alla base di uno dei più radicali cambiamenti di politica monetaria degli ultimi decenni, con rialzi dei tassi ufficiali di 425 punti base negli Usa e 250

nell'Eurozona, ritocchi verso l'alto che peraltro proseguiranno almeno nel 1° semestre 2023».

### Quali sono le cause alla base dell'inflazione? È possibile che vengano meno il prossimo anno?

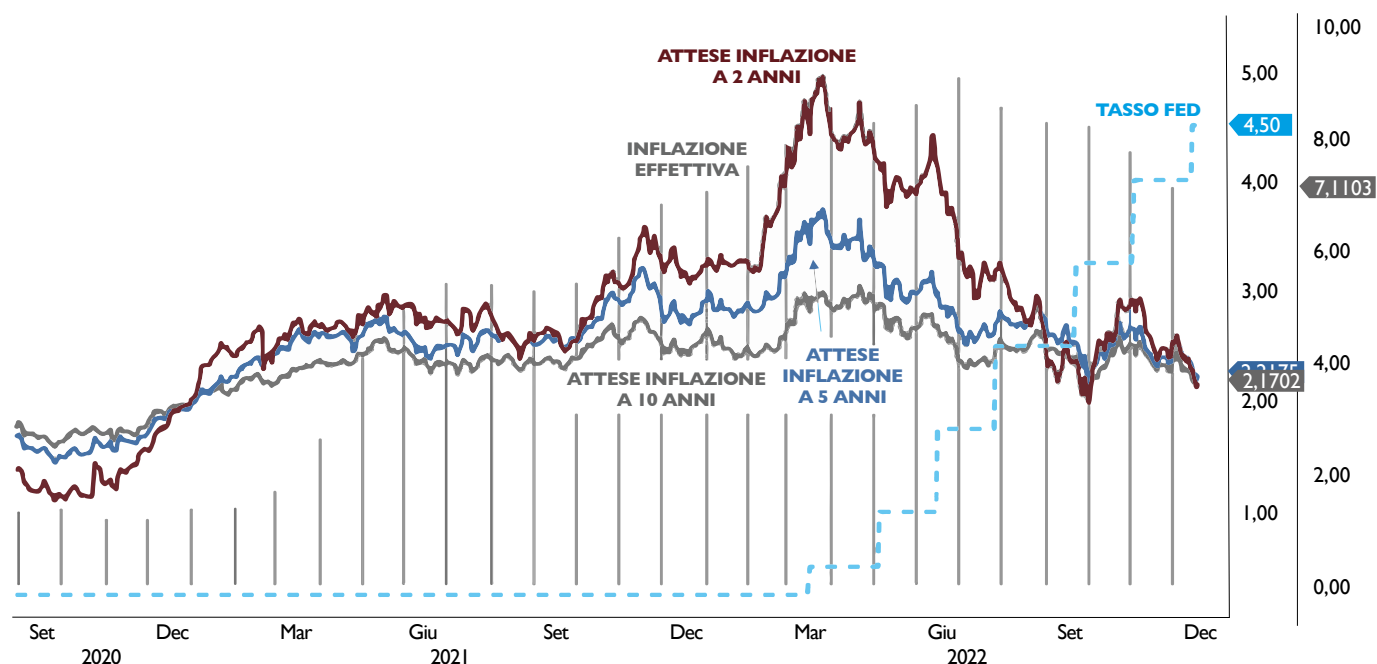
«Come è ormai noto, l'origine dell'esplosione del tasso di inflazione deve essere fatta risalire alle conseguenze, in termini di comportamenti privati e pubblici, dell'uscita dalla pandemia, ed è quindi rintracciabile ben prima dello scoppio della guerra russo-ucraina, spesso additata, in Europa, come unico responsabile del fenomeno, a causa dell'alta contribuzione dei prezzi dell'energia nell'inflazione nel Vecchio Continente. Già nel 2021, la ripresa inaspettata dei consumi e delle vendite al dettaglio, sostenuta dai risparmi e dai giganteschi sussidi pubblici accumulati durante la pandemia, e la continuazione di fenomeni di strozzatura nelle catene produttive e logistiche globali avevano portato l'inflazione a livelli preoccupanti (l'inflazione al dettaglio in Usa passò dall'1,4% a fine 2020 al 5,4% a fine giugno 2021). Certamente le vicende belliche del 2022 hanno ulteriormente acuito la pericolosità del fenomeno, soprattutto sul versante delle materie prime».

In questo contesto è possibile

### manifestare un cauto ottimismo?

«Nel 2023, e ancora più nel 2024, la pressione inflazionistica sopra descritta dovrebbe decisamente calare: tutti i fattori precedentemente indicati dal lato dell'offerta, dagli eccessi di prezzo delle materie prime ai colli di bottiglia, sembrano in fase di moderazione, mentre, dal lato della domanda aggregata, l'esaurirsi del bacino di liquidità e le manovre di restrizione sul costo del denaro dovrebbero produrre un rallentamento congiunturale favorevole a una riduzione dell'inflazione. Sia la Fed, sia la Bce hanno incorporato nelle loro previsioni un drastico calo, sino al 3,4% nel 2024 in Eurozona (dall'attuale livello a doppia cifra). Anche le aspettative di mercato a due e a cinque anni, incorporate nelle quotazioni dei titoli inflation linked, segnalano negli Usa un forte ridimensionamento, rispetto ai livelli di qualche mese fa, e non sono lontane dall'obiettivo del 2% ribadito dalla Fed. Certamente è ancora degna di attenzione e cautela la tensione sui prezzi dei servizi, la cui dinamica è più rigida e inelastica, rispetto a quella di beni e materie prime, e la Fed ha più volte dichiarato di guardare con preoccupazione all'eventuale ingenerarsi di una spirale prezzi-salari, di cui tuttora, comunque, non si ha un'evidenza certa».

#### INFLAZIONE ATTUALE E ATTESA: IL CASO USA



USGGRE10 Index (US Breakeven 10 Year) INFLATION EXP5 Daily 02SEP2020-19DEC2022



**MASSIMILIANO MAXIA**  
SENIOR FIXED INCOME SPECIALIST  
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

CONSULENTI &  
RETI

# Meglio gli Stati Uniti

a cura di Pinuccia Parini

L'outlook di **Massimiliano Maxia**, senior fixed income specialist di **Allianz Global Investors**, non è particolarmente ottimista: quanto meno il manager del gruppo Allianz, nella sua approfondita analisi, tende a mettere in rilievo più gli elementi portatori di problemi, che le opportunità. E a dare i maggiori dubbi a Maxia è proprio l'Europa, che definisce l'area che presenta «le prospettive peggiori». Un maggiore ottimismo c'è nei confronti degli Stati Uniti, ma anche in questo caso i caveat superano abbondantemente gli elementi positivi.

Interessante anche la posizione sui titoli Esg, che, sempre secondo la visione di Allianz, hanno sottoperformato nel corso dell'anno appena trascorso non per loro intrinseci problemi, ma per le condizioni generali del mercato. Non appena i listini troveranno un nuovo livello di assestamento, questi titoli, sia azionari, sia obbligazionari, potranno tornare a emergere. Ma difficilmente ciò avverrà nella prima parte del 2023.

