

FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 16 - numero 151 - febbraio 2023



IL RITORNO DEGLI EMERGENTI
FINTECH, IL FUTURO È ADESSO
ESG, NESSUN PASSO INDIETRO



BANCA
GENERALI
PRIVATE

M&CSATCHI



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, persegono 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.



UN BELLA RESPONSABILITÀ SUI CONSULENTI di Giuseppe Riccardi

Per un investitore c'è una scelta di fondo da compiere ogni volta che si presenta una recessione: attacco o difesa? In pratica, nel momento in cui si rischia di vedere i propri risparmi falcidiati dalla volatilità dei mercati e dall'incertezza sul futuro, è meglio puntare su beni rifugio come l'oro, gli immobili o valute considerate un porto sicuro, come il dollaro, oppure è preferibile adottare la tattica opposta: utilizzare almeno una parte del patrimonio per comprare a prezzi scontati asset che nel tempo sono destinati a risalire? È di certo un dilemma non facile da risolvere e ognuna delle due strade comporta forti rischi.

È stato probabilmente per farsi rispondere a questa domanda di fondo che centinaia di

migliaia di investitori in un anno tremendamente difficile come il 2022 si sono rivolti ai consulenti finanziari. I numeri definitivi non ci sono ancora, ma nonostante il periodo pessimo, sia per le obbligazioni, sia per le azioni, tutte le reti di collocamento di prodotti finanziari sono uscite da 12 mesi quasi trionfali. Anche se qualcuno descriveva i clienti arrabbiati e terrorizzati, la raccolta netta è stata largamente positiva per l'intero sistema e alcune società sono arrivate su livelli record, come si può leggere nell'inchiesta di Fondi&Sicav a pagina 72.

Al di là dei numeri, è stato un salto qualitativo enorme, che ha portato consulenti e banker a incrementare il ruolo di protagonisti del

mercato. Certo, in una fase come questa, si tratta di assumere un compito molto difficile, anche perché scegliere gli strumenti giusti sia per una strategia di difesa, sia per una d'attacco, non è facile. I vincitori di ieri non è detto che saranno gli stessi di domani. La borsa nel lungo termine fa guadagnare sempre, ma non tutti i settori e tutti i titoli. Alcuni entrano in un cono d'ombra e non è facile scegliere quelli giusti per il futuro. Indubbiamente una bella responsabilità sui consulenti. E l'ennesimo esame di maturità da superare.



RICORDIAMOCI DEI MUTUI SUBPRIME di Alessandro Secciani

C'era una volta il responsabile fidi delle filiali bancarie. Era di solito un signore molto scrupoloso, che esaminava con molto tempo a disposizione i dossier delle società o delle persone che chiedevano credito e solitamente lo concedeva, se lo concedeva, con estrema parsimonia e chiedendo sempre ampie garanzie reali. C'è da dire che, nonostante questa quasi maniacale prassi, le banche nei decenni passati hanno spesso dovuto mettere a bilancio enormi sofferenze, che hanno talora messo in di-

scussione la loro stessa sopravvivenza. Bene, oggi quel modo di lavorare sembra quasi "Piccolo mondo antico": tutto cambierà con la fintech. I tempi di erogazione sono destinati a diventare velocissimi, le indagini sugli aspiranti affidati, tramite la tecnologia e i big data, si concluderanno in certi casi in poche ore e sul mercato entreranno con il passo del vincitore nuove realtà hi-tech. In Italia sono già 630 le società fintech e sicutech che in pochi anni hanno iniziato a operare. Anche le vecchie tradizionali banche si stanno adeguando, adottando gli stessi metodi o acquistando aziende tecnologicamente avanzate.

Certo, è un enorme passo in avanti ed è

giusto che la modernità entri in un settore finora refrattario ai cambiamenti. Ma attenzione: il credito in un'economia avanzata che dovrà fare investimenti colossali è un elemento fondamentale. È sicuramente importante che la quantità di fidi aumenti, che le start up possano avere i capitali necessari per partire, ma anche la qualità del credito è altrettanto fondamentale. Siamo sicuri che l'intelligenza artificiale faccia meglio del vecchio responsabile fidi di provincia? Affidare capitali non è solo un problema matematico, ma richiede anche una profonda conoscenza delle persone e dell'economia. Ricordiamoci che la Grande crisi finanziaria è partita dai mutui subprime.

SOMMARIO

Numero 151
febbraio 2023
anno 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 Cavigioli,
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**
India, la forza del dividendo demografico
- 8** **OSSERVATORIO ASIA**
Giappone, il dilemma dell'inflazione

- 10** **FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE**
Adam Darling, investment manager, Jupiter Global High Yield Bond
High yield, solo aziende con bilanci forti

Maria Paola Toschi, executive director e market strategist, J.P. Morgan Asset Management
Buone notizie dall'inflazione



14 **EMERGENTI,
UNA REALTÀ
LONTANA
DAGLI STEREOTIPI**
Un ritorno di ottimismo
per quasi tutti

- 34** **AMUNDI**
«Uno scenario fragile, ma non recessivo»
- 36** **MARCO GIORGINO**
Il futuro è oggi
- 42** **GENERALI INVESTMENTS PARTNERS**
Ancora tanta cautela
- 45** **CARMIGNAC**
Rischio di ribasso contenuto sui mercati azionari
- 48** **BUSINESS INTELLIGENCE**
Un piccolo aiuto al Net zero

- 51** **FOCUS
SOSTENIBILITÀ**
Nessun passo indietro sugli Esg

- 60** **OSSERVATORIO RISCHIO**
Scegliere la giusta intelligenza artificiale
- 62** **OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA**
Est modus in trading
- 64** **LA FINANZA E LA LEGGE**
Le nuove guidelines dell'Eba

- 67** **CONSULENTI & RETI**
Matteo Benetti
«La forza della tradizione, la visione dell'innovazione»

- 72** **INCHIESTA**
Aumenta la voglia di consulenza
- 77** **SOSTENIBILITÀ: DALLA TEORIA ALLA PRATICA**
KMark, un'impronta sostenibile





ALLIANZ THEMATICA:

IDENTIFICARE I MOTORI DELLA CRESCITA DEL FUTURO

Morningstar Rating™



Classificazione SFDR*:

Articolo 8

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



Intelligent
Machines



Pet
Economy



Infrastructure



Digital
Life



Health
Tech



Next
Generation
Energy



Clean
Water &
Land

Scopri di più

it.allianzgi.com



Value. Shared.

Morningstar Fund Rating a dicembre 2022 relativi al fondo Allianz Thematica classe AT (USD), AT (EUR) e A (EUR), classi autorizzate alla commercializzazione in Italia. Una graduatoria, un rating o un premio ottenuti non sono indicativi dell'andamento dei rendimenti futuri e sono soggetti a variazioni nel tempo.

* CATEGORIA SFDR EU: <https://regulatory.allianzgi.com/it-IT/B2C/Italy-IT/funds/mutual-funds> -Informazione sulla categoria valida alla data di pubblicazione del documento. La decisione di investire nel fondo dovrebbe tenere conto di tutti i suoi obiettivi e le sue caratteristiche descritte nel relativo prospetto e nel documento contenente le informazioni chiave.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. Allianz Thematica è un comparto di Allianz Global Investors Fund SICAV, società d'investimento a capitale variabile di tipo aperto costituita ai sensi del diritto lussemburghese. Il valore delle classi di azioni del Comparto è soggetto ad una volatilità elevata. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le classi del comparto disponibili per la commercializzazione in Italia sono AT (USD) (LU191777945); AT (EUR) (LU1981791327); A (EUR) (LU1479563717); CT (EUR) (LU2547933452). Le spese correnti annue stimate per le suddette classi del comparto sono 1,95% per le classi A (EUR), AT (EUR) e AT (USD) e 2,70% per la classe CT (EUR). Il prospetto, i documenti istitutivi, gli ultimi rendiconti contabili e il documento delle Informazioni chiave per gli investitori in Italiano, nonché le commissioni ed i prezzi giornalieri delle azioni di ciascuna classe di ogni comparto sono disponibili gratuitamente sul sito www.allianzifondi.it. La società di gestione può decidere di porre fine alle disposizioni adottate per la commercializzazione dei suoi organismi di investimento collettivo in conformità alla regolamentazione applicabile in materia di denuncia. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.it, una società a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in italiano all'indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. Gennaio 2023, AdMaster 2689262.

Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il prospetto del fondo e il documento contenente le informazioni chiave prima di prendere una decisione finale di investimento.

Allianz 
Global Investors

India, la forza del dividendo demografico

a cura di **Mark William Lowe**

Secondo le previsioni delle Nazioni Unite, il 14 aprile 2023 il paese più popoloso del mondo non sarà più la Cina, ma l'India. La popolazione cinese sta raggiungendo il picco, mentre quella indiana continua a crescere e, sebbene si tratti solo di un fatto simbolico, il nuovo status dell'India diventa significativo, se si considera la demografia.

In termini pratici, ciò che conta è che l'India ha già un numero di persone in età lavorativa superiore a qualsiasi altro paese e la situazione è destinata a continuare. Si tratta del "dividendo demografico", in pratica uno scenario in cui un paese, soprattutto se in via di sviluppo, può beneficiare delle possibilità offerte dalla demografia in termini di crescita economica. Si prevede che l'aumento della popolazione dell'India continuerà almeno fino al 2050, con un picco nel prossimo decennio.

Ma l'India sarà in grado di sfruttare questa opportunità? È ancora da vedere, ma ciò che è già evidente è che Nuova Delhi ha compreso il significato di questo trend nel contesto dello sviluppo economico del paese. Ambizioni economiche a parte, i leader indiani saranno obbligati a fornire migliori opportunità di lavoro e, quindi, standard di vita più alti alla popolazione in rapida crescita. Attualmente, si stima che quasi il 90% dell'occupazione indiana sia informale: ciò significa che a quasi tutti i lavoratori non è garantito uno stipendio regolare e che vivono in uno stato di perenne insicurezza.

Un'altra considerazione importante è che esiste un enorme divario tra occupazione femminile e maschile: alcuni dati indicano che solo il 20% delle donne in età lavorativa ha un'occupazione. Ciò si spiega, in parte, con i loro livelli di istruzione più bassi: le ragazze sono scolarizzate, ma in molti casi non allo stesso livello delle loro controparti maschili. Inoltre, molti lavori, come i conducenti di autobus e di camion, i manovali, le figure professionali, come gli elettricisti e il personale d'ufficio, non sono

semplicemente aperti alle donne. Per affrontare questo squilibrio e guidare il paese verso la crescita economica, l'India deve affrontare cambiamenti massicci.

LA TRASFORMAZIONE ECONOMICA

L'India può diventare la prossima potenza industriale ed economica? Le indicazioni sono positive, in parte per volontà propria e in parte per il cambiamento della situazione globale, che vede un nu-



mero considerevole di aziende guardare all'India come alternativa alla Cina. Una rapida crescita del settore manifatturiero porterebbe una serie di vantaggi immediati, il più ovvio dei quali è affrontare

Ambizioni economiche a parte, i leader indiani saranno obbligati a fornire migliori opportunità di lavoro e, quindi, standard di vita più alti alla popolazione in rapida crescita. Attualmente, si stima che quasi il 90% dell'occupazione indiana sia informale: ciò significa che a quasi tutti i lavoratori non è garantito uno stipendio regolare e che vivono in uno stato di perenne insicurezza

lo squilibrio tra i livelli di occupazione maschile e femminile, di cui la Cina non soffre nella stessa misura per il semplice motivo che milioni di donne sono impiegate nelle fabbriche. Ad aggravare i problemi causati dall'enorme quantità di occupazione informale dell'India, sono i livelli di disoccupazione estremamente elevati, nonostante il paese goda attualmente dei benefici della crescita economica.

“MAKE IN INDIA”

L'ambizione principale del primo ministro, Narendra Modi, è trasformare l'India, da paese sinonimo di burocrazia e con ostacoli alla crescita economica, in una nazione sviluppata. A essere obiettivi, Modi ha già compiuto notevoli progressi e si sta avvicinando al punto in cui potrà affermare che l'India sta finalmente raggiungendo il suo potenziale economico. Il paese ha anche beneficiato dell'attuale clima geopolitico globale: numerosi importanti produttori stanno guardando oltre la Cina e, come alternative, i principali beneficiari saranno, probabilmente, l'India e il Vietnam. Aziende come Apple hanno iniziato a implementare una strategia “China-plus-one”, una decisione che non è determinata solo da considerazioni sulla catena di approvvigionamento, ma anche da preoccupazioni extra-economiche, prima fra tutte la possibilità di maggiori tensioni tra Stati Uniti e Cina.

Nel 2014, l'attuale primo ministro ha lanciato la campagna “Make in India”, un progetto incentrato sul rilancio dell'industria manifatturiera e sulla crescita economica attraverso incentivi e riforme. Uno degli obiettivi dichiarati era di fare sì che il settore manifatturiero raggiungesse il peso del 25% del Pil, ma, nonostante i notevoli progressi, questo obiettivo si è rivelato finora irraggiungibile. A sei anni dall'inizio della campagna, nel 2020 il settore manifatturiero rappresentava il 17,4% del Pil, un miglioramento rispetto al 15,3% registrato nel 2000, ma ancora lontano dal traguardo del 25% e, soprattutto, molto più indietro rispetto ai progressi del Vietnam nello stesso periodo. Per accelerare e raggiungere questo target, Modi dovrà risolvere una serie di ostacoli che ancora si frappongono al cammino verso un rapido sviluppo economico: sono necessari tagli alle imposte sulle imprese, devono essere individuati e introdotti maggiori incentivi all'espansione del settore manifatturiero, occorre che siano privatizzati i beni pubblici stagnanti che necessitano di una gestione moderna. Ma, soprattutto, deve essere revisionata la burocrazia indiana, in parte retaggio del dominio coloniale britannico.

GLI OSTACOLI ALLA CRESCITA

Sebbene il Centre for Economics and Business Research preveda che l'India sia sulla buona strada per diventare un'economia da 10 mila miliardi di dollari entro il 2035, gli analisti di Morgan Stanley sot-



tolineano che le cose potrebbero andare male, citando esempi come una recessione globale che colpisca duramente il paese, il potenziale di errori politici, le difficoltà nell'implementazione di strategie economiche e di crescita, la carenza di manodopera qualificata e, nonostante i recenti sforzi per assicurare le forniture di energia a condizioni vantaggiose, il pericolo di impennate dei prezzi energetici. Altre preoccupazioni sono le condizioni disastrose delle infrastrutture, la necessità di migliorare drasticamente i livelli di istruzione, la mancanza di formazione professionale e le questioni sanitarie: malattie, malnutrizione, grande scarsità di accesso ai servizi medici e livelli complessivamente scadenti di assistenza sanitaria rappresentano un ostacolo allo sviluppo.

Sono necessari anche maggiori investimenti esteri, ma la crescita esponenziale di quelli interni è estremamente significativa. I profitti vengono reinvestiti e la comunità imprenditoriale indiana sta vivendo un momento di raro ottimismo. La logistica deve essere considerata un motore della crescita: senza solide infrastrutture di trasporto, l'India non potrà raggiungere i suoi ambiziosi obiettivi e, quindi, è urgente investire molto di più. Le stesse preoccupazioni valgono per l'approvvigionamento energetico. Si stima che il fabbisogno dell'India aumenterà di quasi il 60% nel prossimo decennio, un incremento più che considerevole che richiederà investimenti massicci e immediati in questo settore, comprese le fonti rinnovabili, che saranno di particolare

importanza, poiché una capacità robusta e affidabile ridurrà la dipendenza dell'India dalle fonti estere e gli shock prodotti dalle impennate dei prezzi energetici.

CONCLUSIONI

Nonostante la miriade di problemi che devono ancora essere affrontati e risolti, l'India è sulla buona strada per diventare una nuova potenza globale. I produttori la sceglieranno come alternativa o come backup alla produzione in altri paesi, in parte a causa di preoccupazioni geopolitiche e di considerazioni sulla catena di approvvigionamento, ma anche per il fatto che, se le riforme necessarie saranno imminenti, l'India sarà in grado di offrire prezzi competitivi e un ambiente commerciale efficiente. Alcuni analisti stimano che il Pil pro capite dell'India sarà più che raddoppiato, raggiungendo 5.242 dollari entro il 2031. Inoltre, si prevede che il numero di famiglie della classe media salirà a quasi 165 milioni e che quelle ricche saranno quasi 25 milioni. Questa “Nuova India” sarà possibile grazie a obiettivi e traguardi interni, ma anche a un'impennata dell'offshoring strategico e del “friendshoring”.

L'emergente mondo multipolare gioverà enormemente allo sviluppo dell'India, infatti l'idea che il subcontinente diventi la prossima fabbrica del mondo è tutt'altro che una fantasia. Tuttavia, i vantaggi geopolitici vanno e vengono e Nuova Delhi farebbe bene a ricordarlo e a concentrarsi su una strategia di sviluppo solida, a lungo termine e che preveda una protezione contro gli shock esterni.

Giappone, il dilemma dell'inflazione

a cura di Pinuccia Parini

Il 14 febbraio il governo giapponese ha indicato il successore di Haruiko Kuroda alla carica di governatore della BoJ: è l'economista Kazuo Ueda. L'accademico ha fatto parte del board della BoJ dal 1998 al 2005.

«Un tempo l'America e l'Europa temevano il gigante economico giapponese proprio come oggi hanno paura della crescente potenza economica della Cina. Ma il Giappone che il mondo si aspettava non è mai arrivato. Alla fine degli anni '80, i giapponesi erano più ricchi degli americani. Ora guadagnano meno dei britannici» (rif: <https://www.bbc.com/news/world-asia-63830490>). Questo commento è del corrispondente dal Giappone della **Bbc, Rupert Wingfield-Hayes**. C'è forse del rammurco nel pensare a come siano andate deluse le aspettative nei confronti del paese che sembrava dovesse ospitare il futuro. Non è andata così, purtroppo, anche se la nazione continua a mantenere un certo fascino nei confronti di coloro che vi abitano o che vi hanno abitato e con tutte quelle peculiarità che ne hanno impedito il cambiamento, ma che contestualmente lo rendono unico. Il Giappone, negli anni, è rimasto il Giappone ed è forse proprio questo aspetto che esercita curiosità e cattura chi lo avvicina.

IL "VENTENNIO PERDUTO"

Negli anni '80, il Sol Levante emerse come potenza economica globale, ma lo scoppio della bolla immobiliare-finanziaria, agli inizi degli anni '90, ne pregiudicò il futuro. La grave crisi che ne seguì, con istituti di credito sommersi da crediti inesigibili, alcuni diventati insolventi, ebbe effetti consistenti anche sull'attività economica del paese. Si entrò così in quello che è passato alla storia come il "ventennio perduto", caratterizzato da una crescita contenuta e dalla deflazione. Tutti gli interventi governativi, con una serie di consistenti piani di stimolo fiscale, non produssero i risultati auspicati nel lungo



periodo e il Giappone continuò così a trovarsi in una situazione di incapacità a superare le conseguenze di quanto avvenuto negli anni '90. Il paese scivolò da un ruolo di protagonista nello scenario economico globale a quello di comprimario, sul quale si abbatterono, poi, sia la Grande crisi finanziaria, sia il terremoto del Giappone orientale, che misero a dura prova la resilienza della nazione.

Il "ventennio perduto" si concluse con l'avvento dell'Abenomics nel 2012, un piano di rilancio che veniva simbolicamente rappresentato dalle

"tre frecce" del programma di colui che ne era stato l'ideatore, il primo ministro Shinzo Abe. Esse erano: la politica monetaria, gli stimoli fiscali e le riforme strutturali. Se Abe ebbe successo nel centrare l'obiettivo con la sua prima freccia, con il sostegno della BoJ, incontrò però molte difficoltà a fare lo stesso con la terza e molti dei suoi ambiziosi piani rimangono tuttora irrealizzati. Lo scoppio, poi, della pandemia, nel 2020, costituì un'ulteriore battuta d'arresto per l'attività economica. Con quasi tre decenni di deficit di bilancio consecutivi, il debito pubblico è ora diventato circa il 240% del Pil.

UN PAESE VECCHIO

Questo è il contesto che fa da sfondo a un paese in rapida trasformazione demografica. Si

prevede che la popolazione giapponese in età lavorativa (15-64 anni) si ridurrà di oltre un terzo entro il 2060, con un conseguente calo significativo della forza lavoro. Un terzo dei giapponesi ha più di 60 anni e questo fatto rende il Sol Levante il più vecchio paese al mondo (età media 47,3 anni), dopo il principato di Monaco (età media 53,1). Entro lo stesso anno, la popolazione totale è prevista a 93 milioni, con una quota di anziani che salirà al 38% della popolazione, lasciando solo 1,3 persone in età lavorativa per ogni anziano. L'impatto della contrazione della

Il nuovo governatore dovrà affrontare scelte difficili e dare una risposta credibile alla comunità finanziaria e al governo su quale sia la migliore strategia per perseguire un'inflazione stabile al 2%, senza peggiorare le condizioni economiche del paese

forza lavoro sarà aggravato dal basso livello di produttività del Giappone, che è inferiore alla media dei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (Ocse). Ma l'invecchiamento demografico ha conseguenze non solo sul tessuto economico, ma anche su quello sociale e sui conti pubblici, con una pressione in aumento per la spesa e per l'assistenza sanitaria e pensionistica.