### **L'Europa ha davvero prospettive così negative? Deve aspettarsi un duro 2023?**

«Se si guarda il contesto macroeconomico, tra le principali aree geografiche, l'Europa è quella che presenta le prospettive peggiori. Diversi economisti addirittura pensano che nel quarto trimestre 2022 alcuni paesi possano riportare una crescita negativa, quindi l'inizio di una fase recessiva. La nostra lettura è che difficilmente il Vecchio Continente non entrerà in recessione per due ragioni di fondo: la crisi energetica e le difficoltà che sta attraversando il principale paese dell'Unione, la Germania, soprattutto per il rallentamento delle esportazioni verso l'Asia (Cina in primis). Questa nostra visione è stata ulteriormente corroborata da quanto è emerso dalla riunione della Bce di dicembre. Dall'incontro è apparso, direi in modo palese, che le posizioni della Banca centrale sono per un perdurare di dinamiche inflattive tali da dovere mantenere i tassi di interesse a un livello più elevato di quanto non sia attualmente scontato nei corsi. È vero che non si tratta di una nuova dichiarazione, visto che, sia la Bce, sia la Fed, nell'ultimo periodo hanno detto più volte che i mercati stanno sottostimando le loro azioni di rialzo dei tassi. Ciò detto, lo scollamento delle posizioni può essere forse ricercato in un problema di credibilità che si è affievolita nei confronti degli istituti centrali, visto che sino



a un anno fa identificavano l'inflazione come fenomeno transitorio».

#### **È un tiro alla fune?**

«Forse non è un vero e proprio tiro alla fune, visto anche il monito lanciato dalla governatrice Christine Lagarde di non sfidare la Bce, ma, da un lato, le banche centrali puntano ad ancorare le loro aspettative d'inflazione, dall'altro gli operatori mostrano tutto il loro scetticismo. Se la Bce dovesse continuare ad alzare i tassi d'interesse di 50 punti base nei prossimi mesi, sino a raggiungere un tasso terminale del 4%, quando attualmente il mercato sconta circa il 3,2%

(dato al 21 dicembre 2022), sarebbe estremamente prevedibile, a tendere, un impatto rilevante a livello economico. La situazione, quindi, per l'Europa non è tra le migliori e, per tale ragione, credo che, sia il comparto azionario, sia quello obbligazionario rimarranno sotto pressione. In merito a quest'ultimo, se sino a prima della riunione della Bce si poteva pensare che si fosse prossimi a una fase di stabilizzazione dei tassi e che il mercato si potesse muovere in un trading-range abbastanza ampio, ma senza la volatilità che lo ha caratterizzato nel 2022, post incontro il quadro è mutato. Con curve dei rendimenti piatte o inclinate negativamente

(la curva dei rendimenti è invertita in Germania) e una banca centrale che continua ad alzare, le prospettive per i bond europei non sono rosee».

#### **Che cosa vi aspettate nella prima parte del 2023?**

«Ci attendiamo un primo semestre volatile e poi credo che bisognerà prendere in considerazione l'evoluzione del contesto globale per potere delineare le strategie per la seconda parte dell'anno. E i quesiti sono diversi. Che cosa farà la Fed? Se la Fed fermasse i rialzi e la Bce continuasse, come reagirebbero i mercati? Sono domande aperte

che impongono uno stretto monitoraggio della situazione per valutare le diverse ricadute. Per noi la recessione è un reset, che porta le banche centrali a interrompere le politiche restrittive, nonostante i tassi di interesse rimangano a un livello elevato. Ma è proprio da qui che si può ripartire, anche in termini di performance dell'azionario. È probabile che, per i mercati finanziari, la seconda parte del 2023 risulti migliore della prima, dove penso prevarrà la cautela. Se dobbiamo guardare all'equity in termini settoriali, ci aspettiamo che, in presenza di volatilità, quelli più difensivi, in termini relativi, possano fare meglio: dal finanziario (con ovviamente il caveat che, se è vero che c'è spazio di miglioramento dei margini per i tassi in salita, c'è anche il rischio di deterioramento degli impieghi a causa del rallentamento economico) alle utility, dalla sanità all'energia. La componente growth rimarrà ancora vulnerabile, visto l'impatto negativo esercitato dai tassi in rialzo. Per quanto riguarda il mercato del reddito fisso, suggeriamo duration corta (soprattutto in Europa), strategie di relative value, preferenza per la componente governativa core e per quella corporate di qualità elevata».

### **In questa situazione molto complicata per l'Europa, gli investimenti Esg possono rappresentare un'opportunità interessante?**

«Credo che nella prima parte del 2023, soprattutto per quanto riguarda il mercato azionario e in particolare quello europeo, ci troveremo ancora di fronte a una fase di ricerca di stabilizzazione che riguarderà tutti i titoli. E la stessa affermazione vale anche per il mercato obbligazionario. Le opportunità, per entrambe le asset class, potrebbero emergere, ma non nelle attuali condizioni e non perché si applicano criteri Esg o un approccio Sri agli investimenti. Il vero punto di domanda è dove si fermeranno i tassi di interesse e, successivamente, che cosa succederà alla crescita. I green bond hanno fatto male quest'anno non per la loro connotazione, bensì perché sono strumenti solitamente caratterizzati da una duration lunga, maggiore della componente governativa tradizionale, che li ha penalizzati. Anche il cosiddetto greenium (ovvero il premio che si paga per un'obbligazione sostenibile rispetto a un'altra non-green) è venuto un po' meno, ma ciò per le particolari situazioni del mercato. Lo stesso ammontare di emissioni green-bond

è stato inferiore rispetto al 2021, ma la spiegazione va forse ricercata in un contesto di tassi al rialzo, nel quale le condizioni non risultano favorevoli per un investitore in titoli con scadenza 2040-2045. Perciò, se le attese sono per una Bce che continuerà ad alzare i tassi, questo comparto è destinato a sottoperformare, anche se l'adozione di criteri Esg o Sri aiuta certamente a identificare titoli di qualità più elevata».

### **Quindi il tema non è che non piacciono più i prodotti Esg?**

«Esatto. È il contesto di mercato che non li favorisce, sia in ambito obbligazionario, come si è argomentato, sia in quello azionario, dove il migliore settore in termini di performance è stato quello energetico. Quando ci sarà il reset del mercato, l'approccio Esg tornerà a riemergere, in particolare in Europa, dove così tanta importanza viene data alla transizione energetica. Inoltre, va fatta una considerazione di fondo, quando si parla di investimenti sostenibili: è un approccio che viene scelto per il suo valore intrinseco o per le aspettative di performance? Teoricamente le due cose dovrebbero essere correlate, ma non sempre le condizioni di mercato lo permettono, soprattutto se si prendono in considerazione archi di tempo molto limitati. Infine, aggiungerei che, per alcune tipologie di investimento, un minimo di premio deve essere offerto».

### **Il quadro normativo in materia di prodotti sostenibili ha generato qualche impasse?**

«La sua continua evoluzione non facilita le classificazioni degli investimenti per tipologia in base alla normativa e lo si vede, come è avvenuto di recente nella riattribuzione a categorie di appartenenza di alcuni fondi. Penso che, a livello normativo, debbano essere fatte alcune precisazioni importanti. Comunque, a nostro parere, le prospettive per questa tipologia di investimenti rimangono molto interessanti all'interno di un trend in crescita».

### **Stati Uniti: si sta cominciando a parlare di uscita dal tunnel. È vero?**

«Anche gli Stati Uniti vanno incontro a un rallentamento economico importante, ma il mercato del lavoro è molto sostenuto e in salute, anche se si cominciano a vedere alcuni dati macro non belli: le vendite al dettaglio di novembre sotto le attese, l'indice lsm in-

fiorire a 50 (livello al di sotto o al di sopra del quale si evidenzia se si è rispettivamente in fase di contrazione o di espansione economica) per la prima volta dal maggio 2020 (il punto più acuto della pandemia) e il mercato immobiliare in rallentamento. È probabile che ci sarà una recessione, anche se non lunga e profonda, anziché un soft landing, nonostante non sia quest'ultima un'ipotesi che il mercato esclude. Tuttavia, rispetto alla Bce, la Fed è più avanti per quanto riguarda il rialzo dei tassi e il mercato obbligazionario americano è in una fase di trading range e stabilizzazione da molto più tempo di quello europeo. Proprio per questo motivo, preferiamo il mercato del reddito fisso Usa rispetto a quello del Vecchio continente, nonostante la Fed abbia parlato di ulteriori rialzi, senza però condizionare troppo il mercato: il tasso terminale si è mosso dal 4,8% al 5,1% (dati del 21 dicembre 2022). Inoltre, anche all'interno dello stesso comitato della Fed (Fomc), i pareri sono dissimili, così come testimoniato dalla dispersione del dot plot, il grafico a punti che sintetizza le previsioni dei vari membri della banca centrale americana sulla traiettoria dei tassi d'interesse. Anche per gli Stati Uniti i tassi rimarranno alti per un periodo di tempo più lungo, con il primo taglio previsto a gennaio 2024, come indicato dalla curva forward, anche se la Fed dovrebbe fermarsi con gli aumenti a marzo 2023, mentre la Bce dovrebbe seguire nell'estate dello stesso anno. Il fatto che la Banca centrale americana sia prossima alla conclusione, aiuta i mercati. Se si guarda poi alla curva dei rendimenti, è sì invertita o piatta, ma il tratto 5-30 anni è prossimo alla re-inversione, un'indicazione che spesso viene guardata come segnale di recessione o di un forte indebolimento dell'economia. Noi ci attendiamo un dato importante di rallentamento del Pil americano già nel primo trimestre 2023».

### **Queste sue considerazioni implicano che l'area geografica di preferenza siano gli Stati Uniti?**

«Sì, sia come mercato obbligazionario, sia azionario. In termini di opportunità e di settori, direi che valgono le stesse considerazioni fatte per il mercato europeo e, anche in questo caso, la preferenza è per i value stock. Per quanto riguarda l'indice di riferimento, l'S&P 500, consigliamo di acquistare sulle eventuali correzioni e, a tale proposito, abbiamo anche identificato pos-



sibili livelli di ingresso: 3.850, 3.600 e 3.300. Sono livelli ipotetici, che non è detto siano raggiunti ma, se il mercato dovesse arrivare alla terza soglia indicata (non è il nostro scenario base), significherebbe che ha iniziato a scontare non più solo un rialzo dei tassi, ma una recessione degli utili aziendali. Una volta che anche ciò dovesse palesarsi, sarebbe un ulteriore segnale per la Fed di ripensare la propria politica monetaria. È proprio quando diventa evidente l'effetto del rialzo dei tassi sul tessuto economico che scatta, secondo noi, la fase di reset che, in quanto tale, segna la ripartenza in un nuovo contesto e l'inizio di una nuova fase: è un momento che riteniamo sia importante comprendere e cogliere. Sarà poi fondamentale vedere come andrà la prossima stagione degli utili americani (quarto trimestre 2022) che inizierà a gennaio 2023, perché è opportuno ricordare che, a oggi, la flessione degli indici azionari è ascrivibile soprattutto alla revisione dei multipli. Le indicazioni che emergeranno saranno importanti anche per capire meglio il contesto macro e quantificare la misura del rallentamento economico».

#### **Anche negli Stati Uniti l'Esg offre**

#### **opportunità interessanti?**

«Direi che valgono le stesse considerazioni fatte per il mercato europeo. In merito ai temi Esg e Sri, l'Europa è più avanti degli Stati Uniti. Certo, se l'America mostrasse la stessa sensibilità al tema presente nel Vecchio continente, a maggior ragione le prospettive di crescita in questo ambito riceverebbero un forte impulso e, di conseguenza, ne beneficerebbe anche la performance».

#### **La crisi della Cina si proietterà anche nell'anno prossimo?**

«Ritengo che un impulso significativo all'attività economica potrebbe derivare dalla revisione della politica di tolleranza zero nei confronti del Covid. Sembra che si stia andando verso un allentamento sempre più evidente delle restrizioni, fattore decisivo, viste le dimensioni del paese. Credo che il cambiamento sarà graduale, perché le aperture sono sempre più frequenti ma, poiché siamo in inverno, se i casi dovessero aumentare esponenzialmente non è escluso che ci possano essere alcune contromisure. Se questo mutamento della politica di gestione del Covid si concretizzasse, cambierebbero le prospettive di crescita, perché ci sarebbe-

ro impatti positivi sul settore immobiliare, sui consumi e sull'import-export. I vantaggi, per quanto riguarda i mercati finanziari, sono che, sia la politica monetaria, sia quella fiscale possono ancora essere accomodanti, una situazione quasi unica tra le più importanti economie globali. Il Pil dovrebbe passare, stando alle previsioni degli analisti, dal +3% per il 2022 al +4,5-5% per il 2023 e porterebbe anche a una stabilizzazione della valuta. Positive, perciò, le aspettative per il mercato azionario che, a differenza del 2022 in cui la Cina era vista soprattutto come un modo per diversificare il portafoglio, ora ritorna a essere considerata dal punto di vista dei fondamentali. L'obbligazionario, invece, come per tutto il mercato globale dei bond, sarà da approcciare attraverso strategie di relative value, non direzionali. Inoltre, in termini assoluti, i rendimenti non sono particolarmente allettanti, se si guarda al carry, tanto più se fossero paragonati a quelli americani, dove un Treasury a due anni rende oltre il 4%. Un aspetto, però, da non trascurare è il potenziale rafforzamento della divisa locale, soprattutto se l'economia ritornasse tonica».

#### **La Cina è uno dei paesi che si stanno maggiormente impegnando nella sostenibilità: questo fatto dà opportunità d'investimento?**

«Penso che le intenzioni della Cina a muoversi in tale direzione siano buone, anche perché ne va della sostenibilità del suo modello di crescita. Ci sono opportunità di investimento che vanno colte con un'attenta analisi, sia settoriale, sia di picking, soprattutto negli ambiti dove maggiore è l'impegno in questa direzione».

#### **Dopo un periodo molto difficile, si può pensare che stia cambiando qualcosa nei mercati emergenti?**

«La nostra view è che forse è ancora un po' presto, ma i mercati emergenti possono essere potenzialmente una chiamata per la seconda parte del 2023. Le motivazioni sono riconducibili al fatto che bisognerà vedere quando la Fed smetterà di alzare i tassi e come si comporterà l'economia americana. Storicamente, i bond dei paesi emergenti sovraperformano quando gli Usa entrano in recessione e il dollaro non si apprezza. In termini di paesi, abbiamo una preferenza per Brasile, Messico, Sud Africa e Corea del Sud».