Per fare fronte a questo fenomeno, il Giappone ha aperto le porte ai lavoratori stranieri. Il programma 2019 per le competenze specifiche è stato un cambiamento epocale, ma il numero di coloro che vi hanno aderito finora è solo una frazione di ciò che ci si aspettava. A oggi, in Giappone, i cittadini stranieri sono solo il 3%, rispetto all'8,7% dell'Italia e al 15% del Regno Unito. La chiusura nei confronti di chi viene dall'estero sembra, in qualche modo, rimanere. Che cosa fare quindi per affrontare la questione dell'invecchiamento? Aumentare il tasso di fertilità potrebbe essere una strategia, ma comporta una riduzione dei costi della formazione scolastica e un aumento della spesa sociale destinata alle famiglie, cui devono essere aggiunte politiche che facilitino la partecipazione femminile al mondo del lavoro.

In questa direzione, i risultati raggiunti dalla "womentomics" sono da apprezzare: nel 2021 in Giappone l'84,1% degli uomini ha avuto un lavoro retribuito, rispetto al 71,5% delle donne (in Italia i valori sono, rispettivamente, 67,08% e 49,42%) in confronto a una media Ocse di 75,06% e 60,42% (rif. <https://www.oecdbetterlifeindex.org/countries/japan/>). Incoraggiare i lavoratori stranieri in Giappone e aumentare la fertilità aiuterebbero il paese a fare fronte alle pressioni demografiche, ma dovrebbero anche essere accompagnate da misure per aumentare la produttività e la partecipazione alla forza lavoro, in particolare tra le donne e gli anziani. (rif. <https://www.taylorfrancis.com/books/mono/10.4324/9781003094555/japanese-economy-randall-jones>). Inoltre, sono fondamentali il passaggio a sistemi occupazionali e salariali più flessibili, basati sul rendimento, piuttosto che sull'età, una parità di retribuzione a parità di lavoro e l'abolizione del pensionamento obbligatorio per aumentare l'età di accesso alla pensione. Un altro fattore che mitigherebbe gli effetti del trend demografico in atto è l'innovazione, che in Giappone, nonostante l'elevata intensità del R&S e il numero di brevetti, dovrebbe essere ulteriormente alimentata e migliorata.

I SALARI NON CRESCONO

All'interno di questo scenario del mondo del lavoro, manca però un tassello: le dinamiche salariali. Nel 2020, il mercato ha fatto registrare retribuzioni annuali reali di circa 39 mila dollari Usa, solo il 4% in più rispetto a 30 anni prima. Il tasso di disoccupazione lo scorso novembre è stato del 2,5% rispetto a una media Ocse che, a ottobre 2022, si è attestata al 4,9%.



Le condizioni generali continuano a mostrare forza, ma non è detto che le trattative salariali di primavera (shunto) possano portare a miglioramenti significativi. Attualmente, le condizioni del mercato sono tali da non produrre quell'aumento del 3%, auspicato dal governatore della Banca centrale giapponese (BoJ), per raggiungere l'obiettivo del 2% di inflazione. Il governo, guidato da Fumio Kishida, sta compiendo grandi sforzi per aumentare le retribuzioni e riqualificare la forza lavoro, tanto che è stato annunciato un pacchetto di stimoli economici che include anche incentivi alle imprese per aumentare i salari e contribuire a sostenere l'economia.

INFLAZIONE IN AUMENTO

Nel frattempo, l'inflazione ha toccato il 4% a dicembre 2022, il massimo da 41 anni, ma la BoJ continua a mantenere invariata la propria politica monetaria espansiva, insieme al controllo della curva dei rendimenti (Yield curve control-Ycc), iniziata nel 2016. Durante la prima metà del suo mandato, iniziato nel 2013, il governatore della BoJ, Haruhiko Kuroda, aveva condotto massicci acquisti di titoli allo scopo di fare scendere i tassi e sostenere l'economia giapponese: era lo scoccare della prima "freccia" della Abenomics. L'introduzione successiva della Ycc aveva visto l'attività della BoJ concentrarsi su questo obiettivo e finalizzare l'attività di acquisto titoli in tale direzione. A questo proposito, però, va forse detto che la Ycc ha anche provocato un mal funzionamento del sistema finanziario giapponese, poiché la Banca centrale, acquistando circa il 98% delle emissioni di bond pubblici, non ha consentito ad altre istituzioni finanziarie (fondi pensione, banche e asset manager) di ottimizzare la loro esposizione al mercato dei bond domestici, azzerando di fatto il funzionamento del mercato interbancario. La mutata situazione a livello globale e l'aumento generalizzato dei tassi d'interesse dello scorso anno hanno finito per lasciare il Giappone in un angolo, con lo yen in balia delle vendite del mercato. Ora l'andamento dei prezzi al consumo sta

generando preoccupazione nel paese, tanto che sono aumentate anche le pressioni politiche affinché la banca centrale modifichi le proprie posizioni. Un segnale, in questa direzione, era emerso in occasione dell'ultima riunione della BoJ a dicembre 2022, quando era stata presa la decisione di allargare la fascia di rendimento target per il titolo governativo decennale (Jgb) e il potenziamento della long term facility. Nel successivo incontro, tenutosi a gennaio di quest'anno, l'istituto di emissione ha tuttavia lasciato la politica monetaria invariata.

CAMBIO DELLA GUARDIA

Si è di fronte a un errore di gestione della politica monetaria? O forse il livello dell'inflazione core non è tale da destare particolare preoccupazione, soprattutto perché lo shunto non porterà ad alcun significativo aumento salariale? E ancora: sono leciti i continui inviti della politica a tenere sotto controllo l'inflazione?

Il mandato di Kuroda scade tra pochi mesi e il suo successore si troverà con un'eredità non facile da gestire. Lasciare la politica monetaria invariata, nella situazione attuale, non solo è dispendioso, ma non sembra che abbia avuto un effetto positivo per il mercato obbligazionario. Anche abbandonare il controllo della curva comporta, però, diversi rischi, visto che a livello globale si va verso un rallentamento economico e non è ancora chiaro quale sarà il risultato delle trattative salariali. L'obiettivo della politica monetaria ultra-espansiva era creare un circolo virtuoso nell'economia, attraverso l'aumento dei consumi e dei salari. In parte è stato raggiunto, ma non in modo sufficiente da irrobustire l'attività economica e la crescita del paese. Il nuovo governatore dovrà affrontare scelte difficili e dare una risposta credibile alla comunità finanziaria e al governo su quale sia la migliore strategia per perseguire un'inflazione stabile al 2%, senza peggiorare le condizioni economiche del paese. Toccherà però anche all'esecutivo e ai legislatori fare la loro parte e assumersi la responsabilità di realizzare le riforme strutturali necessarie al paese.

ADAM DARLING

INVESTMENT MANAGER

JUPITER GLOBAL HIGHYIELD BOND

High yield, solo aziende con bilanci forti

a cura di Boris Secciani

Qual è il vostro approccio in un'asset class complessa e variegata come quella degli high yield?

«A partire dalla Grande crisi finanziaria, tutti gli investitori hanno imparato a comprendere l'importanza della politica monetaria portata avanti dalle banche centrali. Questo concetto si è dimostrato particolarmente vero in un anno come il 2022, caratterizzato da un bear market intenso sull'obbligazionario. Nonostante ciò, però, gli high yield costituiscono un'asset class con migliaia e migliaia di emissioni, che obbediscono a fondamen-

tali specifici per ogni emittente, in quanto operano in settori diversi e con modelli di business alquanto variegati. Si tratta di un tipo di attività intermedio fra l'azionario e i government bond, nel quale influiscono, sia i cicli macroeconomici e dei tassi di interesse, sia le caratteristiche idiosincrasiche di ciascuna azienda. All'interno di un universo così vasto, noi ci concentriamo su 100-150 posizioni, scegliendole fra società solide e in grado di fare meglio dei concorrenti sul lungo periodo e di sopportare senza eccessivi danni le recessioni. In questa maniera, riusciamo a gene-



rare un buon livello di alfa lungo il ciclo economico».

Dopo un anno difficilissimo e con la prospettiva di una recessione globale alle porte, qual è la vostra view?

«I periodi di contrazione economica sono alquanto sgradevoli da gestire, ma possono costituire anche un'occasione unica per potersi posizionare a buoni prezzi su aziende solide. Per quanto riguarda il nostro portafoglio, noi abbiamo affrontato il 2022 già con un sottopeso sul rischio creditizio e una posizione sottopesata (rispetto al mercato high yield) sul rischio di tasso d'interesse. Era infatti chiaro che l'inflazione stava diventando un problema e che il complesso degli high yield, oltre che del credito in generale, a fronte di questo scenario era caratterizzato dai rendimenti più bassi e dagli spread più sottili in assoluto a livello storico. Dopo i cali dell'ultimo anno, siamo di fronte, invece, a un quadro decisamente diverso: basti pensare che il credito sotto l'investment grade è caratterizzato oggi da un yield-to-worst intorno al 10%. A livello storico quasi sempre ciò porta nei 12 mesi successivi a rendimenti positivi per l'asset class e nel 60% dei casi a un livello superiore alla doppia cifra».

Che cosa vi attendete a livello macro per i prossimi mesi?

«Anche se non è il nostro scenario, si potrebbe arrivare a un rapido calo dell'inflazione, che comunque riteniamo abbia già superato il proprio picco. È ragionevole pensare che la Federal Reserve opererà ancora uno-due rialzi, senza escludere l'evenienza che possa all'improvviso fermarsi. Purtroppo, le banche centrali, in particolare quella statunitense, sono state giustamente percepite come dietro la curva, al costante inseguimento di quanto succede nel sistema. Gli effetti dei rialzi dell'anno passato, però, si faranno pesantemente sentire in questo 2023, perché generalmente le conseguenze dell'innalzamento del costo del denaro si manifestano con tutta la loro forza 9-12 mesi dopo il loro varo. Ciò genererà conseguenze ancora per diverso tempo».

Possiamo approfondire un minimo questo discorso?

«Alzare i tassi di interesse è uno stru-

mento decisamente brutale, ma al tempo stesso effettivo per frenare l'inflazione, poiché produce diversi danni alla domanda in quasi ogni interstizio di economie, che, nel caso dell'Eurozona e del Regno Unito, probabilmente sono già in recessione. Il fenomeno è particolarmente veritiero alla fine di un'epoca come la nostra, nella quale gli asset finanziari sono saliti a livelli elevatissimi e si è fatto un uso liberale dell'indebitamento. È impossibile pensare, ad esempio, che un innalzamento del costo dei mutui dal 2% al 6%, come abbiamo visto negli Stati Uniti, non porti a conseguenze pesanti sull'economia. Basta dare un'occhiata ai titoli in ambito immobiliare, il cui rendimento è passato dal 2% al 20%, un livello compatibile con uno scenario distressed. Inoltre, con ogni probabilità la domanda dei consumatori verrà significativamente danneggiata, dato che i salari non stanno certo andando a coprire i maggiori oneri finanziari e il rialzo generale del costo della vita. Per questa ragione siamo molto cauti su nomi che operano in comparti ciclici come le catene di ristoranti, la chimica, gli industriali in generale e la grande distribuzione. Settori che, peraltro, hanno performato molto bene nel periodo di riapertura post-Covid prima del 2022».

Vi è oggi un forte rischio a causa degli eccessi a livello di leva degli ultimi anni?

«Complessivamente, il livello di leva non è oggi peggiore rispetto al 2007-2008, ma è cambiata in maniera profonda la struttura. Le banche, ad esempio, hanno reso molto più solidi i propri bilanci e la propria struttura patrimoniale. In compenso, è cresciuto il fenomeno delle zombie company, in gran

parte finanziate dall'industria dell'asset management, che si trova oggi con una concentrazione di rischi molto più elevata che in passato. È peraltro vero che, ad esempio nell'ambito del private equity, si è apparentemente evitato in buona misura di incorrere negli eccessi del passato, in termini di peso degli oneri finanziari rispetto all'Ebitda. Questa apparente disciplina si basava, però, su un costo del denaro che era molto basso. Di conseguenza, ci aspettiamo che quando molti prestiti e bond emessi ai picchi dell'espansione monetaria dovranno essere rifinanziati, in alcuni casi si andrà incontro a difficoltà».

Quali tempi e modi vi aspettate per questi sviluppi?

«Nel 2022 non c'erano molte obbligazioni in scadenza, ma già quest'anno la quantità sarà superiore con il picco che si raggiungerà nel 2024 e nel 2025. Non dovremmo assistere a un'esplosione dei tassi di default. Questi ultimi, però, molto probabilmente saliranno: mi aspetto a livello globale di vedere un tasso di insolvenze del 5-8%. È probabile che una simile evoluzione porterà a una forte dispersione in termini di rendimenti e volatilità, dal momento che diverse società si troveranno a dovere triplicare i propri esborsi per gli interessi sul debito. Per questa ragione, riteniamo che sia di cruciale importanza non essere esposti indiscriminatamente al rischio, bensì puntare su quelle aziende caratterizzate da bilanci forti e da una posizione competitiva tale da potere superare le fasi di recessione senza troppi patemi. Inoltre, è importantissimo comprendere i dettagli di ogni singola emissione, in particolar modo per quanto riguarda il grado di protezione degli obbligazionisti».



MARIA PAOLA TOSCHI

EXECUTIVE DIRECTOR E MARKET STRATEGIST

J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT

Buone notizie dall'inflazione

a cura di Pinuccia Parini

A che cosa ascriverebbe le performance positive dei mercati finanziari dell'ultimo periodo?

«Crediamo che il movimento che si è visto dall'inizio dell'anno sia da ascrivere soprattutto al tema inflazione. L'aumento dei prezzi è di nuovo in primo piano, perché ci sono segnali sempre più ampi che possa fare registrare un calo. Questa evidenza emerge soprattutto se si considera l'inflazione primaria (quella core è un po' più lenta e graduale), la cui evoluzione è significativa soprattutto per l'Europa, dove i prezzi dell'energia, in particolare del gas, stanno scendendo. A tutto ciò va aggiunta la riapertura della Cina, che ha implicazioni globali importanti, seppure in un contesto incerto

che, nel breve periodo, dovrebbero essere più disinflattive, visto il miglioramento delle strozzature nelle catene di approvvigionamento. Infine, ci sono indicazioni che le banche centrali potrebbero essere un po' meno aggressive nei loro rialzi, in particolar modo la Fed, che ha aumentato nell'ultimo meeting di soli 25 bps, mentre la Bce ha ritoccato di 50 bps».

Come si colloca, all'interno di questo scenario, il rischio di una recessione?

«Per il momento sembra che il contesto sia di un soft lending, con segnali di rallentamento, ma anche di forza, in particolare se si guarda al mercato del lavoro. Le richieste di sussidi negli Usa



rimangono ancora molto basse, nel Regno Unito i salari stanno aumentando e l'Europa ha un tasso di disoccupazione ai minimi storici, con contrattazioni in corso sugli aumenti delle retribuzioni, in particolare in Germania. Tuttavia, se il calo della bolletta energetica si materializzerà nei prossimi mesi, è probabile che cambi il contesto, in particolare quello politico, e si creino condizioni per minori richieste salariali e quindi minore rischio di una spirale salari-inflazione. Tutto ciò supporta la nostra idea che potremmo assistere a una recessione moderata e i mercati appaiono già posizionati in questo senso. Al momento, scontano un calo graduale d'inflazione che potrebbe indurre una politica monetaria più favorevole. Per quanto riguarda il quadro economico, vediamo un rallentamento alla fine di questo trimestre e nel successivo per effetto del rialzo dei tassi, le cui ricadute non si sono ancora completamente materializzate. La ripartenza, invece, dovrebbe avvenire nella seconda parte dell'anno, grazie anche alla Cina».

Cina come motore della ripresa?

«La ripresa dell'economia cinese, sempre che non ci siano rischi ulteriori legati alla diffusione del virus, è in netta contropendenza rispetto al resto del mondo. Essa genererà diversi effetti sulla catena globale e sull'inflazione, come già menzionato, con conseguenze positive sulla produttività e sulla domanda, legata non solo alle materie prime, ma anche ai consumi di beni che vengono in parte dall'Occidente».

Esclusa la Cina, il rallentamento delle economie avanzate toccherà anche quelle emergenti?

«Ritengo che non si possano ignorare gli effetti positivi che potrebbero essere generati dalla ripartenza cinese, visto l'importanza del paese negli scambi commerciali in Asia. È vero, però, che l'universo emergente è geograficamente ampio e include diverse regioni, con paesi che dipendono maggiormente dall'andamento delle materie prime, come è accaduto per alcuni stati dell'America Latina che, nel 2022, hanno beneficiato dall'aumento del petrolio e dell'energia in generale. Quest'anno, però, per questi paesi, se la bolletta energetica dovesse scendere,

lo scenario di mercato potrebbe essere meno favorevole, con significative ricadute sulla crescita».

Visto il recente recupero dei mercati obbligazionari, crede che si stia creando uno scollamento tra ciò che dicono le banche centrali e come reagiscono gli investitori?

«Vanno considerati due aspetti: strutturale e contingente. Il primo riguarda la fase di riprezzamento delle curve dei rendimenti che è avvenuta lo scorso anno e ha eliminato i rischi strutturali, cioè quella condizione di ipercomprato in cui erano precipitati i mercati obbligazionari per molti anni, conseguenza della forte azione delle banche centrali. Ora i rischi rimangono, ma sono ascrivibili ai fattori che guidano il reddito fisso, più legati alle aspettative degli investitori nei confronti dell'asset class che alle politiche monetarie. Si tratta, quindi, di guardare all'attuale fase congiunturale all'interno della quale il tema del calo dell'inflazione sarà cruciale, soprattutto per il mercato dei bond, se si traducesse in un atteggiamento più accomodante da parte delle banche centrali nella seconda metà dell'anno, periodo in cui potrebbe fermarsi l'aumento dei tassi. In sintesi, è possibile che si creino condizioni di mercato in cui impostare strategie che ritornino ai fondamentali, con l'obiettivo di generare valore, e considerino l'ampia gamma delle obbligazioni in funzione del grado di rischio. Secondo le nostre stime del Long Term Capital Market Assumption, molte classi di attivo del reddito fisso hanno livelli di tassi più elevati rispetto a quelli che noi consideriamo di equilibrio nel lungo termine per cui, se ci fosse ancora un periodo di aggiustamento, si creerebbe ancora più valore sui mercati obbligazionari. Inoltre, grazie alla presenza dei rendimenti attuali, gli investitori non sono obbligati ad aumentare l'esposizione azionaria, che era diventata l'unica asset class da cui potersi attendere dei guadagni. Oggi la logica di diversificazione, grazie al ritorno del rendimento delle obbligazioni, ha ripreso forza e ha una sua ragione d'essere».

In un contesto di possibile soft landing dell'economia, l'andamento degli utili è una spada di Damocle?

«C'è il rischio che gli utili aziendali pos-

sano essere rivisti al ribasso, intorno al 5-10%, anche se l'indicazione è approssimativa e si basa sulle osservazioni di periodi analoghi registrati in passato. Tuttavia, riteniamo che il calo dei mercati azionari sia stato più ampio e, alla fine, c'è un minimo di cuscinetto perché si riesca ad assorbire la discesa dei profitti senza significativi scossoni. Ciononostante, non sono da escludere periodi di aumento della volatilità in presenza di revisioni al ribasso. Da un sondaggio che abbiamo esaminato di recente e incluso nella nostra nuova guida ai mercati del primo trimestre, emerge che la percentuale degli economisti che stimano la recessione è la più alta da 50 anni a questa parte. È un dato che fa riflettere su quanto i mercati stiano già scontando l'evento e, per diretta conseguenza, la stessa considerazione può valere nei confronti degli utili aziendali. Inoltre, vista la crescita consistente di questi ultimi stimata per il 2024, non è escluso che già da quest'anno tali aspettative vengano prezzate dai corsi. Non va poi va dimenticato che nel 2022 le valutazioni dei mercati sono state ampiamente ridimensionate, rendendo i listini oggi meno vulnerabili rispetto alla situazione di inizio 2022».

L'ha sorpresa che, nell'ultimo periodo, l'Europa abbia fatto meglio degli Usa?

«Pensiamo che il fatto sia ascrivibile, ancora una volta, al tema energetico, che all'inizio era considerato un rischio molto elevato, preoccupante e catalizzatore di una forte recessione in Europa. Bisogna ammettere che l'Unione Europea ha reagito e agito prontamente per affrontare questo aspetto, attraverso la costituzione delle scorte e una diversificazione delle fonti di approvvigionamento, con l'adozione di una serie di misure che hanno agito come deterrente nei confronti della Russia e della stessa speculazione. Non solo, riteniamo che tutto ciò porterà a un'accelerazione del processo di transizione energetica che diventa impellente non solo per salvare il pianeta, ma per mettere l'Europa in sicurezza rendendola meno dipendente da un singolo fornitore come la Russia».