# «Un miglioramento solo nella seconda parte del 2023»

a cura di Giuseppe Riccardi

Secondo **Vincent Chaigneau**, head of research di **Generali Insurance Asset Management**, che ha scritto l'outlook per il 2023, nella prima parte dell'anno appena iniziato non ci sarà molto di buono da aspettarsi: le banche centrali continueranno nella loro dura azione di contenimento dell'inflazione, i venti di recessione in tutte le maggiori economie saranno ancora presenti e i mercati, obbligazionari e azionari, dovranno soffrire non poco. È però possibile che ci si possa nuovamente aprire al rischio nella seconda parte dell'anno, anche se, probabilmente, per avere risultati positivi bisognerà attendere il 2024, che dovrebbe vedere i primi tagli ai tassi.

## Quali sono le prospettive per i mercati globali nel 2023?

«Se c'è un elemento che il nostro outlook

2022 aveva correttamente indicato, era il messaggio chiave nel titolo: "Bye-Bye beta". Come previsto, l'impennata dei rendimenti reali ha portato a un aumento della correlazione azioni-obbligazioni, un fattore negativo per la diversificazione. In effetti, il 2022 è stato in gran parte incentrato sulla politica monetaria, con l'inasprimento dei timori che ha spinto al ribasso i prezzi delle obbligazioni e delle azioni per circa tre trimestri, prima di diminuire nel quarto trimestre. I mercati guidati dalla politica monetaria tendono a vedere una correlazione positiva tra azioni e obbligazioni. È stato un anno orribile per il beta, certamente peggiore di quanto ci aspettassimo, poiché la guerra contro l'Ucraina ha deteriorato il mix crescita-inflazione. L'invasione da parte della Russia ha posto fine a due decenni geopolitici relativamente tranquilli e interrotto gravemente la catena



di approvvigionamento energetico, dopo che la pandemia di Covid aveva già esposto ai rischi associati alle interconnessioni commerciali globali. Anche dopo il rimbalzo del quarto trimestre, il 2022 è stato un anno negativo per i portafogli bilanciati».

#### **C'è speranza che questo trend cambi nel 2023?**

«Il 2023 sarà migliore. Almeno siamo convinti che la correlazione azioni-obbligazioni si ritirerà man mano che i rendimenti reali statunitensi a lungo termine si stabilizzeranno o addirittura diminuiranno, mentre cresceranno le forze di recessione. Resta

l'incertezza sul pivot della Fed, ma prevediamo ulteriori ribassi per la volatilità dei tassi con l'avvicinarsi della fine del ciclo di inasprimento. Sarà sufficiente per spingere ancora più in alto i prezzi delle attività di rischio? Non nel primo semestre 2023. Una maggiore attenzione ai profili ciclici, alla propensione al rischio o alla politica fiscale, piuttosto che alla politica monetaria, tende a ridurre le correlazioni. In questo caso, il consenso potrebbe non valutare adeguatamente il rischio di una recessione degli utili. Inizieremo, quindi, l'anno con una posizione difensiva nei confronti delle azioni e dei titoli ad alto rendimento, privilegiando Treasury e

credito globale investment grade. Probabilmente aumenteremo nuovamente il rischio nei portafogli più avanti nel corso dell'anno, una volta che la recessione statunitense sarà stata scontata meglio e ci avvicineremo ai tagli della Fed, potenzialmente nel quarto trimestre».

#### **L'Europa potrebbe risentire più di altre aree del peggioramento dello scenario economico: il 2023 sarà davvero un anno molto pesante per il Vecchio Continente?**

«Finora l'attività economica dell'area euro ha tenuto bene. È cresciuta del +0,3% su base trimestrale nel terzo trimestre e i più recenti indicatori del sentiment hanno ancora mostrato segni di miglioramento, da livelli molto bassi. Il mercato del lavoro è rimasto solido e la fiducia dei consumatori ha toccato il fondo. Tuttavia, prevediamo una recessione entro la fine dell'anno: i prezzi dell'energia relativamente alti in Europa comporteranno uno svantaggio competitivo duraturo e l'inasprimento delle condizioni finanziarie sarà inevitabilmente negativo nel primo semestre. L'inflazione ostinatamente alta continua a frenare l'attività. Mentre il tasso di inflazione del 10,6% di ottobre 2022 ha probabilmente segnato il picco, ci aspettiamo un calo piuttosto lento, con una media ancora al 6,0% nel 2023, dopo l'8,5% nel 2022. È importante sottolineare che l'inflazione di fondo si dimostrerà vischiosa ma, per i consumatori, gli aumenti salariali non la compenseranno completamente, mentre un mercato del lavoro in deterioramento intaccherà anche il reddito reale. I consumi sono ancora sostenuti dall'impiego di risparmi in eccesso legati alla pandemia. Ma non sappiamo sino a che punto possa proseguire nel 2023».

#### **In questo contesto, come si muoverà la Bce?**

«La Bce alzerà ulteriormente i tassi in territorio restrittivo fino a un massimo di almeno il 3% nel primo trimestre e li manterrà a questo livello fino alla fine dell'anno. I rischi sono inclinati verso un picco ancora più elevato. Inoltre, la Bce ha già annunciato che inizierà a ridurre lo stock di attività acquistate (App) da marzo in poi. La stretta quantitativa (Qt) è già iniziata attraverso i rimborsi dei prestiti della Bce alle banche (Tltro). Di conseguenza, le condizioni di finanziamento peggioreranno ulteriormente. Tutto sommato, prevediamo



mo una recessione nella metà dell'inverno 2022/23 e vediamo l'economia riprendersi solo moderatamente in seguito, cosicché la produzione si ridurrà del -0,1% nel 2023».

### **Guardando ai mercati azionari globali, e in particolare a quello europeo, qual è il suo punto di vista?**

«Manteniamo una visione negativa per il primo semestre, poiché le complesse condizioni economiche esercitano un freno sulle valutazioni e, soprattutto, sulle aspettative di utili. I profitti dovrebbero diminuire nel 2023, elemento che il consenso non riesce a valutare. La nostra visione a 12 mesi è più favorevole: vediamo un potenziale rendimento totale positivo, intorno al +3% per gli Stati Uniti e al 5% per l'Unione Europea, un po' di più per Giappone, Regno Unito e mercati emergenti. In primo luogo, la crescita degli utili dovrebbe rimbalzare nel 2024 e il mercato sarà sempre più incline a scontare questa crescita nella seconda metà del 2023. In secondo luogo, i target P/E sono già coerenti con le nostre proiezioni di Pil, utili, spread creditizi e inflazione per il 2023-2024. In terzo luogo, le prospettive di una svolta della Fed nel corso dell'anno (Q4) sosterranno il sentiment. Per quanto riguarda i settori europei, manteniamo un'allocatione equilibrata, poiché i segnali rimangono contrastanti: il segmento value sembra neutrale rispetto al growth e i titoli ciclici appaiono ipercomprati dopo il rimbalzo del quarto trimestre. Abbiamo una posizione di overweight verso banche, beni strumentali, finanziari, alimentare, trasporti e software, e di underweight, invece, verso media, servizi commerciali e professionali e retail».