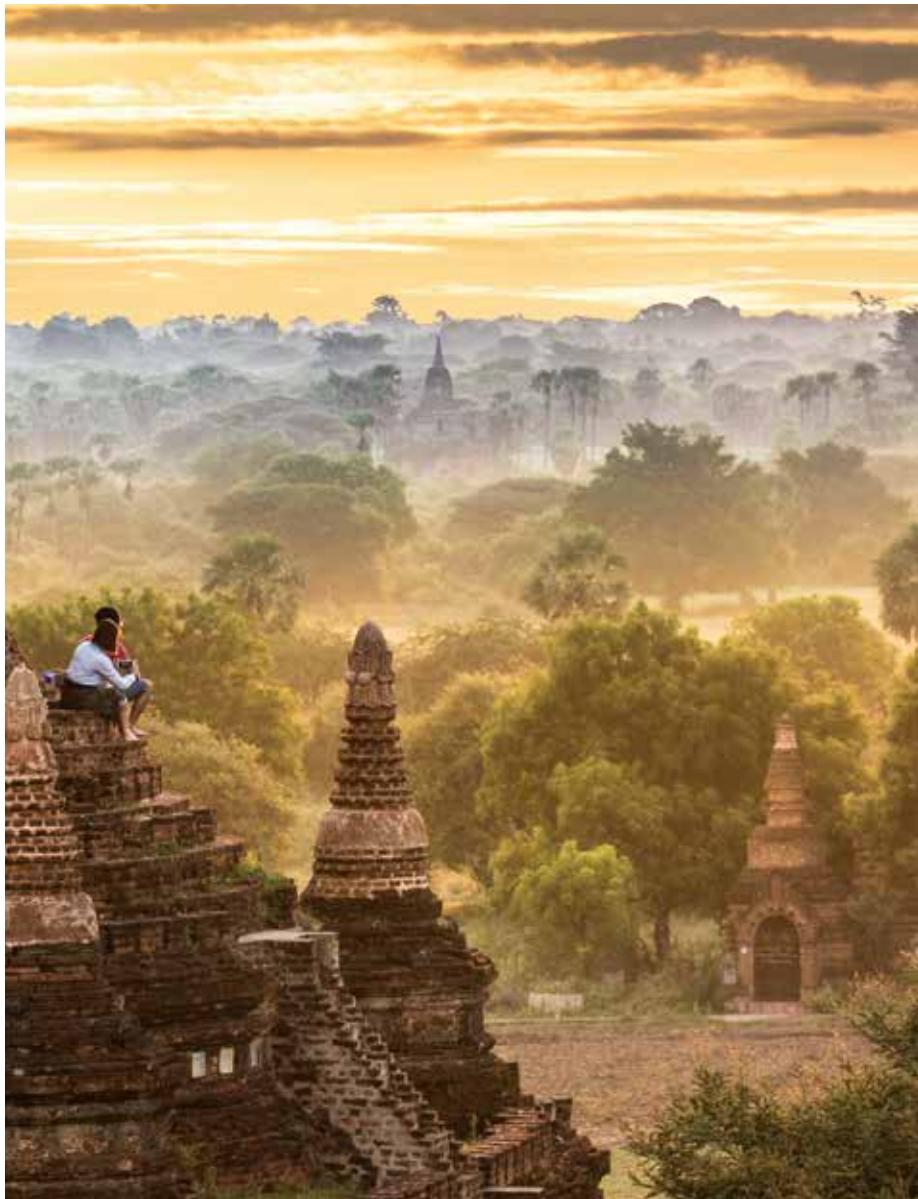
Un ritorno di ottimismo per quasi tutti

di Boris Secciani

Dopo un 2022 disastroso per il complesso dei paesi emergenti, l'anno in corso vede una discreta ripresa della positività. Innanzitutto, la maggior parte delle economie di questo vasto insieme presenta fondamentali molto migliori, in rapporto ad altri periodi di crisi. Inoltre, l'inflazione è quasi sempre molto più contenuta, rispetto alle aree sviluppate. Infine, la riapertura della Cina ha conseguenze favorevoli per tutta l'Asia e rappresenta un'opportunità di grande rilievo. Però, la ripresa non sarà uguale per tutti gli emerging, che in effetti costituiscono un gruppo estremamente diversificato. In questa logica, sembra avvantaggiato soprattutto il Sud-Est asiatico, mentre meno positiva appare la situazione per Corea e Taiwan. Previsioni sostanzialmente favorevoli anche per America Latina e India.

A una prima lettura, il 2022 del blocco delle nazioni emergenti appare semplicemente disastroso. Innanzitutto, perché una delle nazioni più rilevanti di questo insieme, ovviamente la Russia, si è ritrovata (almeno nel mondo occidentale) nel ruolo di paria internazionale a causa dell'invasione dell'Ucraina. In secondo luogo perché quella che è di gran lunga la maggiore potenza fuori dall'occidente, la Cina, fino a fine novembre ha vissuto in una realtà più simile ai primi mesi del 2021 che al quadro post-Covid al quale ci siamo abituati dalle nostre parti. Per quanto riguarda poi lo shock ai





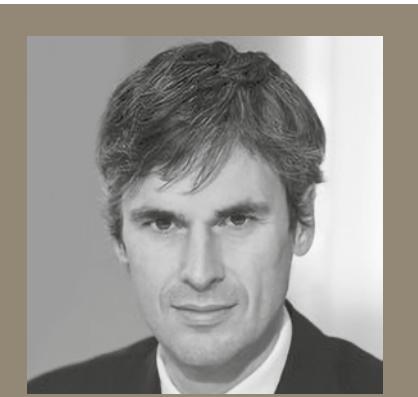
corsi delle materie prime registrato nei primi trimestri dell'anno passato, esso ha avuto un effetto speculare a seconda che si parli di paesi importatori o esportatori di risorse naturali. Tutti quanti, comunque, hanno dovuto gestire i danni derivanti dal super-dollaro, che è stato uno degli effetti precipui della politica monetaria della Fed più brutale da decenni.

Con il ritorno generale della propensione al rischio nell'ultimo quarto del 2022, però, il quadro è mutato non poco. Infatti, in questo primo trimestre del 2023 un certo ottimismo sembra, se non prevalere, quanto meno farsi strada. La ragione principale del rinnovato interesse per le economie in via di sviluppo risiede nella speranza che abbiano ormai lasciato alle spalle il grosso della spinta sui prezzi e quindi del giro di vite a livello di tassi. Storicamente, i momenti di inversione della politica monetaria statunitense hanno

sempre costituito un ottimo momento per incrementare la propria allocazione negli asset emergenti, anche se a una più accurata analisi si scopre che la realtà è più complessa, rispetto a una lettura semplicistica che vede un 2022 segnato da cali generalizzati ai quali dovrebbe fare seguito una ripresa altrettanto diffusa nei prossimi mesi.

UN'INFLAZIONE PIÙ CONTENUTA

Sicuramente, non mancano motivazioni ragionevoli per guardare al futuro con un certo ottimismo. Innanzitutto, globalmente i rischi di stagflazione dovrebbero essere alle spalle, con un deterioramento economico probabilmente meno apocalittico rispetto a quello che ci si attendeva fino a poco tempo fa. A questo giro di boa, poi, diverse nazioni a medio reddito arrivano in condizioni molto diverse rispetto al passato. I punti salienti di questo fenomeno



JIM LEAVISS
CIO public fixed income
M&G Investments



Alcuni dei principali paesi emergenti presentano fondamentali migliori rispetto al 2013, con avanzi delle partite correnti, deficit di bilancio più contenuti, maggiori riserve valutarie e valute più convenienti



sono ben sintetizzati da **Jim Leaviss**, CIO public fixed income di **M&G Investments**: «Alcuni dei principali paesi emergenti presentano fondamentali migliori rispetto al 2013, con avanzi delle partite correnti, deficit di bilancio più contenuti, maggiori riserve valutarie e valute più convenienti. Inoltre, a differenza dei precedenti cicli di rialzo, molte banche centrali emergenti hanno anticipato la Fed e dal 2021 si sono mosse per ritoccare i tassi in modo aggressivo, contribuendo ad aumentare i rendimenti interessanti per gli investitori». Il risultato è che, per la prima volta, l'inflazione nelle economie avanzate è risultata più elevata rispetto alle economie emergenti. Queste ul-

time, dunque, potrebbero apparire come vittime incolpevoli della solita scarsa razionalità di investitori privi di mezze misure nelle fasi di risk-off.

TANTE CONTRADDIZIONI

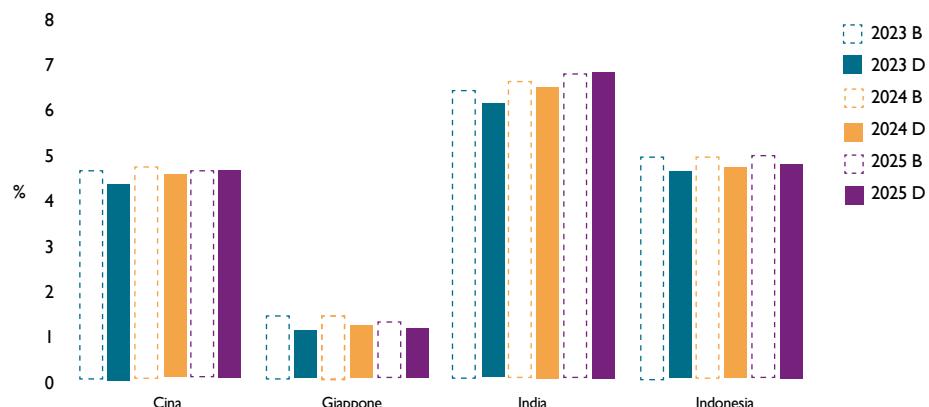
In realtà, la situazione è probabilmente meno lineare del quadro appena descritto. Al riguardo vale la pena partire da un interessante intervento di **Kunjal Gala**, head of global emerging markets di **Federated Hermes**: «Sebbene i mercati emergenti abbiano sotto- performato i paesi più ricchi nel 2022, l'andamento dell'universo degli emergenti depurato dal dato cinese è in linea con quello del mondo sviluppato. Mentre la Cina affronta le sue sfide così particolari, i mercati emergenti in generale hanno mostrato capacità di recupero, nonostante l'aumento dell'inflazione. Il 2022 è forse il primo anno nella storia recente in cui l'inflazione emerging market è stata inferiore a quella del mondo sviluppato. A causa di anni di politiche monetarie accomodanti, deficit fiscali crescenti, contrazione della forza lavoro e squilibri strutturali dovuti alle politiche di welfare, i mercati sviluppati hanno sempre mostrato una certa vulnerabilità».

Come si può notare, l'analisi di Gala evidenzia i punti di forza del macro-insieme emergente, le cui performance sono state distorte dall'anno per certi versi surreale che ha vissuto la Cina e, di riflesso, l'intero Far East. Al tempo stesso, sarebbe però un errore pensare che tutto il comprensorio delle asset class con l'etichetta di emerging costituisca un'occasione a prezzi stracciati: alcune aree di questo universo sono addirittura risultate sorprendentemente fra le star del 2022. Gli investitori, dunque, in realtà hanno operato con maggiore logica rispetto ai periodi di crisi registrati in passato, quali, ad esempio, il già citato 2013.

Di conseguenza, la lieve sfasatura a livello di politica monetaria e l'effetto favorevole, per alcune economie, di corsi delle commodity ancora buoni, non cancellano quello che è pur sempre un ciclo in rallentamento. La Banca Mondiale, infatti, prevede che le eco-

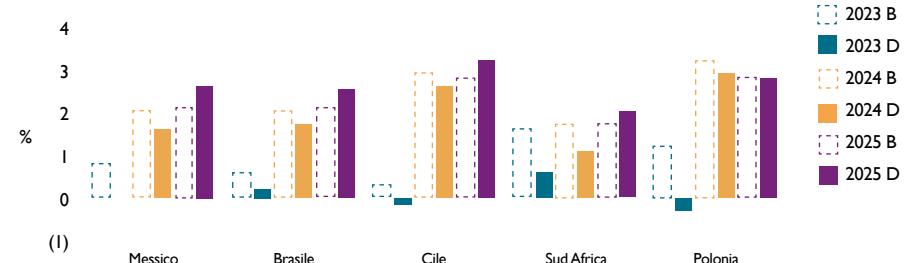
IL RALLENTAMENTO DELLA CRESCITA GLOBALE E DELLA DOMANDA ESTERNA PESERANNO ANCORA SULL'ATTIVITÀ ECONOMICA

Real Gdp growth baseline versus downside



Note: Dotted bars show our baseline forecast. B-Baseline. D-Downside. Fonte: S&P Global Ratings Economics

IN UNO SCENARIO DI RALLENTAMENTO GLOBALE, LA POLONIA E IL MESSICO SAREBBERO I PIÙ COLPITI



Note: Dotted bars show our baseline forecast. B-Baseline. D-Downside. Fonte: S&P Global Ratings Economics



Mentre la Cina affronta le sue sfide così particolari, i mercati emergenti in generale hanno mostrato capacità di recupero, nonostante l'aumento dell'inflazione

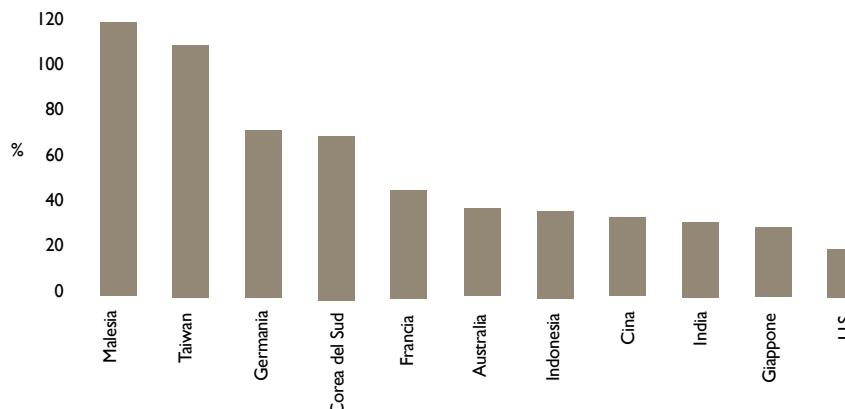


KUNJAL GALA
head of global emerging markets
Federated Hermes



L'IMPATTO DELLA CRISI SULLE MAGGIORI ECONOMIE DELL'ASIA È MINORE, PERCHÉ SONO GUIDATE SOPRATTUTTO DA DINAMICHE DOMESTICHE

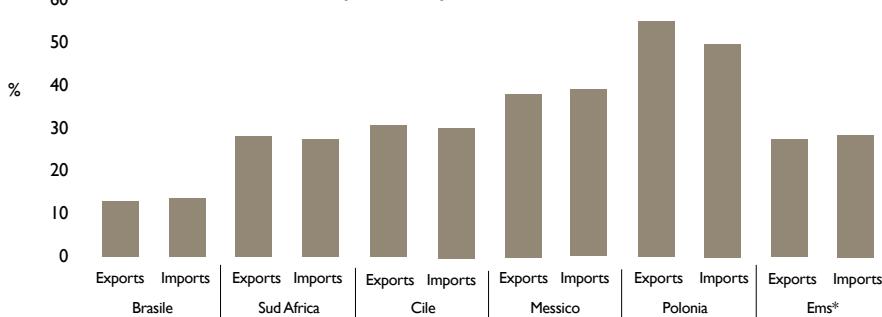
Total trade % of GDP



Fonte: S&P Global Ratings Economics

MOLTI MERCATI EMERGENTI SONO ALTAMENTE VULNERABILI AL RALLENTAMENTO DEL COMMERCIO GLOBALE

Total trade % of GDP (2013-2022)

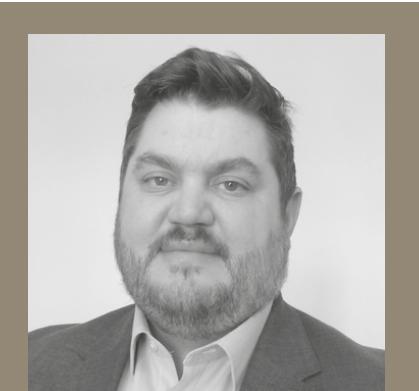


Note: Data showing median value of 2013-2022. *Emerging markets (EMs) calculated as a median of Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, China, India, Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, Vietnam, Hungary, Nigeria, Saudi Arabia, and South Africa. Sources: Oxford Economics, S&P Global Ratings Economics.

nomie in via di sviluppo ex Cina cresceranno del 2,8% quest'anno, a fronte del +3,8% nel 2022. In questo panorama non certo fortissimo, sono presenti tuttora elementi di incertezza che suggeriscono di usare una certa cautela. **David Rees**, senior emerging markets economist di **Schroders**, indica tre elementi negativi che potrebbero rendere anche il 2023 tutt'altro che una passeggiata. I primi due sono di natura ciclica: «Ci sono almeno tre motivi per ritenerre che la crescita economica dei mercati emergenti rallenterà nel 2023. In primo luogo, la nostra previsione che gli Stati Uniti seguiranno l'Eurozona e il Regno Unito nella recessione significa che la domanda globale di beni probabilmente si attenuerà. Ciò costituirà una minaccia soprattutto per le piccole economie aperte dell'Asia, dell'Europa centrale e orientale e del Messico, che fanno affidamento sulle esportazioni per trainare la crescita. In secondo luogo, anche se la riapertura dell'economia cinese sostenesse la

domanda di risorse naturali, il rallentamento della crescita globale potrebbe pesare sui prezzi delle materie prime. Come minimo, ciò suggerisce che è improbabile che i paesi emergenti esportatori di commodity vedano aumentare le loro opportunità di scambio, generalmente necessarie per stimolare la crescita. E c'è il rischio che questo motore si inverta».

Rees, però, specifica anche che la doppia tenaglia, monetaria e fiscale, potrebbe perdurare pure quest'anno, con ancora lo spauracchio, per diverse economie in via di sviluppo, di doversi trovare a fronteggiare fenomeni di fuga dei capitali: «L'inasprimento della politica economica interna peserà sempre più sulla crescita. Infine, la politica fiscale è generalmente più restrittiva, perché i governi cercano di riparare i danni causati alle finanze pubbliche durante lo scoppio della pandemia, mentre l'impatto ritardato dei precedenti, forti, aumenti dei tassi d'interesse ridurrà la domanda. Il deterioramento delle posizioni della bilancia dei paga-



DAVID REES
senior emerging
markets economist
Schroders



Gli Stati Uniti seguiranno l'Eurozona e il Regno Unito nella recessione, quindi la domanda globale di beni probabilmente si attenuerà. Ciò costituirà una minaccia soprattutto per le piccole economie aperte dell'Asia, dell'Europa centrale e orientale e del Messico, che fanno affidamento sulle esportazioni per trainare la crescita



menti significa che i tassi potrebbero aumentare ulteriormente in alcune parti dell'Asia e dei paesi dell'Europa centro-orientale se le condizioni finanziarie globali continuassero a inasprirsi».

L'ASIA TORNA A FARE L'ASIA

Bisognerà dunque mantenere un livello di vigilanza altissimo, con la concreta possibilità di trovarsi di fronte a un nuo-

India, continua la marcia verso la modernità

Un caso a se stante è rappresentato dall'India. La popolazione indiana nel 2023 dovrebbe superare quella cinese, diventando, così, la più vasta del mondo. Il paese è relativamente giovane: l'età mediana è intorno a 29 anni, con un tasso di nascite che si è ridotto molto, ma che, comunque, si mantiene ben al di sopra del quadro drammatico comune nel Far East. L'economia locale, dunque, è nella posizione ideale per cogliere appieno i frutti del cosiddetto dividendo demografico. Per riuscire a compiere il salto verso il benessere diffuso, il subcontinente ha però bisogno di mobilitare rapidamente enormi quantità di capitali e di competenze. Da questo punto di vista è difficile pensare che vada a sostituirsi alla Cina come grande fornitore di manufatti, anche se indubbiamente ottimi passi in avanti sono stati compiuti nell'attrarre capitali dall'estero allo scopo di incrementare la propria base industriale e renderla più competitiva in termini di export. Al contempo, sicuramente i progressi in termini di cooperazione regionale, con la dovuta eccezione, appunto della Cina, con la quale i rapporti sono (eufemisticamente) difficili, stanno cominciando a farsi sentire sui numeri dell'economia del colosso del Sud dell'Asia. Allo stato presente, però, il paese, fra i grandi protagonisti planetari, è sicuramente quello caratterizzato dalla maggiore dipendenza da dinamiche interne.

In questo contesto, sicuramente non mancano punti di domanda enormi, in gran parte generati dall'urgenza di sfruttare il dividendo demografico: per esempio, la gigantesca offerta di lavoro si potrebbe trasformare in una bomba. Al riguardo, però, ci sono senz'altro alcuni numeri incoraggianti, riportati da Patrice Gautry, di Union Bancaire Privée: «In India, la crescita dovrebbe rallentare dal 7,2% al 6,5% nel 2023, ma è probabile che i consumi restino un grande sostegno».

nel 2023, ma è probabile che i consumi restino un grande sostegno. La spesa per le infrastrutture e lo sviluppo di nuove tecnologie potrebbe sostenere una crescita regolare».

Il primo dato che salta all'occhio, dunque, è la relativa stabilità del ciclo del Pil indiano. Il suo andamento non è particolarmente esplosivo rispetto a quanto è stato evidenziato da Cina e tigri estremo-orientali quando si trovavano a uno stadio di sviluppo comparabile. Al tempo stesso, **Rob Brewis**, investment manager di **Aubrey Capital Management**, sottolinea che il sistema locale è passato letteralmente in mezzo a ogni difficoltà negli ultimi tre anni, mostrando un grado di volatilità macroeconomica decisamente contenuto: «Nonostante la base di forza del 2021, l'India si è distinta per la sua notevole resilienza anche nel 2022. Lo shock petrolifero è durato poco ed è passato senza lasciare particolari danni, in conformità a quanto da noi previsto. Al pari della maggior parte dei paesi emergenti, l'inflazione si è un po' rialzata, ma in maniera molto meno drammatica rispetto alle nazioni sviluppate; tra l'altro, essa dovrebbe avere già raggiunto il suo massimo».

Il ciclo virtuoso della più popolosa nazione della Terra ovviamente può, e già l'ha fatto in passato, trasformarsi in un motore spettacolare di rendimenti per gli asset locali. Anche in questo caso, però, non bisogna dare per scontato nulla.



ROB BREWIS
investment manager
Aubrey Capital Management



PATRICE GAUTRY
chief economist
Union Bancaire Privée



In India, la crescita dovrebbe rallentare dal 7,2% al 6,5% nel 2023, ma è probabile che i consumi restino un grande sostegno



Nonostante la base di forza del 2021, l'India si è distinta per la sua notevole resilienza anche nel 2022. Lo shock petrolifero è durato poco ed è passato senza lasciare particolari danni, in conformità a quanto da noi previsto



vo mutamento di scenario radicale. Ciò potrebbe al tempo stesso rappresentare, sia una minaccia, sia una grossa opportunità. Fra i fattori con il segno più, rientra sicuramente quello che potrebbe essere finalmente un ritorno a uno scenario più familiare per quanto riguarda l'Asia.

Patrice Gautry, chief economist di **Union Bancaire Privée**, fornisce qualche numero specifico: «I paesi asiatici dovrebbero mantenere una crescita aggregata del 4,2% nel 2023, dopo il 3,6% del 2022; l'andamento positivo della demografia, le esportazioni regionali solide e la posizione esterna confortevole costituiscono un ammortizzatore contro il dollaro forte e l'aumento dei tassi. In Cina, le regole della politica zero-Covid sono state ora allentate e si prevede un maggiore sostegno all'economia».

Ovviamente, in quella parte del pianeta è semplicemente impossibile impostare qualsiasi discorso che non veda come perno le prospettive della Repubblica Popolare, che è passata in mezzo a un 2022 surreale con la propria politica del zero Covid, poi bruscamente abbandonata. L'anno scorso si è chiuso con un aumento del Pil del 3%, il secondo valore più basso dall'epoca della transizio-

PREVISIONI DI DISCESA DELL'INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO NEL MONDO % (MEDIA)

	2023	2024	2025
U.S.	4.0	2.7	2.3
Europe			
Eurozone	7.8	2.7	2.2
Germany	12.0	2.8	2.2
France	4.5	2.8	2.2
Italy	5.7	2.9	2.6
Spain	3.8	2.1	1.2
Uk	6.3	2.6	2.6
Asia-Pacific			
China	2.7	2.8	2.4
Japan	1.9	1.6	1.2
India*	5.6	6.1	5.4
Indonesia	6.6	4.6	4.2
Other emerging economies			
Mexico	6.6	5.1	4.0
Brazil	5.5	5.1	3.3
Chile	8.6	5.3	3.5
South Africa	7.5	6.0	5.0
Poland	13.2	5.2	2.9

Fiscal year beginning April 1 in the reference calendar year. Source: S&P Global Ratings Economics



ne al libero mercato iniziata negli anni '70, dietro al +2,2% registrato nel 2020. Queste cifre aiutano a comprendere che l'era della pandemia nella seconda economia del mondo si è protratta fino a poche settimane fa. Di conseguenza, appare abbastanza logico, al di là dei costi umani, salutare con ottimismo la svolta recente. I primissimi dati sembrano in effetti indicare il ritorno, forse addirittura esplosivo, di una domanda compressa da tre anni. Per 2023, comunque, le stime prospettano un range di incremento dell'economia compreso fra il +4,5% e il +5%, probabilmente quasi interamente guidato dai consumi. La normalizzazione cinese sta dunque consentendo all'Asia di tornare a essere se stessa, ossia il più dinamico motore della crescita del mondo; non a caso le stime di Gautry indicano una notevole sovrapreformance rispetto al complesso degli emergenti. Al suo interno, però, ovviamente troviamo realtà estremamente diverse, non solo per quanto concerne il loro livello di sviluppo, ma anche per quanto riguarda i driver macro ai quali rispondono.

UN'ASIA REGIONALIZZATA

A questo proposito un intervento pre-gno di significati viene proposto dal team di **S&P Global Ratings Credit Research**: «Nella regione Asia-Pacifico, lo scenario negativo avrebbe un effetto moderato sulla crescita, poiché gli shock a esso legati non impattano direttamente sulla regione. Le conseguenze sarebbero particolarmente modeste nelle grandi economie, principalmente guidate dalla domanda interna, come Cina, India e Indonesia. Ma la combinazione di una domanda esterna più lenta e di una fiducia più debole avrebbe un effetto maggiore sulla crescita di paesi come la Corea del Sud e Taiwan, dove le esportazioni sono più importanti».

Da una parte abbiamo dunque un'Asia ancora giovane e relativamente povera, ma estremamente vivace a livello di dinamismo imprenditoriale e crescente benessere dei consumatori e che comprende essenzialmente le grandi nazioni del Sud e del Sud-Est del continente. Dall'altra abbiamo, invece, le potenze tecnologiche e finanziarie di quella che potremmo chiamare Greater China.

Nel caso specifico di Corea del Sud e



ANH LU
gestore
Asia ex-Japan Equity
T. Rowe Price

*Il cambio di passo
dell'economia cinese potrebbe
rafforzare l'integrazione
regionale con l'Asia
(Giappone escluso).
Le esportazioni intra-asiatiche
sono aumentate come quota
dell'export mondiale, anche
se a un ritmo più lento*

Taiwan, si hanno due nazioni ad alto reddito e considerate da ogni organismo internazionale economie sviluppate e mature (anche demograficamente). Per ragioni tecniche, però, i mercati equity locali sono ancora classificati da Msci come emergenti. Queste realtà, al pari del Giappone e di potenze manifatturiere europee come la Germania e l'Italia, si sono trovate, e tuttora si trovano, a dovere gestire il poco gradevole combinato di shock ai prezzi degli input produttivi e di stretta monetaria. Molte delle loro prospettive dipenderanno

dunque dall'evoluzione ciclica dei prossimi mesi.

UNA NOTEVOLE SOLIDITÀ

Il primo gruppo, invece, anche se esistono eccezioni come Thailandia e Vietnam, più incentrati sull'export industriale, ha dimostrato una solidità davvero notevole, specialmente se si pensa che due colossi come l'India e l'Indonesia un decennio fa erano regolarmente inseriti nel gruppo dei "fragile 5". Dall'intervento di S&P si può però estrapolare quella che è ormai una novità importantissima: l'inclusione della Cina in questo insieme di sistemi relativamente isolati e dai driver endogeni. Sicuramente un passo in avanti epocale rispetto al ruolo di fabbrica del mondo. In effetti, si è visto che le scudiate che l'economia del Dragone ha preso di recente sembrano in gran parte auto-inflitte, con un ruolo tutto sommato minimale (per il momento) attribuibile al deterioramento dei rapporti con gli Usa o al caro-energia. Se questo paradigma tenesse, uno dei temi dominanti dei prossimi anni sarebbe una sempre maggiore integrazione regionale fra i pesi massimi demografici dell'Estremo Oriente: in questo contesto la Cina fornirebbe enormi flussi turistici ai paesi del Sud e un crescente ammontare di investimenti e trasferimenti tecnologici. **Anh Lu**, gestore del fondo **Asia ex-Japan Equity** di **T. Rowe Price** riporta al riguardo qualche elemento interessante: «Il cambio di passo dell'economia cinese potrebbe rafforzare l'integrazione regionale con l'Asia (Giappone escluso). Le esportazioni intra-asiatiche sono aumentate come quota dell'export mondiale, anche se a un ritmo più lento negli ultimi 10 anni in confronto al decennio precedente. La Cina sta cercando attivamente di stringere legami economici più solidi con i paesi Asean del Sud-Est asiatico. Uno degli obiettivi principali sarà tenere aperti i mercati e le catene di fornitura per un patto commerciale regionale, con scambi annuali di merci per un valore vicino a 900 miliardi di dollari Usa».

In pratica, è possibile che stiamo assistendo al decollo della via asiatica di quel paradigma di near-shoring, o friend-shoring che dir si voglia, che negli ultimi anni ha conquistato sempre più consensi. Se questa evoluzione si rivelasse un successo, le potenzialità di aumento degli asset locali sarebbero esplosive. Il percorso, però, difficilmente

America Latina, una rinnovata forza e problemi che ritornano

È interessante notare che caratteristiche diverse, ma con elementi comuni rispetto a quanto descritto finora, si possano trovare anche in ambito latino-americano. Questa parte del mondo si trova oggi di fronte a un bivio di non facile lettura. Sicuramente, le maggiori potenze regionali non si sono lasciate invischiarne nel disastroso quadro di tensioni geopolitiche che ormai piaga il blocco euro-asiatico. Al contempo, la difficile situazione a livello di ordine pubblico locale in alcuni casi è tornata ad accompagnarsi a una recrudescenza della violenza politica, che si sperava ormai superata. Certamente, però, la ripresa dei corsi delle risorse naturali degli ultimi anni ha aiutato a superare il durissimo impatto del Covid, arrivato dopo una quasi "lost decade".

Infatti, tradizionalmente il modello economico dell'insieme del Mercosur è stato descritto (in modo eccessivamente semplificato) come un processo di industrializzazione parziale, incentrato sulla sostituzione delle importazioni con prodotti locali con però una limitata competitività nell'ambito dell'export manifatturiero. L'equilibrio del saldo con l'estero è stato tradizionalmente affidato alla vendita di materie prime sui mercati internazionali e il tutto spesso si è tradotto in crisi della bilancia dei pagamenti, crash valutari e fuga di capitali.

Va però detto che questa visione, ai limiti del caricaturale, oggi non è più applicabile, dati i forti progressi in ambito di gestione macro, riconosciuti senza mezzi termini da David Rees di Schroders: «La buona notizia è che l'inflazione degli emergenti è intorno al suo picco e dovrebbe iniziare a scendere nel corso del 2023. L'impatto dei forti aumenti dei prezzi delle materie prime dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia all'inizio del 2022 comincerà ad annullarsi, poiché gli effetti base dell'inflazione alimentare ed energetica diventeranno più favorevoli. La combinazione di politiche più restrittive e di crescita più lenta finirà per pesare sulle pressioni core. L'allentamento dell'inflazione comincerà ad alleviare la pressione sui redditi reali e probabilmente consentirà ad alcune banche centrali, in particolare in America Latina, di ricominciare ad abbassare i tassi di interesse nella seconda metà dell'anno, avviando una ripresa ciclica verso il 2024»

sarà così lineare, perché molte di queste tematiche si riflettono già nei prezzi di molti titoli dell'area.

OCCHIO AL CICLO USA

Gli sviluppi appena descritti costituiscono in generale un trampolino di lancio quasi ideale per i rendimenti futuri delle attività locali. Il problema, però, è che anche in questo caso potremmo essere di fronte a una situazione di sfasatura. In tutto il 2022, infatti, i mercati latino-americani sono stati fra i meno peggio a livello globale, con un notevolissimo ritorno dell'appetito per il rischio nel quarto trimestre. Anche in questo caso bisogna, però, fare attenzione a non lasciarsi prendere da facili entusiasmi, dato che il rischio di un rinnovato deterioramento economico non si presenterebbe, come in passato, sotto forma solo di prezzi depressi delle risorse naturali. Al riguardo, è interessante l'intervento del Team di S&P Global Ratings Credit Research: «Un rallentamento globale più marcato, condizioni finanziarie più rigide e prezzi dell'energia più elevati renderebbero il 2023 più cupo per le economie dei mercati emergenti. Rispetto alla previsione di base, la Polonia e il Messico sarebbero i più colpiti, dati i loro significativi legami economici con le economie europee e americane, rispettivamente».

Il rallentamento e la regionalizzazione della globalizzazione, fra i tanti effetti, stanno rendendo sempre più centrali per l'Europa le infrastrutture industriali dell'ex-cortina di ferro e per gli Usa il Messico. Quest'ultimo paese vanta oggi un'economia dalle dimensioni superiori quelle della Spagna e il livello tecnologico più sofisticato dell'intera America Latina. La vicinanza geografica e il grado di integrazione con gli Stati Uniti rendono le prospettive locali di lungo periodo promettenti come non si vedeva da decenni a questa parte; nell'immediato, però, il 2023 vede diverse nubi all'orizzonte. Luci e ombre vengono ben sintetizzate da **Andrew Rymer**, cfa, senior strategist e strategic research unit, e **Pablo Riveroli**, head of latin american equities, di **Schroders**: «Le ultime stime prevedono un'espansione dell'economia messicana dell'1,5% nel 2023, inferiore a quella dei 12 mesi precedenti. Essendo un'economia aperta e orientata all'export, il Messico è suscettibile a un rallentamento del commercio globale, in particolare a un calo dell'attività economica negli Stati Uniti. Tuttavia, potrebbe esserci una certa compensazione, grazie ai guadagni di quote di mercato nel settore manifattu-

riero, in quanto il trend a lungo termine al nearshoring sta prendendo slancio. Anche in Messico l'inflazione è ben al di sopra del target della banca centrale del +3%/-1%. L'aumento dei tassi di interesse potrebbe avere un ulteriore impatto sulla crescita, anche se la penetrazione del credito è molto bassa rispetto ad altri paesi e quindi la politica monetaria ha un impatto minore sull'economia».

C'è, dunque, un'America Latina che si sta evolvendo e sta superando i limiti del passato, per andare però di fronte a nuove sfide. Il discorso vale un po' per tutte le economie in via di sviluppo: nonostante tutto, gli ultimi decenni hanno visto progressi enormi che si sono tradotti da una parte nella scelta/necessità di ampliare la propria apertura e integrazione con i maggiori mega-blocchi (siano essi la Cina, l'Europa o gli Usa), dall'altra nella decisione di puntare sulla continua espansione dei consumi della propria classe media. Entrambe le scelte o, meglio ancora, un mix sapiente dei due modelli, presentano opportunità enormi e rischi non del tutto inquadrabili. A questo punto, diventa interessante capire come ciò si rifletterà sulle varie asset class che rientrano nella definizione di emergenti.

Obbligazionario, l'anno del riscatto

Se il 2022 è stato per le obbligazioni emergenti un anno terribile, il 2023 sta vedendo interessanti segnali di riscatto, che stanno permettendo di recuperare buona parte del terreno perduto. La fine della politica ultra-aggressiva della Fed, la stabilizzazione del dollaro e la riduzione dell'inflazione in molti paesi dovrebbero costituire tutti elementi favorevoli. In questo contesto, c'è chi pensa che il debito sovrano emerging possa offrire un total return tra l'11% e il 15%, anche se diversi money manager ritengono che le occasioni migliori si trovino nei corporate bond, sia investment grade, sia high yield

Il 2022 è stato l'anno peggiore da secoli per il complesso del reddito fisso globale. Tutto sommato, non vi è molto da stupirsi, data l'aggressività della Fed che ha colpito i bond molto più duramente delle azioni. Infatti, a parte la tecnologia e qualche segmento particolarmente ciclico, l'equity non ha fatto poi così male. E questo discorso vale in maniera particolarmente esasperata per il variegato mondo degli emergenti: nell'analisi dedicata al quadro macroeconomico di questo insieme di economie, si è visto

che sono stati registrati andamenti alquanto differenziati negli asset delle economie in via di sviluppo. La considerazione, però, si applica soprattutto all'azionario: infatti, nel reddito fisso sostanzialmente si è registrato un calo generale, in cui, sia la duration, sia le attività a spread hanno performato malissimo. Nonostante politiche monetarie tutto sommato rigorose, una duration in generale modesta e un elevato carry, i bond emerging hanno, come in passato, mostrato un beta decisamente elevato. Sicuramente, poi, l'andamento non è stato aiutato dal dollaro più forte degli ultimi decenni e neppure dallo scoppio drammatico delle insolvenze per alcune economia di frontiera.

Il clima, però, è di nuovo mutato in maniera piuttosto radicale negli ultimi quattro mesi, con l'avvio di una fase di risk-on che ha permesso di recuperare parte del terreno perduto. Per di più, l'ottimismo appare giustificato e destinato a continuare nel 2023. Infatti, l'arrivo di una recessione, con il suo corollario (si spera) di politiche monetarie meno feroci, storicamente rappresenta un punto di entrata decisamente sensato per un'asset class che tende a scontare gli scenari peggiori possibili al primo stormire di foglie. In termini ancora più esplicativi, si può tranquillamente affermare che raramente si è vista un'annata negativa per queste attività, quando si possono ottenere simili livelli

di rendimento reale, di carry, di spread e di sottovalutazione delle divise locali. Queste ragioni vengono riassunte in maniera diretta da **Sam Vereecke**,cio fixed income, di **Dpam**: «I mercati emergenti sono particolarmente promettenti in questo momento, grazie a una serie di fattori. Innanzitutto, il rallentamento della crescita globale e la riduzione dell'inflazione in molti paesi sono positivi per la duration. Inoltre, con una maggiore chiarezza sulla strategia della Fed e un ritmo più lento di inasprimento della politica monetaria, ci aspettiamo di vedere una diminuzione della volatilità sui mercati. Anche le valutazioni sembrano interessanti, soprattutto se confrontate con i livelli storici, e il carry conveniente sta fornendo un utile cuscinetto ai rendimenti totali. Pensiamo che ci sia molto spazio per la crescita».

NON SOLO BUONE NOTIZIE

Un aspetto interessante è che Vereecke, come altri money manager, appare ben consci che l'idea che la fine dei giri di vite delle banche centrali sia imminente e che il tutto stia causando solo una modesta recessione possono rivelarsi un calcolo tragicamente sbagliato. Infatti, se ci trovassimo di nuovo di fronte a sviluppi negativi non scontati, con ogni probabilità diverse economie in via di sviluppo andrebbero incontro a una nuova fase di fuga dei capitali. Il tonfo del 2022 è stato, però, talmente acuto da indurre lo stesso Vereecke a vedere con favore anche le obbligazioni in valuta locale, nonostante i pericoli: «Natural-



Il rallentamento della crescita globale e la riduzione dell'inflazione in molti paesi sono positivi per la duration. Inoltre, con una maggiore chiarezza sulla strategia della Fed e un ritmo più lento di inasprimento della politica monetaria, ci aspettiamo di vedere una diminuzione della volatilità sui mercati. Anche le valutazioni appaiono interessanti, soprattutto se confrontate con i livelli storici, e il carry conveniente sta fornendo un utile cuscinetto per i rendimenti totali



SAM VEREECKE
cio fixed income
Dpam



mente, non ci sono solo buone notizie, ma anche alcuni aspetti negativi da considerare. Tra questi le rigide condizioni monetarie nei mercati sviluppati e il loro potenziale impatto sull'appetito per gli investimenti nei mercati emergenti, soprattutto se le politiche fiscali rimanessero allentate. Il fatto che ci stiamo avvicinando al "picco di rigidità" è storicamente un fattore positivo per le obbligazioni dei paesi

emergenti. Nel complesso, siamo positivi sulle prospettive del debito locale e riteniamo che i mercati emergenti abbiano il potenziale per essere una valida componente di investimento nel 2023».