### **In questa situazione molto complicata per l'Europa, gli investimenti Esg possono ancora rappresentare un'opportunità interessante dopo un 2022 difficile?**

«Un punto di partenza interessante viene da un'analisi, che abbiamo pubblicato di recente, intitolata: "Le aziende in ritardo sotto i profili Esg tendono a sovraperformare". Mentre gli indici tradizionali ed Esg sembrano abbastanza simili, sia in termini di rendimento totale, sia di indice di Sharpe, è diverso per i singoli titoli. Ci siamo chiesti: il livello e lo slancio del punteggio Esg di una singola società determinano la performance relativa? Per rispondere a questa domanda, abbiamo esaminato il rendimento derivante dal miglioramento delle

società "ritardatarie Esg" tra le 400 maggiori società quotate europee negli ultimi 10 anni. Abbiamo così verificato se vi fosse una sovraperformance generata da un aumento dei punteggi Esg di società con rating Esg basso e molto basso. E abbiamo scoperto che combinare l'attuale punteggio Esg e il suo slancio può essere una strategia vincente. Le società con un profilo Esg basso, ma in miglioramento, tendono a sovraperformare il mercato e i rispettivi settori, anche se corrette per il relativo slancio di revisione dei profitti. Ciò può essere utile nella costruzione di portafogli, includendo, tra le altre, società che sono rimaste indietro nella scala dei punteggi Esg, ma che sono giudicate sulla strada giusta. Questo approccio dovrebbe anche prestare attenzione alle campagne degli investitori attivisti».

### **Potrebbe spiegare la crescente importanza degli investimenti attivisti Esg?**

«Lo screening azionario per identificare potenziali obiettivi di campagne da parte di investitori attivisti può generare sovraperformance. Gli investitori mirano a influenzare le politiche delle società tramite l'impegno diretto o attraverso i diritti di voto. Le campagne di player attivisti incentrate su questioni ambientali e sociali hanno guadagnato slancio, raddoppiando in proporzione alle campagne totali (dal 10% a quasi il 30%) negli ultimi cinque anni. Questa crescita è stata stimolata da tre tendenze principali: il riconoscimento dei profili Esg da parte degli investitori come motore per la creazione di valore, il passaggio al capitalismo degli stakeholder e la maggiore attenzione ai fattori sociali, che la pandemia ha amplificato. Le campagne incentrate su questioni sociali sono importanti e hanno registrato una solida crescita, soprattutto dal 2018. È quindi possibile implementare uno stock screening per identificare potenziali obiettivi per le campagne di attivisti, cercando di guadagnare dal miglioramento del punteggio. Un approccio di investimento attivo nei confronti dei "ritardatari Esg" ha il potenziale per creare una riduzione tangibile della loro impronta ecologica e sociale, generando al contempo una sovraperformance finanziaria».

### **Ritiene che l'inflazione colpirà di nuovo nel 2023?**

«L'inflazione scenderà, ma per le banche centrali la questione chiave è quanto velocemente i profili core scivoleranno verso il 2%.

Stiamo registrando una situazione che non si vedeva da più di 40 anni. Un esempio: le Pmi statunitensi sono molto pessimiste sulle prospettive del business globale, ma segnalano ancora carenze di manodopera. Questa situazione insolita probabilmente manterrà i salari e l'inflazione di fondo vischiosi più a lungo. Ciò implica che le banche centrali, e la Fed in particolare, non saranno così reattive come lo sono state storicamente nell'appoggiarsi alle forze della recessione».

### **Stati Uniti: si comincia a parlare di uscita dal tunnel. È vero? In quali settori?**

«Prevediamo una crescita negli Stati Uniti appena positiva (0,3%) nel 2023, con una leggera contrazione durante l'estate. Il raffreddarsi dell'attività economica, tra tassi di interesse più elevati e un contesto globale debole, riporterà l'inflazione su un percorso discendente, coerente con la conseguente moderazione dell'inflazione dei prezzi alla produzione. Tuttavia, prevediamo che l'inflazione Cpi core alla fine del 2023 superi leggermente il 3% su base annua. Proseguirà la contrazione nelle parti più sensibili ai tassi dell'economia, come le costruzioni, mentre gli investimenti non residenziali si attenueranno e la crescita dei consumi scenderà dal 3% nel 2022 a circa lo 0,7%. L'ampio ammontare di risparmi accumulati durante la pandemia si sta riducendo rapidamente, con il tasso di risparmio sceso al minimo storico del 2,5%. Il mercato del lavoro sarà cruciale: nella seconda metà del 2022 le opportunità di lavoro sono diminuite, ma la disoccupazione è rimasta bassa, in linea con il piano della Fed di un atterraggio morbido. Eppure, finora il mercato del lavoro rimane teso, con quasi 1,8 offerte d'impiego per disoccupato. È necessario un calo più significativo della disponibilità di lavoro per moderare la crescita dei salari: sarà difficile da realizzare senza un aumento del tasso di disoccupazione. La previsione del 4,4% di fine anno 2023 pubblicata dalla Fed sembra troppo rosea: prevediamo che superi invece il 5%».

### **La Fed è tra le banche centrali che hanno lottato più duramente contro l'inflazione. Pensa che vedremo risultati coerenti nel corso dell'anno?**

«La Fed continuerà in questa traiettoria nel primo trimestre del 2023, fino a picchi del 5% o più. È improbabile che la Banca centra-

le Usa inverta rapidamente la sua politica, tuttavia intravediamo buone possibilità di svolta nel quarto trimestre. La lieve recessione e il calo dell'inflazione dovrebbero convincere la Federal Reserve a tagliare i tassi di 50 punti base nel quarto trimestre. I rischi per le prospettive di crescita sono fortemente orientati al ribasso, poiché l'impatto economico della stretta monetaria potrebbe rivelarsi più dannoso, fatto che dovrebbe innescare una fine anticipata del Qt nel 2023 (invece che a metà del 2024) e tagli dei tassi più profondi nel 2024».

### **Guardando ai mercati del credito, che cosa dobbiamo aspettarci dopo un 2022 complesso?**

«Il 2022 è stato storicamente l'anno peggiore nella performance del rendimento totale investment grade (Ig) in euro, consentendo al 2023 di iniziare su livelli più interessanti. Le metriche di valutazione nell'universo del credito stanno attualmente mostrando che lo spazio Ig europeo è il più economico rispetto a Ig Usa e high yield, sia Ue, sia statunitense. Poiché anche i tassi dovrebbero essere più stabili, il carry dello spazio Ig unito a default storici estremamente bassi dovrebbe aiutare a stabilizzare i flussi. Nel segmento Hy il quadro sarà probabilmente più impegnativo, con gli spread che non valutano correttamente i rischi di recessione. L'offerta è stata quasi inesistente nel 2022, il che costringerà le società Hy a emettere di più nel 2023 in un contesto di mercato difficile.

### **E l'obbligazionario green?**

«Una tendenza che continuerà il prossimo anno è la quota crescente di finanziamento sostenibile, che potrebbe arrivare fino al 40% nelle emissioni Ig. Ciò include obbligazioni ecosostenibili, sostenibili sotto il profilo sociale e ancora sustainability-linked. La Bce ha appena iniziato a orientare i suoi acquisti societari in base a criteri climatici. Sebbene questo sia un passaggio cruciale per la Banca Centrale Europea, il fatto che la stretta quantitativa si stia avvicinando rapidamente, diminuendo i reinvestimenti nell'App, ridurrà l'impatto sul mercato inizialmente previsto. Detto ciò, poiché la maggior parte degli investitori privati sta tentando in concomitanza di migliorare l'impronta di carbonio del proprio portafoglio, ci aspettiamo che la componente "E" dei punteggi Esg confluisca ulteriormente nelle valutazioni del mercato del credi-



to, soprattutto nei settori più inquinanti (energia, servizi di pubblica utilità)».