Un parere simile viene offerto anche da **Flavio Carpenzano**, investment director per il reddito fisso di **Capital group**, che, appunto, ricorda che da





FLAVIO CARPENZANO
investment director
per il reddito fisso
Capital group

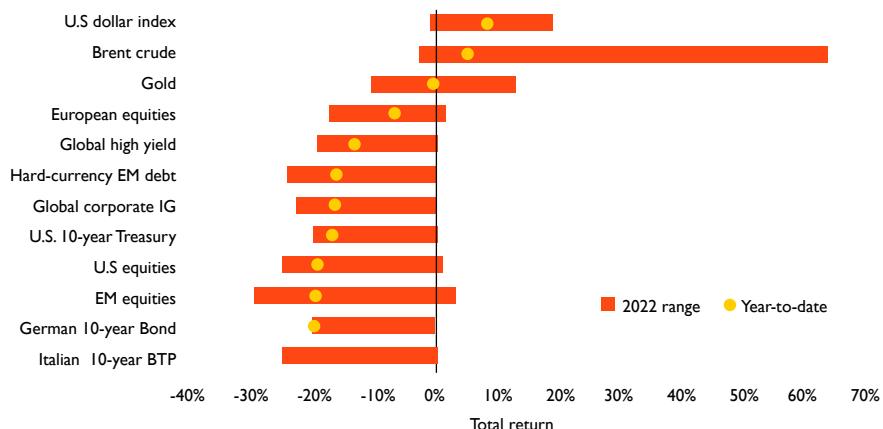


La differenza dei tassi di interesse reali offerti dai mercati emergenti, rispetto a quelli sviluppati, è stata leggermente erosa, ma rimane positiva e interessante rispetto ad altre asset class, mentre i tassi di cambio degli emerging market rimangono molto sottovalutati, data la continua forza del dollaro

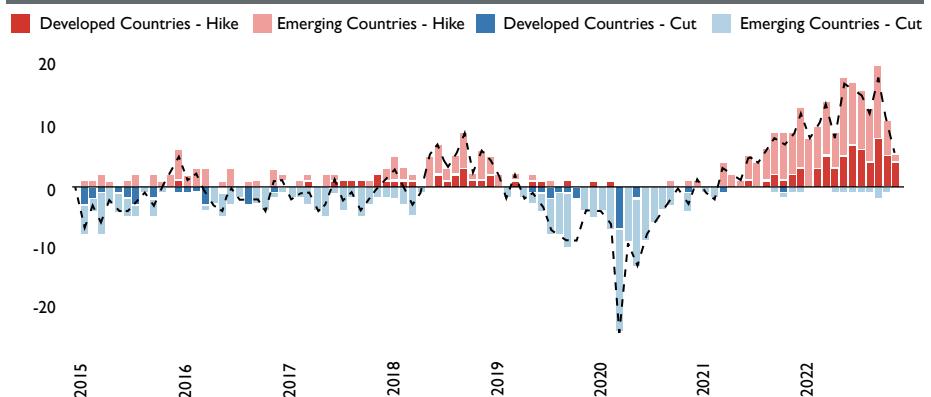


vanti c'è ancora molto spazio di recupero delle valutazioni relative: «Il contesto globale è stato il principale responsabile della performance del debito dei mercati emergenti nel 2022 e la situazione sembra destinata a protrarsi anche nel 2023, con le condizioni finanziarie degli Stati Uniti, il dollaro, la crescita globale e le preoccupazioni geopolitiche in primo piano. Anche se questi fattori continueranno probabilmente a pesare sull'asset class, i rendimenti offerti sono maggiori, sia in termini nominali, sia reali, e gli elevati rendimenti

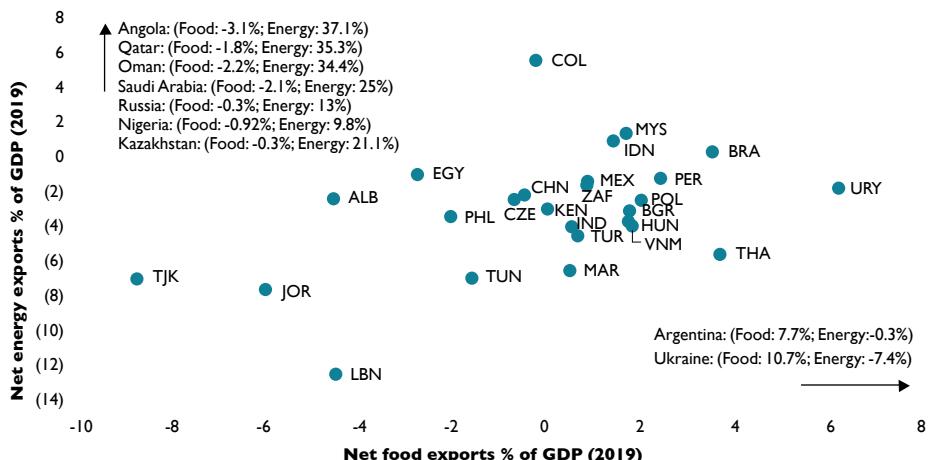
ANDAMENTO DELLE PRINCIPALI ASSET CLASS NEL 2022



OTTO ANNI DI POLITICA MONETARIA



GLI STATI IMPORTATORI NETTI DI PRODOTTI ALIMENTARI ED ENERGETICI SONO I PIÙ VULNERABILI AL RAFFORZAMENTO DEL DOLLARO



Fonte: WTO, ITC Trademap, and Oxford Economics

iniziali possono compensare la successiva volatilità dei prezzi. La differenza dei tassi di interesse reali offerti dai mercati emergenti, rispetto a quelli sviluppati, è stata leggermente erosa, ma rimane positiva e interessante rispetto ad altre asset class, mentre i tassi di cambio degli emerging market rimangono molto sottovalutati, data la continua forza del dollaro».

UN MIX SAPIENTE E DIVERSIFICATO

Nei paragrafi precedenti è stato citato l'esempio delle emissioni in valuta locale, saltando direttamente ai bond più volatili dell'intera asset class. Quest'ultima, peraltro, negli ultimi 15 anni è cresciuta a livello dimensionale in maniera imponente. Oggi troviamo segmenti estremamente liquidi e ricchi di opportunità in tutti i segmenti

Corporate, il tesoro nascosto

Da alcuni anni si è sviluppato un ricco mercato corporate che presenta una solidità patrimoniale (in generale) decisamente più accentuata rispetto alle aziende acquistabili delle economie più evolute, a causa di un uso più limitato della leva. Proprio per quanto riguarda quest'ultimo punto, il dislivello viene quantificato da **Christopher Mey**, head of emerging market corporate credit di **Candriam**: «Le società dei mercati emergenti entrano nel 2023 con bilanci solidi e sono ben posizionate rispetto alle loro omologhe dei mercati sviluppati. Mentre attendiamo i bilanci dell'esercizio 2022, la leva finanziaria netta delle società dei mercati emergenti negli ultimi 12 mesi si è attestata a 1,5x, significativamente al di sotto delle controparti statunitensi, che evidenziano un livello medio stimato di 2,5x». Di conseguenza, Hepworth consiglia di guardare con grande attenzione a questa nicchia: «È interessante osservare le obbligazioni societarie dei mercati emergenti. Questi ultimi stanno ottenendo risultati nettamente migliori rispetto a quelli di molti paesi industrializzati. Sebbene le condizioni di finanziamento si stiano restringendo e la crescita stia rallentando, i gruppi dei mercati emergenti dovrebbero comunque essere in grado di fare fronte alla maggior parte dei propri obblighi di pagamento e di adempiere alle proprie obbligazioni nei prossimi due anni. Ciò perché la loro redditività è solida. Inoltre, il volume delle nuove emissioni è diminuito drasticamente e gli spread sono aumentati di 80 punti base nel corso di quest'anno. Pertanto, alcuni effetti potenzialmente negativi sono già stati prezzati».

Un dato interessante emerso dal ragionamento riportato è che probabilmente, anche per la non elevatissima copertura a livello di ricerca, permangono diverse distorsioni di prezzo nel credito Em. Nonostante le maggiori società delle economie in via di sviluppo presentino in generale strutture patrimoniali meno aggressive, sebbene accompagnate da una forte crescita negli ultimi anni delle loro capacità reddituali, le loro valutazioni relative sono decisamente a sconto rispetto ai principali fondamentali, non ultimo quello sulle necessità incipienti di rifinanziamento. Da una parte, dunque, si ha un credito Ig emergente che scambia a valutazioni decisamente interessanti rispetto alle controparti sovrane. Ancora Christopher Mey prosegue: «Attualmente riteniamo che l'asset class sia interessante. Gli spread corporate Em sono convenienti, perché rimangono a circa una deviazione standard al di sopra della media quinquennale, mentre il valore relativo è ugualmente convincente, grazie all'interessante ripresa degli spread rispetto ai bond corporate statunitensi e ai bond sovrani degli Em. Notiamo, in particolare, che ci sono sacche di valore nelle obbligazioni corporate Em investment grade, scambiate a prezzi eccezionalmente bassi rispetto ai bond sovrani Em, con uno spread doppio rispetto alla media a cinque anni».

Dall'altra parte, ovviamente con una forte capacità selettiva, può valere la pena prendersi qualche rischio aggiuntivo e avventurarsi anche nella fascia di migliore qualità degli high yield, come specifica ancora Cathy Hepworth, di Pgim Fixed Income: «Nel complesso, le obbligazioni dei mercati emergenti sono di migliore qualità e con una duration inferiore rispetto ai corporate bond dei mercati sviluppati. Il loro spread è attualmente molto più ampio della media storica di lungo periodo. Ad esempio, le obbligazioni societarie dei mercati emergenti con rating BB sono scambiate a 150 punti base al di sopra delle obbligazioni societarie Usa con lo stesso rating, una posizione di partenza favorevole per ottenere rendimenti superiori alla media nel medio e lungo termine».



CHRISTOPHER MEY
head of emerging market
corporate credit
Candriam



*Le società dei mercati
emergenti entrano nel 2023
con bilanci solidi e sono
ben posizionate rispetto
alle loro omologhe
dei mercati sviluppati*



dell'obbligazionario emergente: governativi o credito corporate, denominazione in divisa locale o in dollari (o altre monete di economie sviluppate), investment grade o high yield. La diversificazione e un'adeguata capacità di picking sembrano in un frangente come questo una necessità fondamentale, anche perché la fase del denaro facile, avviata dal rimbalzo generale dai minimi, è già probabilmente alle nostre spalle.

Diliana Deltcheva, head of emerging market debt di **Candriam**, offre un'analisi da tenere in considerazione, perché porta all'attenzione il fatto che, alla fin fine, rendimenti degni di un discreto mercato equity e in linea con le annate migliori dei bond emergenti sono alla portata degli investitori: «Su un orizzonte di un anno, pensiamo che il debito sovrano dei mercati emergenti in valuta forte e locale offrirà rendimenti intorno all'11-15%, con una baseline del 13%. Il nostro scenario presuppone una stabilizzazione dei titoli del Tesoro Usa in un contesto caratterizzato da un rallentamento degli Stati Uniti e da una certa compressione degli spread nei mercati emergenti. Prevediamo i Treasury statunitensi a 5 e 10 anni in un ran-

ge dal 3% al 3,5%, con uno scenario centrale del 3,25%. È probabile che gli spread sovrani degli emerging si restringano di 25-50 punti base e siamo convinti che le valute dei mercati emergenti contribuiranno per il 3-5%. Su un orizzonte di un anno, riteniamo che si potrà avere un rendimento lordo dei titoli corporate dei mercati emergenti del 10-15%, ipotizzando una riduzione degli spread societari dei mercati in via di sviluppo di 25-50 punti base e titoli del Tesoro Usa a cinque anni in un intervallo compreso tra il 2,75% e il 3,25% e dato un carry class di attività del 7,6%. I principali rischi e le maggiori opportunità saranno guidati dall'evoluzione dei Treasury statunitensi, dall'economia cinese, dal livello di insolvenze per il debito dei mercati emergenti in valuta forte e dalla disinflazione degli emerging market. Invece, per il debito in valuta locale conteranno la traiettoria del dollaro Usa e il differenziale di crescita degli emergenti rispetto alle economie sviluppate».

L'intervento di Deltcheva ha il grandissimo pregio di scomporre in maniera chiara tutte le fonti di rendimento di questo insieme del reddito fisso. Come si può notare, lo sce-



DILIANA DELTCHEVA
head of emerging market debt
Candriam



Su un orizzonte di un anno, pensiamo che il debito sovrano dei mercati emergenti in valuta forte e locale offrirà rendimenti intorno all'11-15%



nario è molto ragionevole: le percentuali di apprezzamento che vengono proposte per ciascun fattore sono estremamente prudenzi. In realtà, è probabile che, a fronte di un andamento macro un filo più decente del previsto e di qualche sorpresa positiva circa il rientro dell'inflazione, si possano ottenere soddisfazioni maggiori rispetto alla parte bassa della doppia cifra attesa dalla money manager di Candriam.

IL RUOLO CENTRALE DEGLI USA

Ciò che però deve tenere in allerta gli investitori è il ruolo centrale che dollaro, Fed e Treasury mantengono ancora nei confronti dell'intera asset class nel suo complesso. Qualora la prospettiva della fine della garrota made in Usa si allontanasse, magari con qualche cenno di per-



«Il paradiso della gestione attiva»

Come definirebbe le asset class sulle quali opera?

«I corporate dei paesi emergenti possono essere definiti come un autentico paradiso della gestione attiva, una caratteristica che offre opportunità enormi che però spesso non vengono sfruttate. Infatti, troppi investitori affrontano questa asset class con un approccio eccessivamente passivo. Per quanto riguarda il nostro stile di investimento, abbiamo una marcata preferenza per le emissioni high yield, in quanto è proprio in questo ambito che si trovano le maggiori dislocazioni di prezzo rispetto al valore intrinseco del bond».

Qual è il modo migliore per generare alfa su questo insieme di emissioni?

«Vi sono diverse strategie che adoperiamo per riuscire a raggiungere questo obiettivo. Innanzitutto si verificano spesso discrepanze a livello di valore relativo, dove obbligazioni di aziende in dollari e in euro quotano a sconto rispetto a società comparabili in termini di profilo di rischio, valuta, settore di appartenenza e nazioni di origine. In secondo luogo, cerchiamo opportunità che derivino dalla situazione specifica di un singolo caso societario».

Potrebbe fornire qualche dettaglio in più su questo punto?

«Il nostro obiettivo è identificare emissioni il cui prezzo riflette già l'impatto di eventi aziendali. Corsi e rendimenti di un corporate bond, specialmente in ambito emergente, dipendono in buona parte dal grado di fiducia che gli stakeholder di una determinata società mostrano nei confronti del management. Se quest'ultimo è basso, ovviamente ci saranno ripercussioni pesanti sull'andamento del debito del gruppo. In tal caso, però, vogliamo capire se questa sfiducia è giustificata oppure no. La nostra analisi mira, cioè, a stabilire se è interesse e intenzione della dirigenza ripagare il capitale preso a prestito e se farlo è ragionevolmente possibile, dati i fondamentali dell'azienda. Evitare i default, infatti, è il primo e più importante obiettivo di qualsiasi portafoglio investito in high yield».

L'anno scorso, nonostante la ripresa recente, gli spread fra corporate e governativi in ambito Em si sono allargati moltissimo; ritenete che questi sviluppi siano sensati?

«Assolutamente no: contrariamente a ciò che si crede, la qualità creditizia dei corporate, nelle economie in via di sviluppo, è abbastanza buona. I bond sovrani sono gravati dalla presenza di alcune economie definite di frontiera: diversi membri di tale categoria si sono trovati l'anno scorso in situazioni di forte difficoltà, se non di default. Invece, al di fuori delle nazioni sviluppate, sono soprattutto le società più grandi e solide ad avere accesso al mercato obbligazionario. Il rating medio del debito sovrano Em e di quello del credito corporate Em hard currency alla fine di gennaio è BBB-. Mediamente, dunque, le due asset class si trovano nell'ambito dell'investment grade. Gli investitori tuttora, però, percepiscono i bond emessi dai governi di economie emergenti come più sicuri rispetto a quelli collocati dalle maggiori società delle economie in via di sviluppo. Tra l'altro, anche l'esposizione alla duration è maggiore nel caso dei sovereign, in quanto gli stati emergenti tendono a prendere a prestito per periodi più lunghi rispetto alle aziende locali».

Detenete diverse posizioni nelle aziende statali o parastatali, i cosiddetti “quasi-sovereign”?

«In questa nicchia la nostra esposizione è piuttosto limitata, perché questa tipologia di imprese presenta quotazioni più elevate, dal momento che sono percepite come più sicure. Non troviamo, dunque, le caratteristiche di valore relativo che cerchiamo. Alcuni nomi che rientrano in tale alveo, però, sono presenti nel nostro portafoglio per ragioni di liquidità. I corporate Em, infatti, tuttora sono meno liquidi rispetto ai governativi delle economie cui fanno riferimento. Perciò, proprio per aumentare il grado di liquidità del nostro fondo, investiamo una percentuale dei nostri attivi in quasi-sovereign, che invece sono caratterizzati da mercati piuttosto spessi».

Voi siete gestori fortemente attivi. Ciò nonostante, il vostro processo di investimento vi ha portati a una sovraesposizione a emittenti di specifici paesi?

«In questo momento, il nostro maggiore overweight è dato dalle aziende cinesi. Ciò riflette, appunto, il nostro approccio. Ad esempio, nel 2016 la maggiore sovraesposizione geografica si trovava sul Brasile, che all'epoca non godeva del favore degli investitori, mentre, non sorprendentemente, oggi è sulla Cina, i cui asset hanno vissuto un 2022 pessimo».



WOUTER VAN OVERFELT
head of emerging
market corporates
Vontobel

sistenza della stagflazione, si scatenerebbero nuovamente volatilità e avversione al rischio.

VINCITORI E VINTI

Il paradigma in cui si trova oggi il reddito fisso delle nazioni in via di sviluppo è comunque profondamente diverso rispetto non solo agli anni '90, ma anche al 2013, anno portatore di una crisi che arrivò come una tempesta dopo un decennio di euforia e di bolle per qualsiasi investimento si presentasse con l'etichetta di emergente. Non solo è cresciuto enormemente il peso delle economie al di fuori del blocco sviluppato (la loro percentuale sul Pil nominale globale è ormai non lontana dalla metà), ma anche l'obbligazionario locale si è trasformato e si è diversificato in una maniera enorme. In passato, si parlava essenzialmente di emissioni sovrane, in grandissima parte denominate in dollari e quindi a pesante rischio di default ogni volta che il ciclo macro virava in negativo. Oggi appare chiaro che diversi grandi paesi hanno portato avanti un profondo processo di riforme e di stabilizzazione che li ha resi più solidi rispetto all'era dei "fragile 5" e affini.

Al contempo, non va però dimenticato che chi invece si è lasciato cogliere impreparato dall'inversione epocale dei tassi l'anno scorso si trova oggi in difficoltà davvero acute. Si è dunque creata una biforcazione piuttosto netta all'interno dell'insieme del debito sovrano emergente.

Cathy Hepworth, head of emerging markets debt di **Pgim Fixed Income**, sottolinea che è necessario, quindi, prestare attenzione ai rischi di default, in ogni caso molto più alti rispetto agli anni buoni del Qe globale: «Innanzitutto, le obbligazioni dei mercati emergenti non costituiscono una classe d'investimento omogenea. Le regioni, gli stati e le società si differenziano per molti aspetti. Ma vi sono anche alcuni punti in comune che suggeriscono che l'avversione al rischio, per quanto riguarda il debito dei mercati emergenti, ha toccato il fondo. Ciononostante, gli investitori dovrebbero essere cauti sulle obbligazioni emesse da paesi con rating moderato e solidità economica inferiore alla media. Alcuni di questi titoli sono scambiati con spread superiori a 1.000 punti base e hanno attualmente un tasso di insolvenza di circa il 40%. Si tratta di un livello significativamente superiore alla media di lungo periodo del 15%. Questi paesi sono caratterizzati da riserve valutarie limitate, un accesso al mercato mondiale modesto o del tutto inesistente e una bilancia



Gli investitori dovrebbero essere cauti sulle obbligazioni emesse da paesi con rating moderato e solidità economica inferiore alla media. Alcuni di questi titoli sono scambiati con spread superiori a 1.000 punti base e hanno attualmente un tasso di insolvenza di circa il 40%



CATHY HEPWORTH
head of emerging markets debt
Pgim Fixed Income



dei pagamenti con saldo negativo». Come si può intuire, gli investitori in questa asset class sono a rischio di brutte sorprese anche nel caso prestino una certa attenzione ai rating sui quali vanno a collocare i propri soldi. In generale, probabilmente, come si può evincere dal grafico a pagina 24, conviene adottare una certa prudenza nei confronti di quei paesi che dipendono in maniera significativa dalle importazioni di beni alimentari ed energetici.

In definitiva, il vantaggio del reddito fisso di questa vasta porzione del sistema globale è che per certi versi esso soffre

ancora di una caratterizzazione non più veritiera, ossia che sia formato essenzialmente da governativi, in generale denominati in dollari ed emessi da nazioni con necessità di finanziamento esterno più o meno marcate. In questa maniera, però, si rischia di tralasciare alcuni dei segmenti più vitali, moderni e competitivi dell'universo emergente. Certo, è comunque consigliabile tenere a mente che l'evoluzione della curva dei Treasury continuerà a giocare un ruolo chiave per le prospettive di questa asset class.