### **Dopo un periodo molto difficile per gli emergenti, è possibile pensare che qualcosa stia cambiando? Ci sono paesi che possono essere considerati più interessanti?**

«Dopo l'anno peggiore per gli asset dei mercati emergenti dal 1994, le prospettive saranno molto più costruttive nel 2023, con un rendimento totale a una cifra elevata per il credito sovrano, un livello vicino alla media di lungo termine. Le valutazioni sono in media eque, i rendimenti dei Treasury hanno probabilmente raggiunto il picco e la Cina è sulla buona strada per riaprire. Il rendimento positivo, però, non significa che tutti i rischi sono stati cancellati. Permangono diversi venti contrari, ma il punto di partenza è decisamente migliore e il reddito fisso emergente dovrebbe beneficiare pienamente del lento calo dei rendimenti statunitensi e del dollaro Usa. Un significativo effetto di duration negativo ha essenzialmente guidato la

sottoperformance dei mercati emergenti nel 2022, mentre gli spread selezionati si sono addirittura ridotti per i paesi con rating più elevato. Anche in un contesto di tassi stabili senza variazioni dello spread, il rendimento totale sarebbe vicino al 6-7%, grazie all'elevato carry. Il yield-to-worst è vicino al suo livello più alto dal 2009, fornendo un ampio cuscinetto a vari venti contrari, sia per i titoli Hy, sia per l'Ig. Il rischio principale per il 2023 risiede in una recessione più profonda negli Stati Uniti e in Europa, che a nostro avviso porterà a spread emergenti più ampi. Ma, su base relativa, riteniamo che le valutazioni dei mercati emergenti siano generalmente interessanti. È difficile credere in un'ampia compressione degli spread dei mercati emergenti o in un'ampia sovraperformance azionaria dei titoli emerging prima che ci avviciniamo ai tagli dei tassi della Fed, ma la valutazione fa sì che l'asset class debba essere considerata come una scommessa anticipata per coloro che sono disposti a posizionarsi in anticipo verso la riapertura della Cina e un pivot della Fed».

**ALESSANDRO CAPECCIA**  
RESPONSABILE INVESTIMENTI  
FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SGR

CONSULENTI &  
RETI

# «Una recessione di modesta entità»

a cura di **Alessandro Secciani**

Secondo la visione di **Alessandro Capecchia**, responsabile investimenti di **Fideuram Asset Management Sgr**, lo scenario più probabile è che si verifichi, sia in Europa, sia negli Stati Uniti, una recessione relativamente modesta, non in grado, perciò, di fare troppo male all'economia e ai mercati finanziari. Certamente, in un contesto di questo genere, l'azione delle banche centrali sarà fondamentale, soprattutto se il rialzo dei tassi cessasse verso la metà dell'anno.

Sentiment sostanzialmente positivo, invece, sulla Cina e diversi altri paesi emergenti: la Repubblica Popolare dovrebbe essere da una parte avvantaggiata dal fatto che non ha particolari problemi di inflazione e che sta proseguendo una forte politica fiscale e monetaria, dall'altra dallo stop alla politica zero-Covid. Quanto agli emergenti, la fine del rally del dollaro dovrebbe costituire un

elemento molto positivo. E India e Messico dovrebbero essere i paesi più avvantaggiati.

**L'Europa è davvero in crisi profonda? Il 2023 sarà ancora un anno molto difficile?**

«Il nostro scenario centrale incorpora da mesi una recessione di modesta entità, sia negli Usa, sia in Europa, dove la contrazione del Pil dovrebbe essere iniziata già nell'ultimo trimestre del 2022. Per capire l'andamento dei mercati nell'area euro, come negli Usa, sarà determinante la traiettoria di discesa dell'inflazione prevista graduale nel corso del 2023. Nel contempo, la ripresa economica in Cina potrebbe avere effetti positivi significativi già dalla primavera con ripercussioni positive anche in Europa. In sostanza, ci attendiamo una riduzione del Pil inferiore all'1%, valori ampiamente attesi e scontati dal mercato





azionario. Sui bond il tema principale è legato alla crescita dei prezzi; la stabilizzazione della componente energetica dovrebbe riflettersi in una graduale discesa dell'inflazione e portare a una minore volatilità sulle obbligazioni governative europee. Ci attendiamo che la Bce prosegua con aumenti dei tassi ufficiali solo nel primo semestre a fronte del deterioramento della congiuntura e con i primi dati di rallentamento dell'inflazione. Rimane, tuttavia, uno scenario incerto con una probabilità, secondo noi bassa, ma non nulla, che vede una recessione più acuta indotta da un'attività di restringimento monetario più corposo da parte della Bce e caratterizzato

da ribassi dei corsi azionari e obbligazionari dell'area euro con un ritorno sui livelli dello scorso autunno».

#### **Quindi una scarsa propensione al rischio.**

«L'Europa è l'area geografica dove le valutazioni sono inferiori, sia storicamente, sia per la presenza di rischi macro superiori ad altre zone; il riposizionamento nel corso dell'anno su attività di rischio dovrà comunque includere anche l'Europa, soprattutto nel caso di un'auspicata soluzione positiva della guerra in Ucraina, che genererebbe un ritorno degli investitori mondiali sull'area euro. La sovra-

performance dello scorso anno del Vecchio continente, rispetto agli Stati Uniti, ha ridotto la convenienza relativa dell'area, ma rimangono sacche di sottovalutazione interessanti anche in un contesto di modesta recessione come noi prevediamo. Sarà determinante il percorso dell'inflazione da un lato e le risposte della Banca centrale dall'altro. In uno scenario di discesa dei prezzi e di una Bce meno repressiva soprattutto nella seconda parte dell'anno, le condizioni per l'investimento in Europa dovrebbero via via migliorare e offrire ritorni interessanti. Al momento, riteniamo favorevole un posizionamento nelle obbligazioni societarie investment grade, che offrono spread interessanti rispetto al passato e dovrebbero garantire una maggiore tenuta anche in presenza di un rallentamento ciclico. Rimaniamo quindi costruttivi sul Vecchio continente, consapevoli che ci potranno essere opportunità da cogliere nei prossimi mesi».

#### **In questa situazione molto complicata per l'Europa, gli investimenti Esg possono rappresentare un'opportunità interessante?**

«Ormai la tematica Esg coinvolge la totalità degli strumenti di investimento nel risparmio gestito. Oggi più che mai, nella costruzione del portafoglio si tengono in considerazione tematiche Esg con particolare attenzione sull'iniziativa Net zero. Infatti, mentre da un lato le politiche e le regolamentazioni dei governi supportano la transizione energetica, dall'altro l'innovazione tecnologica favorisce l'impiego di energia pulita a condizioni sempre più economiche. Inoltre, la domanda dei consumatori, sempre più attenti verso i temi Esg, è fonte di incentivo per l'impegno e quindi per gli investimenti delle aziende. Come conseguenza generale, gli investitori tendono quindi a spostare ingenti capitali verso chi favorisce a condizioni migliori queste tendenze. Riteniamo che sia perciò più corretto parlare di opportunità su specifici temi di investimento, come ad esempio quelli legati alla transizione energetica. Il percorso a favore di fonti rinnovabili offre chiaramente opportunità legate agli investimenti di medio e lungo periodo previsti dai paesi più sviluppati. Questo fenomeno risulta ancora più evidente dopo che il settore dell'energia rinnovabile ha subito negli ultimi due anni forti correzioni dei multipli legati al rialzo dei tassi di interesse con un deciso ridimensionamento degli eccessi valutativi precedenti. Vanno

privilegiate quindi le aziende e i settori con la capacità di guidare la transizione ecologica con benefici per tutti gli stakeholder».