Investiamo nel futuro

Da 10 anni il più grande appuntamento dei consulenti finanziari



14.15.16 marzo '23
Auditorium Parco della Musica, Roma

creative-farm.it

in collaborazione con

ALLIANCEBERNSTEIN	Allianz Global Investors	Allianz Global Investors	Amundi ASSET MANAGEMENT	ANIMA	Investment Managers	BANCA GENERALI PRIVATE	mediolanum	BANCADIDIBA
BlackRock	BNL-BNP PARIBAS LIFE BANKER	BNY MELLON INVESTMENT MANAGEMENT	CANDRIAM A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY	CAPITAL GROUP™	CARMIGNAC INVESTIRE IN VOSTRA INVESTIMENTI	CNP vitaAssicura	COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS	CREDEM FINANCIAL WELLBANKER VALORE E RISORSA PER PERSONE E IMPRESE
CREDIM	CREDIT SUISSE	DNCA INVESTMENTS	DWS	EUROVITA Vederla alle loro prospettive	Fidelity INTERNATIONAL	FIDELRAM INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING	FINECO	Flossbach von Storch
FRANKLIN TEMPLETON	GAIM Investments	GENERALI INVESTMENTS	Goldman Sachs Asset Management	Invesco	Janus Henderson INVESTORS	J.P.Morgan ASSET MANAGEMENT	JUPITER ASSET MANAGEMENT	LEMANIK
LEONTEQ	LGIM	LOMBARD ODIER 1796 INVESTMENT MANAGERS	M&G Investments	MFS Investment Management	Morgan Stanley INVESTMENT MANAGEMENT	NATIXIS INVESTMENT MANAGERS	NEUBERGER BERMAN	PICTET Asset Management
PIMCO	ROBECO The Investment Engineers	Schroders	Sella SGR	SOCIETE GENERALE	T. Rowe Price	Vanguard	Vontobel	ZURICH Bank

Dopo la caduta, tornano le azioni

Dopo un 2022 drammatico per la tecnologia asiatica, che era stata la punta di diamante degli indici emerging, e, al contrario, un anno molto positivo per i paesi produttori di materie prime, il 2023 inizia con buone speranze di ripresa per l'azionario dell'intero Far East, dell'India e, tutto sommato, anche dell'America Latina. La riapertura della Cina e la ripresa degli utili dovrebbero costituire forti driver. Ma buone speranze ci sono anche per l'hi tech, che dovrebbe riprendere i suo ruolo di leader dei listini. Ovviamamente, in un insieme così eterogeneo come gli emerging, sarà necessario analizzare singolarmente ogni situazione

Per il mercato azionario dei paesi emergenti, il 2022 è stato caratterizzato da un andamento alquanto dispersivo, che non permette di racchiudere in un'unica fotografia l'intera asset class. Essenzialmente, l'anno passato ha visto l'accentuarsi di un fenomeno già emergso a partire dall'inizio del 2021 e diventato dirompente negli scorsi mesi: l'inversione del paradigma che aveva visto per quasi un decennio la tecnologia asiatica dominare le performance dell'equity emerging, mentre il blocco delle nazioni incentrate in buona parte sulla

produzione di materie prime (America Latina in testa) era andato incontro ad annate disastrose. Nel mezzo, a seguire un loro percorso specifico, si trovano le grandi economie del Sud e del Sud-Est dell'Asia, legate alle proprie dinamiche di consumo endogene, e i poli manifatturieri dipendenti dal ciclo economico, soprattutto statunitense. Questo sconvolgimento viene descritto con parole vivide da **Anthony Sassine**, cfa, senior investment strategist, **Robin Zheng**, quantitative research analyst, e **Henry Greene**, investment strategist, di **KraneShares**: «Il quadro dei mercati emergenti è eterogeneo. Nel 2022 i paesi esportatori di materie prime, come il Brasile, l'Indonesia e l'Arabia Saudita, hanno continuato a brillare, beneficiando dei prezzi elevati di petrolio, metalli e altre commodity. La Corea del Sud, che tende a essere più in sintonia con il ciclo economico e il mercato statunitense rispetto ai suoi concorrenti nell'Asia emergente, ha subito un forte calo a causa dell'inflazione, il che ha portato a ulteriori rialzi dei tassi. Inoltre, la prospettiva di un rallentamento della crescita globale e i continui lockdown nella Cina continentale hanno pesato molto sulle esportazioni di tecnologia e sull'industria navale coreana». La ricca e iper-tecnologica area della Greater China, con le sue megalopoli scintillanti, le proprie aziende ai limiti della fantascienza e la gioventù iper-trendy e vorace acquirente di

beni di lusso, si è trovata a registrare performance dei propri asset rischiosi ai limiti dell'umiliante, rispetto a realtà che un decennio fa venivano etichettate in maniera piuttosto spiccia come "fragile 5". Infatti, nel complesso, nel 2022 l'Msci Em ha registrato un calo del 20,09% in dollari, tutto sommato non così peggio rispetto al -18,14% mostrato dall'Msci World, che raccoglie i listini delle economie sviluppate. Contemporaneamente, la performance dell'Msci China, sempre in divisa statunitense, è risultata pari a -21,93%, in parte salvata dall'andamento meno disastroso delle azioni A rispetto ad altri segmenti dell'equity del Dragone. Se però allarghiamo il discorso al triennio terminato lo scorso 31 dicembre, la perdita è stata pari a -7,50% all'anno, quasi il triplo rispetto al -2,69% dell'Msci Em nel suo complesso. Questi numeri appaiono particolarmente impressionanti, se si pensa al fatto che nel periodo preso in esame è inclusa la seconda parte del 2020 e i primissimi mesi del 2021, che erano invece stati trionfali per gli asset dell'Estremo Oriente.

Fedele alle sue caratteristiche di volatilità ed elevato beta, ancora peggiori sono state le performance della borsa coreana, scesa del 28,94% in dollari l'anno scorso con un calo annuale sui tre anni dell'1,69%. In quel periodo i danni sono stati limitati da un andamento eccellente durante il 2020, a sua volta dovuto alla rapida uscita dalla pandemia e al boom del proprio comparto It, semiconduttori soprattutto. Dall'altra parte, speculare è stato il comportamento dell'Msci Latin America, che

La situazione sta migliorando e riteniamo che stiamo entrando in una ripresa di 12-24 mesi per le azioni emergenti, basata su una serie di fattori ciclici e strutturali. Il rallentamento della crescita negli Stati Uniti e nei mercati sviluppati deve avvenire in concomitanza con la ripresa della crescita del Pil nei mercati emergenti



CHARLES WALSH
portfolio manager
Mirabaud Am

nel 2022 in dollari ha segnato +9,51%, anche se nella finestra temporale del triennio il saldo rimane negativo: il declino, infatti, è risultato pari a -4,40% all'anno a causa dell'impatto terribile del Covid nel 2020.

PROSPETTIVE PROMETTENTI

Dato questo quadro, non sorprende che, nonostante il rimbalzo del quarto trimestre del 2022 e del gennaio del 2023, vi sia oggi uno spazio abbastanza ampio per ulteriori recu-

peri. Essenzialmente, come si può vedere dai grafici, le valutazioni dell'azionario emergente hanno ceduto già parecchio terreno rispetto alla loro media storica e ai listini dei paesi sviluppati. In compenso, le previsioni di profitto sono state precipitosamente tagliate a partire dal 2021. In pratica, questo vasto e diversificato segmento dell'equity oggi si trova in condizioni value da manuale, come non si vedeva da decenni. Ciò anche perché, in compenso, in Europa vi è stata una ripresa imponente dei corsi a partire da ottobre (mentre scriviamo il Dax tedesco è in rialzo di oltre il 30% dai minimi), mentre negli Stati Uniti le stime sugli utili sono ancora decisamente elevate. Del resto, sono molti gli analisti e i money manager che non danno per scontato il verificarsi di una recessione statunitense quest'anno e le aziende locali stanno mostrando una grande capacità di protezione dei loro margini. Detto ciò, il rischio di avere adottato in occidente un eccesso di ottimismo sul futuro prossimo è sostanziale, mentre per gli emergenti è stato scontato già molto.

Una sintesi interessante viene elaborata da **Charles Walsh**, portfolio manager di **Mirabaud Am**: «La situazione sta migliorando e riteniamo che stiamo entrando in una ripresa di 12-24 mesi per le azioni emergenti, basata su una serie di fattori ciclici e strutturali. Il rallentamento della crescita negli Stati Uniti e nei mercati sviluppati deve avvenire in concomitanza con la ripresa della crescita del



Pil nei mercati emergenti. Prevediamo che ciò avvenga nel 2023, grazie soprattutto alla riapertura della Cina. Questa maggiore crescita del prodotto interno lordo dovrebbe tradursi in una crescita degli utili più sostenuta per le società dei paesi emergenti, rendendole più interessanti rispetto alle loro controparti sviluppate. Le stime di consenso indicano che gli utili degli emerging supereranno quelli dei mercati sviluppati nel 2023 e nel 2024».

L'OPPORTUNITÀ INDIA

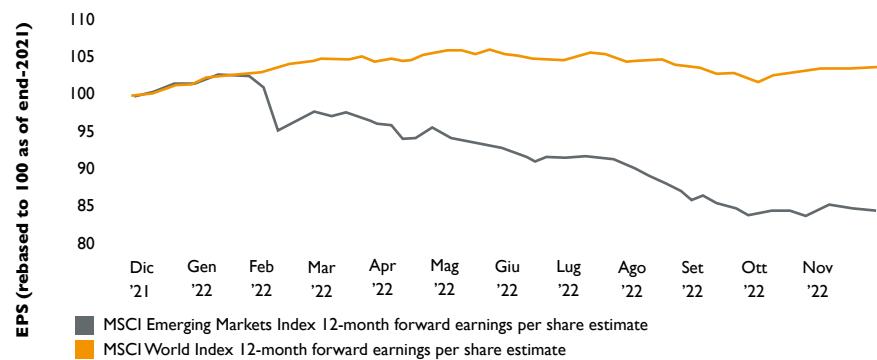
Dall'intervento di Walsh emerge, dunque, un concetto fondamentale: il ritorno sulla scena della Cina. Infatti, se la dinamo dei consumi cinesi dovesse tornare velocemente a pieno regime, le conseguenze sui mercati sarebbero enormi, come ricorda **Jian Shi Cortesi**, investment director, azioni growth Asia/Cina di **Gam**: «Dopo la robusta performance dell'India e del Sud-Est asiatico, nel 2023 crediamo che la leadership regionale potrebbe passare ai mercati dell'Asia del Nord, come Cina e Corea del Sud, se si considera il divario nelle valutazioni e i vantaggi macroeconomici derivanti, per esempio, dalla riapertura nella Repubblica Popolare. Per quanto concerne l'India, le prospettive di crescita nel lungo termine ci sembrano positive; tuttavia, manteniamo la prudenza a fronte di valutazioni elevate».

Proprio il caso dell'India appare interessante: l'avvio da anni di una fase di buona e stabile crescita economica, peraltro relativamente isolata dagli shock esterni, ha portato l'equity locale a essere l'assoluta star degli emerging: infatti, il rendimento annuale sul triennio 2020-2022 è stato pari (in dollari) a un sontuoso +10,7%, mentre l'anno scorso il calo è stato più che accettabile (-7,5%). L'azionario della più popolosa nazione del mondo sempre più è andato a configurarsi come il vero growth asiatico. Ma al pari di ogni mercato growth che si rispetti, le valutazioni, come ricordato da Cortesi, sono tutto tranne che un'occasione.

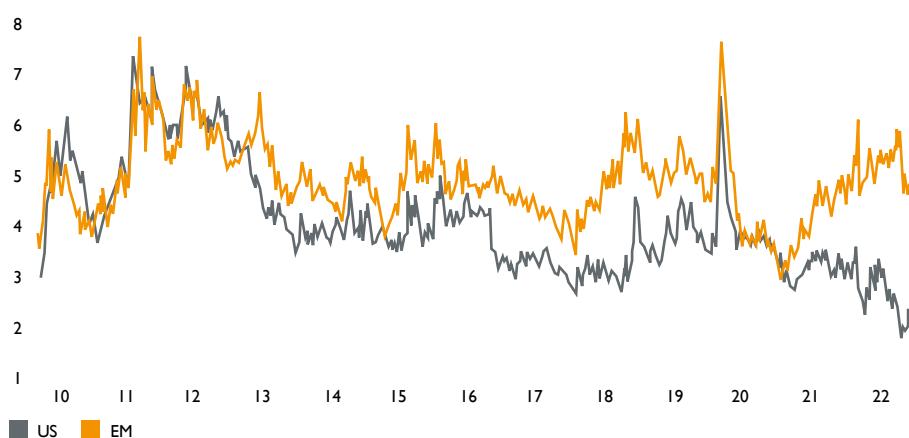
IL RITORNO DELLA TECNOLOGIA

Dall'altra parte, forse oggi si può finalmente guardare al segmento che forse è stato peggio trattato dai mercati nell'ultimo biennio, ossia la tecnologia asiatica. Da tempo l'atteggiamento delle autorità di Pechino è diventato molto più morbido a livello legislativo nei confronti dei propri colossi della rete. Il problema è che queste società sono legate in maniera totale, tanto da esserne un

LE STIME DEGLI UTILI PER I MERCATI EMERGENTI STANNO GIÀ SCONTANDO UN AMPIO CALO DEI PROFITTI



VALUTAZIONI EM VS US (RENDEMENTO EQUITY/RENDEMENTO BOND DECENTNALE)



simbolo, al dirompente consumismo cinese, messo in gabbia dallo zero-Covid. Se poi aggiungiamo la rottura pressoché completa dei rapporti con gli Stati Uniti in ambito It, appare chiaro che negli ultimi due anni abbiamo assistito a qualcosa di simile a una tempesta perfetta.

Di conseguenza, la riapertura dell'economia del Dragone appare come un game changer

fondamentale, le cui ricadute benefiche dovrebbero farsi sentire sulle ricche economie della zona (Giappone incluso), piagate dalle incertezze su inflazione e ciclo globale. Ancora Jian Shi Cortesi sostiene: «Esistono opportunità di investimento in titoli asiatici growth, come le società tecnologiche cinesi. Da quando il mercato del Far East ha raggiunto il suo picco nel febbraio del 2021, abbiamo assistito

a un crollo di alcuni titoli growth e a valutazioni ai minimi storici. Tuttavia, nell'ultimo trimestre alcune società internet cinesi hanno registrato utili e redditività migliori del previsto, indicando che il peggio potrebbe essere passato. In mezzo alla rivalità tra Stati Uniti e il Dragone, molte aziende e organizzazioni cinesi sono consapevoli del rischio che gli Usa blocchino alcuni prodotti tecnologici a Pechino, come i semiconduttori. Di conseguenza, la sostituzione delle importazioni è un tema importante nel settore tecnologico. Esistono opportunità di investimento in aziende cinesi che offrono prodotti sostitutivi nella catena di fornitura tecnologica».

Nonostante corsi comunque meno bassi, un ruolo lo possono continuare a giocare anche gli asset azionari del Sud-Est asiatico. Quest'area del pianeta, infatti, da una parte sta portando avanti una politica di sempre maggiore integrazione con la Repubblica Popolare in diversi ambiti che vanno dal turismo alle infrastrutture ai servizi internet, dall'altra le economie dell'Asean si pongono come alternativa alla Cina e fonte di diversificazione a livello manifatturiero per i grandi gruppi internazionali. Questo paradigma trova tuttora buone occasioni per essere declinato sui mercati equity locali, con però un minimo di caveat circa le prospettive nell'immediato. Una sintesi interessante viene infatti offerta da **Anh Lu**, gestore del fondo **T. Rowe Price Funds Sicav-Asia ex-Japan Equity**, di **T. Rowe Price**: «Siamo tuttora relativamente ottimisti sull'azionario asiatico (Giappone escluso)

per il 2023. La situazione appare favorevole nel breve termine per la Cina e l'Asia settentrionale: le valutazioni sono a livelli ciclicamente depressi e i mercati nettamente trascurati dagli investitori globali. Nel breve termine, siamo invece più cauti sull'India e il Sud Est asiatico. Le valutazioni appaiono eccessive, soprattutto in India, ma il paese potrebbe essere sul punto di imboccare una traiettoria di crescita più rapida, grazie al nuovo ciclo di investimenti e alla maggiore capacità di gestire le pressioni inflative importate. Da parte sua, il Sud Est asiatico può beneficiare di investimenti diretti esteri più consistenti, ora che alcune multinazionali stanno cercando di diversificare la base di fornitori al di fuori della Cina».

MAGGIORE PLURALITÀ DI TEMI

Quanto illustrato finora, però, aiuta anche a comprendere che il problema principale dell'equity racchiuso sotto l'etichetta di emergente è di essere in qualche maniera limitato a pochi temi in diretta competizione fra loro: i consumi del sud dell'Asia, la tecnologia cinese, le materie prime, la manifattura messicana ed est europea e pochi altri. Probabilmente un approccio con maggiori caratteristiche di diversificazione si può ottenere andando a cercare singoli casi aziendali che sfuggono alla dicotomia che potremmo riassumere come Petrobras vs Tencent.

Mark Baribeau, portfolio manager di **Pgim Jennison Global Equity Opportunities Fund** sposta l'attenzione su



JIAN SHI CORTESI
investment director,
azioni growth Asia/Cina
Gam

*Esistono opportunità
di investimento in titoli
asiatici growth, come le
società tecnologiche cinesi*

un esempio interessante, invitando a puntare sulla crescita dei consumi via tecnologia in un'area del mondo spesso, da questo punto di vista, piuttosto sottovalutata come l'America Latina: «Le piattaforme tecnologiche finanziarie rappresentano opportunità interessanti nei mercati emergenti, perché le imprese, le organizzazioni e i privati continuano a cercare un accesso più comodo e conveniente ai servizi finanziari. L'America Latina è una regione particolarmente interessante a causa della mancanza di potenziamento dei servizi da parte delle banche tradizionali». Al di là del caso di investimento specifico, con ogni probabilità all'interno di questo vasto universo le maggiori opportunità di generare alfa in futuro si coglieranno posizionandosi su casi che sfidano gli stereotipi come quello appena descritto. In caso contrario, gli emergenti rischiano di rimanere ancora a lungo un'area ad alto beta senza davvero fare il grande balzo.



LORENZO PORTELLI

HEAD OF CROSS ASSET RESEARCH

AMUNDI INSTITUTE

«Uno scenario fragile, ma non recessivo»

a cura di Pinuccia Parini

Quale sono le vostre attese sulla crescita globale?

«Le nostre stime del Pil globale sono state recentemente riviste al rialzo al 2,4% dal precedente 2,1%, grazie soprattutto alle sorprese positive provenienti dalla Cina, dove stimiamo una crescita del 5,1%, e a una tenuta sopra le attese della conjuntura europea, dovuta a fattori stagionali (inverno mite) che hanno evitato una crisi energetica nel continente».

Il mercato del lavoro, soprattutto negli Usa, continua a mostrare segnali di forza. Quali sono le ricadute sulle decisioni di politica monetaria?

«È indubbio che la componente core sia quella che sta trainando l'inflazione, più negli Stati Uniti che in Europa, e crediamo che sia stato proprio l'aumento di quest'ultima a spingere le banche centrali a cambiare le proprie politiche monetarie. Ci attendiamo che la Fed continui a rialzare sino a un livello dei Fed Fund del 5,25%, con tre rialzi di 25 pun-

ti base, e non ci aspettiamo alcun cambio di rotta (il cosiddetto pivot), perché è proprio la componente strutturale dell'inflazione, legata al mercato del lavoro e a quello immobiliare, nella componente servizi, che rimane ancora alta. Vorrei ricordare che i servizi sono legati più che all'affitto di equilibrio tra domanda e offerta, alle aspettative che i proprietari di casa hanno sul proprio potenziale canone. Oggi, questo elemento, rispetto agli anni '70, è diventato più importante da monitorare in un mondo che, in termini salariali, è meno indicizzato all'inflazione. È stato proprio l'incremento di valore di quest'ultima sopra il 6%, a gennaio del 2022, che ha fatto cambiare il corso dei mercati e delle banche centrali. La Fed non può permettersi che gli indicatori legati al mercato del lavoro e a quello immobiliare rimangano elevati per troppo tempo, visto il loro peso sulle aspettative di lungo termine dell'inflazione. In Eurozona, invece, la situazione presenta una diversa caratterizzazione. L'inflazione core, infatti, è alta, ma per



LORENZO PORTELLI
head of cross asset research
Amundi Institute

motivi diversi rispetto a quelli americani e il mercato del lavoro è sì migliorato, ma non crediamo al punto tale da fare cambiare il corso della Bce. In termini di livello dei tassi, ci aspettiamo che i rialzi si fermino al 3,5%».

E per quanto riguarda il quantitative tightening, quali sono le sue considerazioni?

«L'evidenza ci dice che, nonostante sia finita l'immissione di liquidità straordinaria post pandemia, le banche centrali non saranno così aggressive nel ridurre i bilanci, perché il sistema, in presenza di un alto debito e di un'elevata leva finanziaria, consiglia prudenza su questo aspetto. I tassi a breve aiutano a contrastare l'inflazione, le politiche monetarie sul bilancio a tenere sotto controllo la parte a lunga scadenza delle curve dei rendimenti. Vorrei inoltre menzionare il ruolo fondamentale che le stesse banche centrali avranno nel fare in modo che la transizione green, sulla quale tanti sforzi si stanno concentrando, ma altrettante difficoltà stanno emergendo, continui il suo percorso, vista la necessità di finanziamenti pubblici e privati necessari perché sia realizzata. Sarà uno sforzo corale, che necessiterà di parecchio coordinamento e supporto da parte di una serie di istituzioni, ai quali gli stessi istituti emittenti non potranno sottrarsi».

Quindi come si presenta il 2023?

«Da un punto di vista macroeconomico, riteniamo che il 2023 presenti alcune incertezze, ma confermiamo uno scenario non recessivo, sia a livello globale, sia negli Stati Uniti, dove stimiamo la possibilità che ciò avvenga intorno al 40%. Tuttavia, il quadro congiunturale è più di rallentamento economico, guidato da una decelerazione dei consumi. Nell'anno,

però, a livello globale, le fragilità rimangono, in particolare con l'avvicinarsi dell'estate, nonostante i recenti segnali che provengono dagli indicatori di mercato siano benigni. Nei passati 40 anni non abbiamo mai assistito a un rialzo dei tassi così forte negli Usa e, in generale, a livello mondiale. Di conseguenza, è difficile comprendere appieno l'effetto finale che tutto ciò avrà sul quadro economico e l'attuale sistema econometrico non ha mai sperimentato, negli ultimi quattro decenni, uno shock esogeno da rialzo dei tassi. È per tale ragione che continuiamo a essere cauti, perché occorreranno almeno due trimestri per avere una migliore visibilità degli impatti della politica monetaria restrittiva. Questa visione ci porta ad avere un'asset allocation nella prima parte dell'anno non aggressiva in termini di rischio, ma che sarà più attiva, in particolare sul mercato obbligazionario, che riteniamo attraente, sia in termini di duration, sia nella scelta di emissioni societarie di qualità. Se la situazione evolvesse in base alle nostre previsioni, saremo pronti ad aumentare l'esposizione agli asset rischiosi nella seconda metà del 2023, sia nell'ambito azionario, sia in quello del credito, grazie anche a una ripresa potenziale degli utili aziendali, in particolare negli Usa».

Perché vedete una potenziale ripresa dei profitti, visto il contesto di decelerazione dell'economia?

«La nostra considerazione sembrerà controintuitiva, ma riteniamo che, nella seconda parte dell'anno, le aziende potranno beneficiare di margini migliori. Gli utili sono il risultato di due fattori: ricavi e costi. Il 2022 è stato un anno difficile, in questo senso, tanto che dalla stagione degli annunci societari, in corso negli Stati Uniti, emerge chiaramente l'impatto negativo di un dollaro forte, del costo più elevato delle materie prime, delle pressioni salariali e di un costo del capitale che è esplosivo. Nel

2023 questi venti sfavorevoli potrebbero attenuarsi o venire meno».

Pensa che la correlazione positiva tra azioni e obbligazioni, che ha caratterizzato il 2022, finirà?

«La correlazione, per sua natura, è una misura simmetrica. Se la nostra lettura del quadro generale, con un'inflazione che scende e le banche centrali che non commettono errori, si rivelasse corretta, allora la correlazione tra bond ed equity dovrebbe rimanere positiva, ma con rendimenti ben diversi rispetto a quelli dello scorso anno. Nel caso in cui, invece, si finisse in recessione, accadrebbe il contrario e l'esposizione al mercato obbligazionario aiuterebbe a contenere i potenziali corsi negativi dell'azionario. È per questa ragione che, in termini di soluzioni d'investimento, pensiamo che le strategie multi-asset potrebbero essere da favorire nel 2023. In tale contesto, ci attendiamo che il dollaro si indebolisca rispetto a tutte le altre valute: euro, yen e divise emergenti. La nostra convinzione trova fondamento nell'analisi storica del comportamento del biglietto verde che, in situazioni in cui non si verifica un'indebolimento e la Fed completa il ciclo di rialzo dei tassi, si deprezza. È importante segnalare questo aspetto, perché un dollaro più debole, oltre a generare liquidità nel sistema e quindi condizioni finanziarie più favorevoli, dovrebbe essere anche di sostegno agli utili delle aziende americane e dei paesi emergenti (il trade weighted dollar basket ha, al suo interno, il 50% di divise emergenti). Abbiamo una proiezione sugli utili delle società Em, trainati dalla riapertura della Cina, in crescita a doppia cifra e, per quanto riguarda l'esposizione azionaria, la nostra view è più costruttiva su quest'area rispetto (in particolare sull'azionario cinese) a quella dei paesi sviluppati».



Il futuro è oggi

a cura di **Boris Secciani**

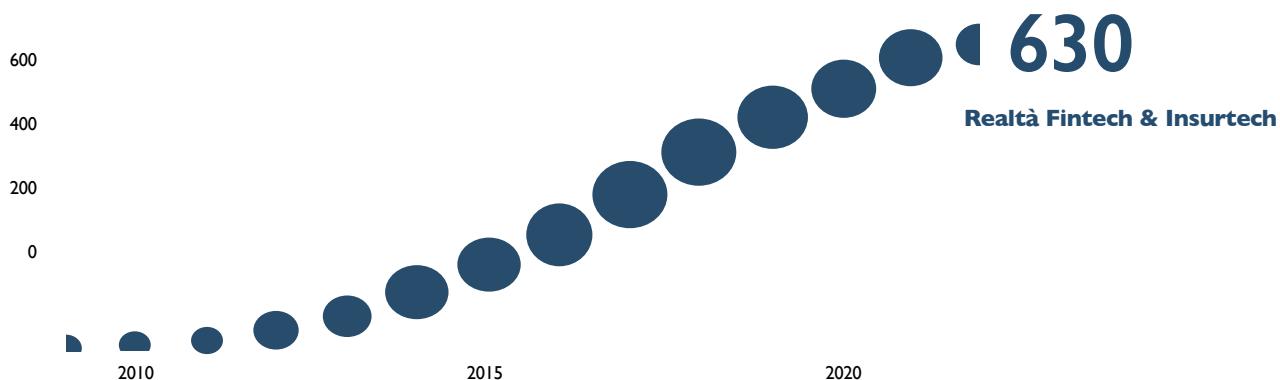


Marco Giorgino

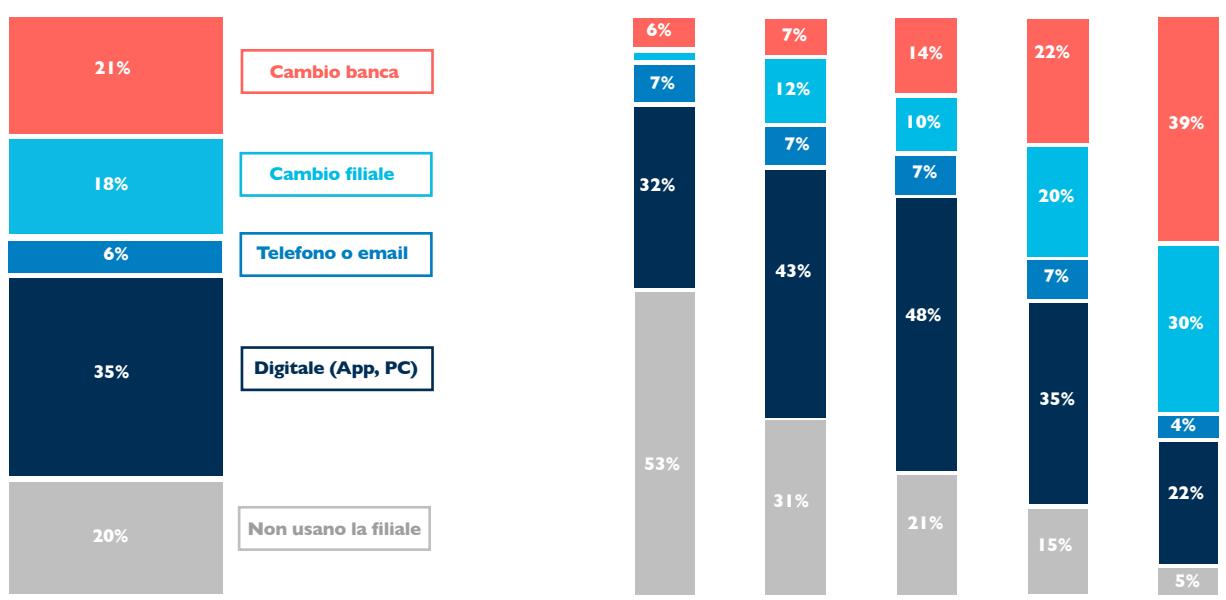
L'Osservatorio Fintech&Insurtech del Politecnico di Milano è una delle realtà più consolidate per quanto riguarda la raccolta dei dati e l'analisi dei trend che stanno ridefinendo il futuro della finanza nell'era digitale. In otto anni di attività, ha costruito un ecosistema fatto di centinaia di partnership e sponsorizzazioni per aiutare a sviluppare un segmento che è partito con molto ritardo e in maniera alquanto timida nel nostro Paese, ma che sta ora vivendo una fase di crescita decisamente intensa. In questa intervista, **Marco Giorgino**, docente di Financial Markets & Institutions e Financial Risk Management del **Politecnico di Milano** e responsabile scientifico dell'Osservatorio Fintech&Insurtech, delinea alcuni tratti fondamentali di questo processo di trasformazione.

Come è nato l'Osservatorio Fintech e come si sta espandendo?

«L'Osservatorio Fintech è nato nel 2015 sulla base di un'intuizione del gruppo fondatore, del quale faccio parte. A quell'epoca, infatti, appariva evidente che la tecnologia digitale stava cominciando ad affermarsi in maniera sempre più decisa in ambito bancario, assicurativo e finanziario.



SE LA FILIALE DELLA MIA BANCA CHIUDESSE...



Base=1524 Consumatori Italiani 18-74 attivi in Internet

Pensi alla filiale bancaria in cui si reca più spesso, quale sarebbe la sua reazione più probabile se la filiale chiudesse?

Va sottolineato, peraltro, che questo vasto comparto è sempre stato caratterizzato da una forte attenzione e ampi investimenti nei confronti dell'informatizzazione. Nell'ultimo decennio, però, è esploso un processo di digitalizzazione dei servizi offerti, con la nascita e l'affermazione di player nati senza alcuna infrastruttura fisica. Per rispondere alla seconda parte della domanda, non si può non ricordare la crescita del numero e della varietà di stakeholder dell'Osservatorio, che oggi ha stabilito un rapporto proficuo con neobanche, gruppi insurtech, player finanziari tradizionali che stanno riconfigurando il proprio modello di business verso una

centralità del digitale e gruppi di consulenza. Il lavoro portato avanti in questi anni ci ha permesso di diventare un punto di riferimento nel monitorare l'evoluzione di questa industria. Per il 2023, prevediamo di espandere i rapporti internazionali e di dialogare sempre di più anche con le autorità di controllo, quali Bankitalia e la Consob, per aiutarle a mettere a punto il quadro più favorevole alla crescita e alla stabilità del settore».

In questo contesto, quali sono i vostri servizi che vengono maggiormente apprezzati?

«Come abbiamo visto, interagiamo con

FINANZIAMENTI VENTURE IN ITALIA

867Mln **Debito** Dal 2009
2788Mln **Equity** **€3.684m**

308Mln **Debito** Nel 2022
620Mln **Equity** **€934m**

dozzine di partner che operano in differenti ambiti, le cui esigenze ovviamente possono essere molto diversificate. Possiamo, però, identificare tre aree parti-

L'occasione della vita per l'economia italiana

Quando si parla di Italia e tecnologia digitale, non sempre i toni sono particolarmente positivi. Molto spesso, infatti, vengono sottolineate più le mancanze (scarsità di finanziamenti, infrastrutture non all'altezza, popolazione in parte riottosa agli utilizzi della rete) che le potenzialità. Il nostro Paese, però, negli ultimi anni sta operando un salto di qualità che sta permettendo un significativo recupero nei confronti delle economie più innovative. Sicuramente, la pandemia, qui come dappertutto, ha incrementato in maniera abnorme, e forse almeno in parte temporanea, l'economia di internet. Dall'altra parte, però, la Penisola sta vivendo una stagione di maggiore vivacità, maturità e interesse per gli investimenti nell'economia del futuro.

Al centro di questo ampio fenomeno di disruption si sta ritagliando un ruolo sempre più importante il comparto finanziario, in particolar modo a livello di servizi bancari, spesso definiti con il termine ombrello fintech. La dinamo principale di questo boom risiede proprio in quelli che per molti anni sono stati percepiti come i punti di debolezza del nostro settore. In particolar modo, la grande frammentazione del nostro sistema produttivo in una quantità molto ampia di Pmi e di micro-imprese. Queste ultime non sempre hanno trovato un adeguato interlocutore in un sistema bancario anch'esso in via di profonda trasformazione.

UN CONSOLIDAMENTO SENZA FINE

Da questo punto di vista vale la pena enumerare qualche cifra: innanzitutto, nel decennio che va dal 2012 al 2021 compresi, il numero di istituti di credito si è ridotto da 706 a 456. Contemporaneamente, è calata in maniera sostanziale anche la quantità di filiali, che sono scese a 21.650 dalle 32.881 di 11 anni fa. Alla fine del 2021, si registravano 1.591 comuni in Italia senza la presenza di alcuna filiale, per un totale di oltre 1,6 milioni di persone. Un simile processo rischia di penalizzare in maniera particolarmente acuta proprio il tessuto delle aziende di minore dimensione, che dipendono in buona parte da un rapporto relazionale piuttosto stretto con la propria banca locale per potere accedere al credito.

Dove si creano problemi, pure gravi, si formano, però, al contempo opportunità importantissime. L'avanzamento delle tecnologie digitali in ambito bancario sta portando a una serie di conseguenze fondamentali in termini di velocità di onboarding del cliente e di approvazione ed erogazione del credito. Una rivoluzione che va a toccare pressoché qualsiasi piega del gigantesco e variegato complesso della finanza. Come si legge nell'intervista a Marco Giorgino, le novità portate dalla digitalizzazione possono potenzialmente portare le Pmi italiane ad accedere a tutta una serie di servizi che oggi è loro preclusa. L'impatto sul mondo delle Pmi viene ben sintetizzato anche in un report di **McKinsey & Company** e dell'**International association of credit portfolio managers (Iacpm)** intitolato "Data and analytics innovations in credit portfolio management": «Le banche che hanno automatizzato completamente le decisioni per la maggior parte del portafoglio (oltre il 50%) sono ancora relativamente rare (circa l'11% per i portafogli Pmi e intorno al 4% per il midmarket). Tuttavia, per le Pmi, circa il 30% degli intervistati ha dichiarato di avere automatizzato più del 30% delle decisioni. Inoltre, nel segmento piccole e medie imprese, gli intervistati riferiscono di avere ottenuto un beneficio significativo in termini di tempi di esecuzione, con il 37% dei partecipanti che ha registrato una riduzione di oltre il 10%».

IL RUOLO CRUCIALE DEGLI INVESTITORI IN ASSET PRIVATI

In tutto questo flusso innovativo sono coinvolte diverse industrie, tra le quali, non ultima, quella del risparmio gestito, che si trova di fronte a un'occasione unica di giocare un ruolo chiave nella rivoluzione bancaria e finanziaria in corso. Da una parte, infatti, avranno un



ruolo sempre maggiore quei prodotti che investono in asset privati, allo scopo di generare alfa in mercati incerti e volatili. In particolare, ciò avverrà per chi punta sull'esposizione al capitale di rischio delle imprese e sulla crescita dei finanziamenti diretti a soggetti, come le aziende di minori dimensioni, che finora potevano contare esclusivamente sul pilastro bancario tradizionale. Anche nel nostro Paese è dunque lecito aspettarsi una continua crescita del venture capital.

L'avvento di nuovi assetti regolatori e l'impatto dirompente di diverse tecnologie, come la blockchain, porteranno poi a una sempre maggiore "democratizzazione" di questi prodotti di investimento. L'industria del venture capital, tra l'altro, non sorprendentemente sta trovando proprio nella fintech uno dei propri temi di maggiore interesse. I protagonisti della nuova finanza stanno giocando un ruolo fondamentale nell'allargare l'accesso ai servizi finanziari al tessuto produttivo, con enormi possibilità in Italia di espandere il pool di asset privati investibili attraverso tecniche innovative di cartolarizzazione. In tutto ciò, la consulenza finanziaria può avere una funzione importantissima di coordinamento e, per così dire, di chiusura del cerchio.

Sicuramente, a essere incoraggiante è stato finora il risponso, sia delle imprese, sia dell'industria dell'asset management, che su questi temi stanno riversando risorse sempre più importanti anche in un anno difficile come il 2022. A ricordarlo sono **Giorgio Pastarini**, investment analyst di **PI01**, e **Giuseppe Donvito**, partner di **PI01**: «I servizi bancari per le Pmi sono l'ambito che nel 2022 ha registrato la maggiore crescita in termini di investimenti. Il settore dei pagamenti rimane ancora il più gettonato, seguito da quello del "Buy now, pay later" (Bnpl), pur avendo subito un calo rispetto al 2021».

L'ITALIA NEL CONTESTO EUROPEO E GLOBALE

La ricerca dell'Osservatorio Fintech&Insurtech del Politecnico di Milano mostra poi che il Belpaese da una parte ha fatto moltissimo, ma anche che c'è ancora diverso terreno da recuperare. Se lasciamo da parte i colossi asiatici, che hanno a disposizione mercati giganteschi e sono pronti a fiondarsi su qualsiasi novità tecnologica, in occidente la gerarchia dell'innovazione fintech sembra configurarsi nella maniera alla quale siamo abituati: «In Europa, nel 2022, l'ecosistema di startup fintech e insurtech ha continuato a crescere. Nel corso della ricerca ne abbiamo rilevate 1.392 (+81% rispetto al 2020), che hanno raccolto complessivamente 35 miliardi di dollari negli ultimi cinque anni (+73% sul dato 2020), con una media di 25 milioni di dollari ciascuna. Il Regno Unito si conferma la culla del fintech in Europa ed è sede del 38% delle startup; seguono Francia (11%) e Germania (9%). Anche guardando all'entità dei fondi raccolti, la distribuzione rimane simile: guida sempre il Regno Unito con 17,4 miliardi di dollari, seguono distanti Francia e Germania (3,2 e 3 miliardi di dollari)».

A guidare la crescita della rivoluzione finanziaria vi sono dunque, al solito, i pesi massimi dell'economia mondiale. L'Italia, però, come accennato, sta mostrando una capacità di recupero non da poco. Sempre lo stesso report evidenzia che ci sono nella Penisola attualmente 630 gruppi finanziari innovativi, di cui 22 nati nel 2022. Dal 2009 a oggi, i finanziamenti venture (contando sia equity, sia debito) alla fintech italiana sono stati pari a 3,7 miliardi di euro con oltre 900 milioni, però, solamente nel 2022. La crescita delle attività si sta poi dimostrando impressionante: sempre la stessa ricerca del Politecnico di Milano evidenzia che i ricavi mediani delle startup in questo settore sono raddoppiati l'anno scorso rispetto al 2021.

In definitiva, dunque, un'Italia che sta schizzando in avanti a causa della concreta possibilità di usare l'innovazione digitale come un ponte per unire in maniera decisiva un'economia reale che chiede risorse. Ma c'è anche un sistema finanziario nel quale, entro pochi anni, nulla sarà come prima. In tutto ciò, il complesso dell'asset e del wealth management può fornire un contributo decisivo nel fornire la liquidità necessaria a costruire un ponte fra gli investitori istituzionali e il tessuto imprenditoriale italiano.

colarmente apprezzate. Innanzitutto la nostra ricerca, che si articola, da una parte, sui grandi temi strutturali e continuativi della fintech e dell'insurtech: monitorare in maniera puntuale le trasformazioni in questo ambito permette ai nostri partner di prendere decisioni più razionali, il che è a dir poco fondamentale, visti anche gli investimenti necessari. Dall'altra parte, ci focalizziamo anche sulle tecnologie di frontiera: pensiamo, ad esempio, alla blockchain e a quello che potrà essere il loro impatto futuro sul complesso dei servizi finanziari. Il secondo servizio sul quale puntiamo è la capacità di offrire workshop di approfondimento su temi di attualità. Grazie a essi, i protagonisti di questo segmento





hanno la possibilità di confrontarsi e approfondire le dinamiche in atto in una logica precompetitiva. Infine, avere puntato sull'organizzazione di visite all'estero in poli particolarmente innovativi (ad esempio nel Regno Unito e in Spagna e, virtualmente, in Asia) offre l'opportunità di interfacciarsi con partner stranieri, un'attività che diversi nostri partner e sponsor da soli magari farebbero fatica a portare a termine».

Soffermiamoci sui servizi bancari: in questo ambiente la fintech si è concentrata all'inizio sui servizi di pagamento, mentre oggi si registra una forte crescita nelle attività di prestito. Pensa che si stia assistendo a una rivoluzione da parte del cosiddetto neolending?

«Per rispondere a questo quesito partiamo dal quadro generale: da parte degli operatori vi è una presa di coscienza sempre maggiore dell'importanza e della valorizzazione dei dati. In particolare, in una logica di erogazione creditizia, l'uso avanzato di modelli predittivi basati su big

data costituisce un vantaggio competitivo fondamentale. Basti pensare all'importanza che ciò potrebbe avere nell'individuare fenomeni di deterioramento del credito in anticipo. Al centro di questo modello, risiede la disponibilità e la capacità di integrare database fra loro molto diversi, finanziari e non strettamente tali. Pensiamo, ad esempio, ai report sulla sostenibilità di un'impresa. A questi sviluppi si accompagna l'ascesa sempre maggiore di paradigmi basati sul banking as a service, con il quale anche aziende che non sono operatori bancari possono offrire servizi di questo tipo, usufruendo di una piattaforma white label fornita da terze parti e concentrando sul marketing e sull'acquisizione della clientela. Per questi motivi vediamo certamente all'orizzonte cambiamenti profondi nelle attività di credito».

Si può affermare che le Pmi, che (specialmente in Italia) storicamente soffrono di maggiori difficoltà nell'accesso ai finanziamenti, potranno trarre forti vantaggi da questo processo di innovazione?

«Senza dubbio: la possibilità di lavorare con una quantità di dati molto maggiore che in passato e da diverse fonti permette di arrivare a una decisione più rapida e puntuale nell'erogazione di credito alle piccole e medie imprese. Il digital lending rappresenta per questo pilastro dell'economia italiana una grande occasione, specialmente in una fase storica come questa, nella quale vi è stato, e continua tuttora, un processo di consolidamento del sistema bancario e di riduzione delle filiali fisiche».