### **In questo campo, quanto contano gli aiuti governativi?**

«Sia l'Inflation reduction act negli Usa, sia il Green plan europeo, grazie a forti incentivi negli investimenti, favoriranno un'accelerazione della transizione energetica. Occorre, tuttavia, rimanere focalizzati su singole scelte di investimento, a causa della disomogeneità dei settori coinvolti e delle dispersioni ancora elevate in termini di valutazioni comparate. Il processo di selezione deve quindi riguardare non solo lo specifico tema di investimento, ma va amplificato, considerando tutti i settori investibili che beneficiano del percorso di transizione energetica e di riduzione delle emissioni. Bisogna puntrare su segmenti che sono contestualmente favoriti dalla tendenza di mutamento nelle preferenze dei consumatori e nelle modalità di spesa per investimenti. Nel processo di selezione, ovviamente, bisogna sempre fare coincidere quanto sopra citato con livelli attraenti di valutazioni, sia in assoluto, sia rispetto a titoli dello stesso settore di appartenenza».

### **Stati Uniti: si sta cominciando a parlare di uscita dal tunnel. È vero? Su quali comparti?**

«Come detto, ci attendiamo una recessione negli Usa moderata come entità e come durata. Il percorso di stabilizzazione dell'inflazione risulta tuttavia già bene avviato, pur con alcuni rischi ancora evidenti, soprattutto legati alla forza del mercato del lavoro. Nel 2023 ci aspettiamo tassi più stabili e probabilmente più bassi nell'ultima parte dell'anno. In questo contesto, l'investimento in attività di rischio americane dovrebbe beneficiarne. La crescita degli utili risulta tuttavia molto incerta e la revisione al ribasso delle stime è ancora in corso; malgrado ciò, l'elevata qualità delle società americane, nonostante le valutazioni superiori, e i rischi macroeconomici inferiori, rispetto ad altre aree geografiche, ci fanno mantenere l'esposizione all'area con possibili ulteriori acquisti sulla debolezza. In termini settoriali, preferiamo finanziari e semiconduttori. Per i primi, il rialzo dei tassi migliora la redditività, mentre lo scenario di recessione moderata non dovrebbe causare un marcato deterioramento della qualità del credito. Sulla tecnologia, preferiamo il tema dei semiconduttori, in quanto più avanti di al-

tri sub-settori tech nel percorso di revisione degli utili e di ribasso delle stime. I microchip offrono, inoltre, una migliore tenuta dei margini in seguito al processo di consolidamento settoriale. A nostro parere, il comparto del software americano, invece, non ha ancora raggiunto un livello di valutazione attraente. In questo segmento, la profittabilità presenta rischi superiori per la riduzione delle barriere all'entrata, grazie anche alla maggiore facilità di utilizzo del cloud che non richiede più necessariamente lo sviluppo di canali distributivi propri. In tema di diversificazione e di decorrelazione, riteniamo interessante anche il settore delle risorse energetiche più tradizionali. Mentre da un lato le inefficienze sul lato dell'offerta non sono risolte, dall'altro, la sostituzione del gas russo in Europa è un processo complesso che ha ripercussioni anche negli Usa».

### **Anche negli Usa l'Esg offre opportunità interessanti?**

«Quanto al tema Esg, ricordiamo che l'Inflation reduction act (Ira) è il più grande investimento pubblico sul cambiamento climatico e dovrebbe portare a una riduzione delle emissioni di gas serra del 40% rispetto ai livelli registrati nel 2005. Sono previsti investimenti totali di 270 miliardi di dollari, dei quali circa il 60% sulla produzione di energia pulita, il 12% sull'efficienza energetica pubblica e delle case e il 7% nel sostegno di progetti di agricoltura con minori impatti ambientali. Le opportunità sono quindi presenti, ma occorre sempre fare attenzione alla scelta del singolo investimento, poiché il macro tema da solo, pur se corretto a livello teorico e sospinto da trend cosiddetti secolari, può nascondere eccessi di ottimismo riflessi in valutazioni troppo elevate che possono portare a delusioni dell'investitore».

### **Quali sono i punti di forza della Cina?**

«Nel 2023 ci attendiamo una crescita sostenuta del Pil cinese, grazie alla riapertura e alla rimozione delle restrizioni degli ultimi anni. La ripresa sarà probabilmente più spostata tra il periodo estivo e quello autunnale. La politica monetaria e quella fiscale continueranno a fornire sostegno alla crescita, soprattutto nei primi mesi dell'anno. Tuttavia, una volta che l'economia si sarà ripresa, si dovrebbe assistere a una graduale normalizzazione della politica fiscale, più probabilmente nella seconda parte dell'anno. Il contesto in-

flazionistico rimane isolato rispetto al mondo occidentale con una nostra previsione di inflazione che rimane intorno al 2%, pur se con rischi di rialzo nel corso dell'anno legati all'entità della ripresa economica e soprattutto alla dinamica dei consumi. Negli ultimi due anni, è risultato elevato l'eccesso di risparmio con un effetto cumulato di oltre 4 mila Rmb pro capite. Questo elemento, la ripresa interna e il maggiore vigore dell'occupazione determineranno una più elevata crescita economica trainata da fattori quasi interamente interni. A fronte di un'ulteriore spinta verso la digitalizzazione di molti settori tradizionali, aumenteranno i consumi nelle grandi città e il sostegno a minori disuguaglianze (politica della cosiddetta common prosperity): ciò promuoverà i consumi anche nelle fasce meno abbienti della popolazione. Gli investimenti rimarranno stabili per la decelerazione di quelli in infrastrutture e nel manifatturiero, a fronte di un rimbalzo significativo dei consumi interni. Il settore immobiliare, che tanto aveva penalizzato l'economia nel 2022, dovrebbe stabilizzarsi. Sul mercato azionario, grazie alle prospettive di recupero del ciclo economico, ci attendiamo un miglioramento della dinamica degli utili e un'attenuazione dell'inasprimento regolamentare. L'aspetto della crescita degli utili acquista una maggiore rilevanza nell'attuale contesto. Dopo quanto accaduto lo scorso anno, riteniamo, infatti, più difficile che si possa assistere a un aumento nelle valutazioni (cosiddetto re-rating dei multipli azionari). La conduzione dirigistica e centralistica della Cina con predilezione verso aziende a partecipazione statale mette in posizione di debolezza gli azionisti di minoranza, aspetto ritenuto fondamentale per gli investitori istituzionali mondiali. Tuttavia, in un anno contraddistinto da stime di utili in contrazione nei listini occidentali, la ripresa economica e la crescita conseguente dei profitti per le società cinesi dovrebbe consentire al mercato una migliore tenuta, rispetto allo scorso esercizio. Riteniamo che questo investimento sia più in ottica tattica che strategica di lungo termine».

### **La Cina è uno dei paesi che si stanno maggiormente impegnando nella sostenibilità: questo fatto dà opportunità d'investimento?**

«Nel dettaglio siamo più propensi a selezionare investimenti nei comparti dei beni di consumo e nei finanziari. Non trascuriamo ovviamente le società che offrono tec-

nologie in grado di favorire l'efficientamento energetico, non solo a livello industriale, ma anche nel settore immobiliare e delle reti di trasporto dell'energia. Meno interessante rispetto agli ultimi anni, il mondo obbligazionario cinese per la minore convenienza a livello di rendimento atteso rispetto ai bond americani ed europei. Il vantaggio degli ultimi due anni in termini di differenziale di rendimento aveva giustificato, insieme all'inclusione negli indici globali, la preferenza per il reddito fisso cinese. Oggi questo vantaggio è svanito, pur mantenendo le caratteristiche di diversificazione rispetto ai paesi avanzati, grazie anche alla diversa dinamica ciclica e ai differenti interventi di politica economica».

**Emergenti: dopo un periodo molto difficile, si può pensare che stia cambiando qualcosa?**

«Il nostro scenario di base prevede la stabilizzazione dei tassi di interesse Usa e, di conseguenza, la fine del rafforzamento del dollaro nei confronti di tutte le altre valute,

fattore rilevante ai fini dell'andamento dei mercati emergenti. Il contesto emerging dovrebbe quindi offrire maggiori opportunità rispetto a quelle che sono state offerte nel corso del 2022. Gli shock derivanti dal conflitto in Ucraina, dal conseguente prezzo delle materie prime e dalle dinamiche inflattive a livello globale hanno avuto forti ricadute sulla performance dei mercati finanziari emergenti. Sul mercato obbligazionario, i rendimenti sono mediamente saliti, con maggiore movimento sul debito esterno rispetto a quello locale. Le valute in generale hanno registrato, un deprezzamento nei confronti del dollaro».

**Ci sono paesi che possono essere considerati più interessanti?**

«Tra i paesi che riteniamo più interessanti c'è ancora l'India, che rappresenta una delle storie più importanti all'interno del contesto degli emergenti. Il 2023 dovrebbe essere finalmente l'anno in cui i bond indiani entreranno a fare parte dei principali indici obbligazionari emergenti, in seguito alle recenti iniziative del-

le autorità locali verso una più ampia apertura dei mercati agli investitori esteri. L'inclusione negli indici dovrebbe portare a una più equilibrata gestione della bilancia dei pagamenti, con ricadute marginalmente positive sulle dinamiche della valuta e dei rendimenti. Oltre all'India, segnaliamo il Messico, che mostra una delle storie macroeconomiche più attraenti dell'universo emergente. Il paese è fortemente legato al processo economico degli Stati Uniti e sta mostrando una buona solidità delle dinamiche dei fondamentali rispetto agli shock che hanno interessato il 2022. Questi elementi dovrebbero perciò offrire una buona base per la dinamica degli spread del debito esterno, oltre che del comportamento della valuta in ottica di un dollaro più stabile. L'area dell'Europa centrale, composta da Polonia, Ungheria e Repubblica Ceca, è stata pesantemente penalizzata nel corso del 2022 dal conflitto in Ucraina e dalle politiche monetarie. Questi paesi, tuttavia, hanno mostrato un discreto andamento dei fondamentali macroeconomici e oggi offrono condizioni finanziarie molto interessanti. Le attese per l'azionario dei paesi emergenti sono fortemente influenzate dallo scenario per il mercato cinese. Come già affermato, la distensione della politica zero-Covid in Cina e la conseguente riapertura del paese potrebbero portare a una decisa accelerazione del processo di crescita, con evidenti ripercussioni positive sui paesi commercialmente più esposti (Corea del Sud, Sud-Est asiatico e America del Sud). Un'altra area di concreto potenziale interesse strategico per il mercato equity potrebbe essere i paesi del Golfo. Le dinamiche dei prezzi energetici hanno dato vita a una strutturale modifica positiva dei fondamentali, con notevoli ripercussioni sulle dinamiche fiscali e delle partite esterne. È plausibile attendersi che, in seguito ai forti flussi di capitali registrati negli ultimi mesi, questa area geografica possa essere quella dove si registrerà il più forte tasso di investimenti strutturali. Inoltre, i mercati dei paesi del Golfo potrebbero beneficiare anche di un contesto macroeconomico globale caratterizzato da una persistenza delle tensioni geopolitiche e delle possibili incidenze sul mercato delle materie prime. Le economie emergenti mostreranno, quindi, interessanti tassi di crescita con opportunità di investimento, sia sul lato obbligazionario, sia su quello azionario, ma, come sempre, occorre selezionare con attenzione gli investimenti graduandone soprattutto il rischio con acquisti distribuiti nel tempo».





# Podere Cavaga, la tradizione della Franciacorta

di Stefania Sala

**Podere Cavaga** è un luogo che racchiude la storia e la tradizione vitivinicola tipicamente italiana. Il ritmo e il respiro della natura sono i parametri che regolano la vita all'interno del podere, caratterizzata da ambienti dal design moderno per accogliere i momenti più belli.

### AGRIBIO

Un ambiente completamente immerso nella natura per godere appieno il nuovo concetto di accoglienza legato alla genuinità dei valori più profondi. Agribio è il luogo ideale per chi desidera rigenerarsi tra vigneti, bosco e servizi di altissima qualità firmati Cavaga.

Le 20 camere, la Spa interna e quella esterna, così come tutti gli spazi di Agribio, sono il frutto di una grande ricerca che mette al centro l'ospite e il suo bisogno di equilibrio. La semplice bellezza della natura incontra il design moderno e sofisticato di ambienti raccolti e intimi.

### CANTINA E VINO

Podere Cavaga gode della presenza costante di un venticello gentile che permette all'uva e alla vigna di mantenere le condizioni ideali per la crescita. Il bosco del Podere è la sua più alta espressione di ricerca della natura e la vinificazione in alpeggio il suo punto di forza.

### I VINI

La produzione vinicola è guidata da esperti cultori della tradizione vitivinicola

locale, della Franciacorta e internazionale: l'obiettivo è offrire la semplice genuinità della natura, utilizzando materie prime e trattamenti naturali, nel pieno rispetto del patrimonio vitinicolo per garantire prodotti capaci di regalare emozioni uniche.

I vini Podere Cavaga sono il risultato di una continua ricerca del piacere a opera dell'ambassador Andrea Mazzucchelli, appassionato cultore del mondo vitivinicolo e del benessere naturale. Un incontro tra la tradizione locale, quella della Franciacorta e quella internazionale delle eccellenze. I vini nascono e si caratterizzano infatti per l'influenza francese, della quale gli enologi Vanessa Verdoni e Fabio Bigolin hanno portato esperienza e conoscenza. Il risultato è un grande e vero ritorno alla natura.





**Instabilità dei mercati. Come leggere lo scenario attuale?**  
**ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER**

**FONDI&SICAV**

conoscere per investire al meglio

[www.fondiesicav.it](http://www.fondiesicav.it)

seguici



# INVESTI NEI LEADER DI DOMANI.

Di fronte a una grande sfida, si può scappare o adattarsi. Si può dare un contributo oppure si può scegliere un ruolo da protagonisti e guidare il cambiamento. Come fanno i veri leader.

Anche la sfida del clima ha i suoi. Sono aziende lungimiranti, impegnate in ambiziosi piani di decarbonizzazione per ridurre i costi economici e sociali del proprio impatto ambientale. E incoraggiano altri a seguirli.

Noi di Schroders selezioniamo le più promettenti opportunità d'investimento per poter scrivere un finale di successo per tutti. Per i nostri clienti e per il mondo intero.

**Scopri di più sui nostri fondi tematici su [schroders.it](https://www.schroders.it)**

OLTRE  
IL PROFITTO

Schroders

**Il capitale investito è soggetto a rischio.** Messaggio pubblicitario a fini promozionali. Le informazioni fornite non costituiscono un'offerta, né un invito all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Pubblicato da Schroder Investment Management (Europe) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Luxembourg. Registro Imprese Lussemburgo: B 37.799.