Si sente spesso parlare di un duplice paradigma: da una parte la disruption pura, in cui i player digitali andranno a occupare il mercato che oggi è degli istituti tradizionali, dall'altra la cosiddetta coopetition, che vede i grandi player finanziari affrontare la digitalizzazione attraverso l'acquisizione di fintech. Secondo voi, quale approccio alla fine risulterà vincente?

«C'è spazio per tutti e due i modelli: ci sono infatti neobanche che sono in gra-

do di competere in maniera molto valida da sole. Dall'altra parte, però, non va dimenticato che i grandi gruppi dei servizi finanziari hanno a disposizione una grande quantità di risorse e investono moltissimo in tecnologia da decenni e hanno quindi sviluppato anch'esse in house un forte know-how digitale. Sempre di più, però, il management di questi soggetti comprende che non si può sviluppare ogni servizio internamente e pertanto sta dedicando una quantità crescente di risorse all'acquisizione di società innovative, in una logica, perciò, di coope-tition. Inoltre, non va dimenticato che una start-up digitale deve costruire il proprio business da zero: il marketing e le attività di acquisizione del cliente in generale rappresentano una voce di spesa importante per i gruppi fintech e insurtech. I player tradizionali, invece, possono fare leva su una base di clienti già molto ampia e fidelizzata, che può quindi essere accompagnata nella transizione».

In tutto ciò prevede un ruolo centrale per modelli di business progressivamente incentrati sull'open banking?

«L'open banking ha un potenziale di sviluppo enorme in termini di nuovi servizi. Oltre a fornire una spinta a quel processo di uso e di maggiore integrazione

dei big data: la grande quantità di informazioni che è possibile ricavare dall'unificazione dei dati dei conti correnti può costituire la base per la creazione di una serie di business di consulenza evoluta che, in particolar modo per le piccole e medie imprese, potrebbe favorire di molto l'accesso a varie forme di liquidità. Pensiamo, ad esempio, alla possibilità di offrire, in maniera rapida ed economica, servizi di pianificazione finanziaria quali il cash flow modelling. Si tratta di un tipo di reportistica che sempre più spesso le banche richiedono e che però tuttora una grande percentuale di Pmi italiane non è in grado di generare. Chi saprà sfruttare l'open banking in questa direzione, si ritroverà ad acquisire un vasto vantaggio competitivo; viceversa, chi considera questa innovazione solo un onere aggiuntivo in termini di compliance è destinato a rimanere indietro».

Quale è la posizione del settore bancario italiano? Le nostre industrie fintech e insurtech sembrano decisamente vivaci; stiamo recuperando il gap?

«Sicuramente il Paese si sta muovendo nella direzione giusta, con un'esplosione di domanda e un'offerta di servizi finanziari digitali ai quali si sta accompagnando una sempre maggiore maturità dell'indu-

stria. Anche nel 2022, nonostante le difficoltà economiche e geopolitiche, vi è stato un volume di investimenti in questa industria pari a circa un miliardo di euro. Va detto, però, che questa cifra fa capo a un numero concentrato di operazioni. Come abbiamo visto, sono necessari budget importanti per l'innovazione, ma, ancora di più, occorre una solida cultura in questo senso. Va infatti ricordato che il paradigma di coopetition di cui abbiamo parlato in precedenza non è appannaggio solo dei colossi: diversi istituti di piccole e medie dimensioni si stanno muovendo in maniera valida su questo fronte».

Infine, se dovesse identificare un trend in nuce destinato a esplodere nei prossimi tre-cinque anni, dove ricadrebbe la vostra scelta?

«La crescita della blockchain è destinata ad avere un impatto esplosivo sul sistema finanziario. In particolar modo, prevediamo che la trasformazione in token degli asset finanziari potrebbe portare alla creazione di mercati liquidi in ambiti dove ancora questi non esistono. Pensiamo che si tratti di un trend estremamente importante per tutto il comparto del risparmio gestito, che solo ora sta cominciando a muovere i primi passi».



LUCA COLUSSA

FUND MANAGER

GENERALI INVESTMENTS PARTNERS

Ancora tanta cautela

a cura di **Emanuela Zini**

È ancora molto cauta e attenta alle variabili macroeconomiche la strategia di **Luca Colussa**, fund manager di **Generali Investments Partners**. Da una parte si sta apertamente parlando di fine delle politiche di rialzo dei tassi da parte della Fed e probabilmente anche delle altre più importanti banche centrali, dall'altra, però, la recessione è data per scontata, anche se non è ancora chiaro con quale intensità. Con una visione di questo tipo, è sicuramente indispensabile operare scelte estremamente attente, sia sui bond, sia sull'azionario.

La parola chiave in questa fase di inizio anno, sui mercati azionari, è “cautela”: si confermerà la sua centralità anche nei prossimi mesi?

«Il 2022 è stato un anno negativo per le principali classi di attivi e anche la parte azionaria ha sofferto, seppure in modo meno marcato rispetto al comparto obbligazionario, in termini aggiustati per il rischio. L'inflazione sopra le attese, aggravata dalle conseguenze della guerra in Ucraina, e il cambiamento

delle politiche monetarie hanno spinto i tassi reali all'insù, deprimendo i multipli di borsa. Per contro, gli utili societari hanno beneficiato di una crescita economica sostenuta nella prima metà dell'anno e di una notevole capacità di trasferire i maggiori costi di produzione al consumatore finale. Queste dinamiche sembrano destinate a cambiare nel 2023. Le previsioni di crescita sono, infatti, intorno allo zero, sia negli Stati Uniti, sia in Europa. Inoltre, il livello di incertezza appare particolarmente elevato. Quindi, sì, la cautela rimarrà ancora protagonista nel 2023, anche se non mancheranno le occasioni di investimento, così come avvenuto con i temi value e il settore energy nel corso del 2022».

Quali saranno i fattori chiave da monitorare che potranno rappresentare un punto di svolta per i listini?

«Suddividiamo il problema in due: da una parte i multipli azionari, dall'altra le aspettative sui profitti delle società. Per quanto concerne i multipli, il driver principale negli ultimi anni è stato l'andamento dei tassi



LUCA COLUSSA
fund manager
Generali Investments Partners

reali, che riflettono, in primis, il livello dei tassi e le aspettative di politica monetaria. Appare, quindi, fondamentale continuare a monitorare le decisioni delle banche centrali e, in particolare, una possibile svolta nelle loro decisioni. Per quanto riguarda gli utili, va innanzitutto sottolineata la loro resilienza nel corso del 2022, constatando che le stime si sono mosse al rialzo nel corso dell'anno, salvo iniziare una timida discesa, per lo più negli Stati Uniti, solo nella seconda metà del 2022. I fattori da monitorare in questo caso sono molteplici. Da un punto di vista dei volumi, gli indici di fiducia, come i Pmi, mostrano una contrazione imminente, ma è probabilmente sul potere di pricing che potrebbero arrivare

le maggiori sorprese negative. Crediamo, quindi, che saranno determinanti le notizie e gli indicatori sulla marginalità delle imprese, in un momento in cui i costi del lavoro stanno salendo, mentre comincia a vacillare la capacità di alzare ulteriormente i prezzi di vendita».

Osservate speciali sono le banche centrali: il 2023 potrebbe vedere finalmente un pivot nella politica monetaria?

«L'aggiustamento operato dalle banche centrali e dalla Federal Reserve in primis nel corso del 2022 è stato il più rapido e ingente dai tempi di Paul Volcker all'inizio degli anni '80. Sebbene il mercato stia ancora scontando alcuni rialzi nella prima metà del 2023, possiamo affermare che il ciclo rialzista è ormai nella fase finale. Il dibattito sul pivot è, quindi, sicuramente attuale, ma è la definizione stessa di pivot che va precisata. Pivot, in origine, veniva inteso come il momento in cui la Fed cominciava a tagliare i tassi di interesse. In quel senso, è probabile che dovremo aspettare ancora a lungo, perché la Banca centrale Usa vorrà vedere un sensibile rialzo della disoccupazione, precursore di un calo sostenuto dell'inflazione core, prima di agire. Ciò che appare molto probabile è, invece, una serie di mini-pivot nel corso del 2023: la riduzione dell'entità degli ultimi rialzi e, di seguito, la fine del ciclo rialzista.

Come detto, però, la politica monetaria rimarrà restrittiva per qualche tempo e il canale principale da monitorare sarà la riduzione della liquidità in eccesso attraverso i programmi di quantitative tightening. Una recessione più profonda delle attese, con un limitato supporto della politica fiscale, dati i bilanci pubblici sempre più fragili, costituisce il principale acceleratore verso uno scenario di taglio dei tassi entro la fine del 2023».

Nella vostra view, quali settori prediligete?

«Il 2022 ha visto un unico e indiscusso protagonista in termini di performance: l'energy, con un guadagno del 47,7% (total return in dollari). Per contro, i settori communication services, consumer discretionary, information technology e real estate hanno registrato perdite superiori al 20%. La dispersione delle performance settoriali rimarrà un tema importante nel 2023, ma, a differenza del 2022, ci aspettiamo dinamiche meno definite, con possibili inversioni dei trend in ragione degli sviluppi delle politiche monetarie e dello scenario economico. In particolare, l'entità dell'attesa recessione plasmerà le performance settoriali. Il notevole calo dei prezzi del petrolio, attualmente ai minimi degli ultimi 12 mesi, e quello dei tassi a lungo termine, con il picco probabilmente già alle nostre spalle, suggeriscono una maggiore cautela su energy e financial. La valutazione



relativamente cara e il ciclo economico in peggioramento suggeriscono cautela sugli industrial. L'information technology ha visto un'importante correzione nel 2022, ma in un mercato ancora ribassista è difficile pensare a extra rendimenti positivi. L'healthcare rimane un settore sul quale puntare nell'attuale contesto incerto, così come le utility. Consumer discretionary e real estate sono, infine, due segmenti da monitorare per una possibile svolta positiva nel corso dell'anno».

Commentando brevemente le maggiori aree geografiche, quali indicazioni chiave emergono?

«A differenza dei settori, le performance su base geografica, corrette per l'effetto valuta, non risultano granché diverse tra loro dopo la decisa sottoperformance degli Stati Uniti nell'ultimo trimestre. In breve, non ci aspettiamo significative divergenze di performance neppure nel 2023. I multipli più cari negli Usa sono compensati dal fatto che oltre oceano è già partita la correzione delle stime degli utili, pur rimanendo in una fase iniziale, mentre in Europa non si registra ancora nessun calo significativo. Ciò è dovuto all'aggiustamento più avanzato, sia in termini temporali, sia dimensionali, delle politiche monetarie e fiscali statunitensi. L'onda lunga delle pressioni sui profitti in Europa diventerà più evidente nei prossimi trimestri».

Il dollaro potrebbe iniziare a mostrare le prime crepe: quali sono le implicazioni per i listini globali?

«Per quanto il dollaro rappresenti un indicatore strettamente monitorato da tutti gli osservatori, è difficile trovare un'evidenza statistica che leghi il suo andamento con quello del mercato azionario globale. Mentre sussiste una moderata correlazione negativa tra movimenti del dollaro e performance degli indici globali calcolata in dollari, questa relazione è sostanzialmente nulla per un investitore che valuta i suoi attivi in euro. Altri fattori più rilevanti guidano le dinamiche dei listini globali. Affermiamo ciò grazie ai nostri modelli econometrici, che confermano una relazione fortemente positiva tra andamenti azionari e crescita del Pil e dei profitti aziendali, mentre i rialzi dei tassi di interesse e del prezzo del petrolio impattano negativamente sulle performance. Teniamo quindi monitorati questi fattori per valutare l'andamento delle borse».

Il fondo Generali Investments Sicav (Gis) Sri World Equity quale approccio adotta, in termini di aree geografiche?

«La filosofia del fondo Gis Sri World Equity prevede deviazioni contenute rispetto al suo benchmark Msci World. Al tempo stesso, l'ottimizzazione del portafoglio deve tenere conto di diversi vincoli, in primis quelli derivanti dal processo di investimenti sostenibili (Sri). Le società europee mostrano punteggi Esg nettamente superiori, rispetto a quelli dei peer statunitensi e giapponesi, e ciò le favorisce nella selezione. Tuttavia, nella costruzione di un portafoglio teniamo conto anche dei fattori finanziari, privilegiando le società capaci di generare profitti in maniera consistente. Storicamente, le aziende statunitensi si sono dimostrate leader in questo contesto. Queste due importanti direttive, punteggi Esg e profitti, portano ad avere un'allocazione strutturale vicina a quella del benchmark. Possiamo, però, alterare, nei limiti di rischio fissati per il fondo, l'allocazione tattica della strategia, in ragione delle decisioni prese dal comitato investimenti di Generali Investments Partners».

Come inserite la lente Sri nell'approccio di gestione del fondo?

«L'inclusione dei principi Sri è un perno della strategia del fondo Gis Sri World Equity. La selezione dei singoli titoli avviene attraverso un approccio duplice. Da un lato, viene applicato il filtro etico proprietario, volto a escludere società coinvolte in casi di grave inquinamento ambientale, violazione dei diritti umani e corruzione e quelle imprese esposte ad alcuni settori specifici, quali produzione di armi che violano i principi umanitari o attività nel settore carbonifero. Dall'altro, applichiamo una strategia best-in-class, selezionando le società leader da un punto di vista Esg all'interno dei singoli settori. A ciò, aggiungiamo obiettivi specifici su alcuni indicatori fondamentali, quali la carbon intensity, la percentuale di membri indipendenti nei consigli di amministrazione, la quota di donne occupate e il livello di controversie nella gestione del personale che portino a eccedere rispetto al benchmark di riferimento. L'intero processo è soggetto a costante monitoraggio e il portafoglio viene ribilanciato con regolarità per riflettere i trend nei parametri Esg».

In quale modo il filtro Sri rappresenta un elemento di valo-

re aggiunto? Come contribuisce alla performance?

«È importante fare chiarezza su questo tema. L'integrazione dei principi Sri all'interno del processo di investimento non dovrebbe avvenire mettendo la performance come driver principale. Al contrario, la prima motivazione per premiare nell'allocazione di portafoglio le società con solidi fondamentali Esg, e penalizzare i cosiddetti "Esg laggard", deve essere di favorire un impatto positivo sulla società, l'ambiente e la governance aziendale, veicolando flussi e finanziamenti verso le aziende che sottoscrivono impegni formali in questa direzione. Il gruppo Generali promuove anche attività di engagement, ossia di dialogo e confronto diretto con le imprese, per sensibilizzarle verso comportamenti virtuosi e sostenibili. Per quanto concerne il contributo alla performance, studi accademici mostrano che, una volta corretto per bias di settore e stile, non vi sia evidenza di una sovrapreformance degli investimenti Esg rispetto a quelli tradizionali. Al tempo stesso, non c'è neppure evidenza di una sottoperformance, nonostante le restrizioni all'universo investibile. In conclusione, possiamo affermare che l'impatto sulla performance è, al netto delle fluttuazioni di breve termine, trascurabile.

Il 2022 è stato un anno sfidante per i fondi sostenibili: quali sono le prospettive per il 2023?

«Il 2022 è stato un anno negativo in termini di performance per il comparto Sri rispetto ai principali benchmark di riferimento, specialmente in Europa. La sottoperformance è in larga misura dovuta al bias degli investimenti Esg verso lo stile growth, che ha segnato la peggiore performance relativa dal 2000, penalizzato dalla violenta risalita dei tassi reali. Per capire le prospettive per il 2023 in termini di performance è quindi importante comprendere come si comporteranno value e growth. I nostri modelli indicano un andamento più bilanciato per il 2023, anche se una recessione più pesante del previsto, con un più marcato calo delle materie prime, favorirebbe il growth, e, di conseguenza, il comparto Sri. Per quanto concerne i flussi, va sottolineato che i fondi sostenibili hanno resistito meglio rispetto a quelli tradizionali nel corso del 2022. Riteniamo che l'interesse strutturale verso i temi Esg rimarrà un plus per il comparto anche nel prossimo futuro».

Rischio di ribasso contenuto sui mercati azionari

a cura di Pinuccia Parini**In un anno in cui molte delle aspettative sono riposte nel reddito fisso, come si deve considerare il mercato azionario?**

«Siamo reduci da un anno che è stato molto negativo per la maggior parte delle asset class a livello globale. È difficile pensare che nel 2023 si possa ripetere un trend analogo ed è lecito ipotizzare che, anche per il mercato azionario, la situazione possa, in termini relativi, migliorare con un rischio di ribasso che vediamo limitato. Le ragioni di ciò sono ascrivibili a due fattori. Il primo è che si è già assistito a un forte aumento dei tassi d'interesse, che sono passati da livelli reali negativi a positivi. La seconda è che, poiché le maggiori banche centrali delle economie avanzate hanno implementato successivi rialzi in un rapido lasso di tempo, ciò si è riflesso nella valutazione dei listini azionari. Nel caso del mercato Usa, ad esempio, il P/E è sceso da 22x agli attuali 18x. È per questa ragione che, in termini di valutazioni, ci aspettiamo

ribassi contenuti, mentre, dall'altra parte dell'equazione, ci potrebbe essere un rischio legato all'andamento degli utili».

Guardando alle valutazioni, i bond sembrano, però, più interessanti. Su questa base, quale allocazione suggerirebbe in ambito azionario?

«In termini di rischio-rendimento, i bond sono decisamente più interessanti quest'anno, soprattutto per quanto riguarda il credito. Ci sono però alcune aree dell'azionario che possono essere attraenti, come l'Europa e la Cina, meno gli Stati Uniti. In generale si può affermare che l'equity risk premium (Erp) ci sembra attualmente basso, soprattutto in un contesto inflazionario».

Il rischio di una recessione non potrebbe avere un impatto sui profitti delle aziende?

«C'è molta preoccupazione che la lotta all'inflazione possa causare una se-



DAVID OLDER
head of equities
Carmignac

vera recessione globale, vista anche la determinazione, in questo senso, delle autorità competenti da un lato e dei governi dall'altro. Tuttavia, si sta già assistendo a una flessione del rialzo dei prezzi al consumo, tanto da fare pensare che non ci si debba attendere ulteriori consistenti aumenti dei tassi per tenere sotto controllo l'inflazione. Inoltre, lo stato di salute delle economie avanzate non sembra particolarmente compromesso: il mercato del lavoro americano è in buone condizioni e anche in Europa la temuta crisi energetica è stata più contenuta, mitigata dagli interventi governativi a sostegno dei consumatori e da un inverno meno rigido. Queste

riflessioni ci inducono a non essere così negativi sull'andamento dell'economia e si traducono nella considerazione che i mercati azionari abbiano già corretto molto».

Ciò significa che anche la flessione degli utili sarà contenuta?

«Solitamente, durante una recessione, si registra una flessione di circa il 20%. Nel contesto attuale, come conseguenza del fatto che prevediamo un soft landing, la contrazione potrebbe essere intorno al 5-10%».

Ma non potrebbe essere che il contesto economico attuale risenta ancora positivamente di una serie di fattori, tra i quali il superamento dei colli di bottiglia nelle filiere e gli ordinativi arretrati, e la recessione si possa manifestare più in là nell'anno?

«C'è la possibilità che le aspettative possano essere troppo rose e si sono già visti nel mercato alcuni rimbalzi consistenti da inizio anno di titoli che erano stati molto penalizzati nel recente passato. Penso che il rischio per le aziende, così come emerge negli incontri, sia uno scenario in cui i margini vengano messi sotto pressione ed è questo fattore che dovrebbe causare la contrazione

degli utili negli Usa. Le imprese, durante tutto il 2022, hanno mostrato un forte incremento del fatturato, grazie a una discreta crescita economica e agli effetti positivi dell'inflazione per alcune società. Ora, però, si sta assistendo a una generale inversione di tendenza, come testimoniato dagli indicatori anticipatori (Pmi) e dalla debolezza dei consumatori. In questo contesto, alcune imprese hanno iniziato a tagliare i prezzi (ad esempio, la Tesla), allo scopo di stimolare una domanda in indebolimento. In aggiunta, non va dimenticato, sul lato dei costi, l'aumento dei salari e la pressione in tale senso che non scomparirà così velocemente, così come non accadrà per l'inflazione, che rimarrà più alta rispetto agli anni passati. Nonostante ciò, non vedo, da un punto di vista economico, emergere un quadro molto negativo, proprio per la tenuta dell'occupazione che aiuterà a contenere il ralentamento».

In termini di aree geografiche, meglio gli Stati Uniti o l'Europa?

«Preferiamo l'Europa agli Stati Uniti per due motivi. La prima è legata alle valutazioni e al fatto che l'inflazione rimarrà elevata, così come i tassi di interesse. Non credo che si ritornerà in uno scenario di tassi a zero e, di conseguenza,



bisognerà prestare molta attenzione alle valutazioni. Gli Stati Uniti, come menzionato in precedenza, trattano a un P/E di 18x, un valore già alto e, nel contesto attuale, non è consigliabile avere un'esposizione quando i multipli sono a questo livello, soprattutto perché questi ultimi sono solitamente legati a una forte crescita del fatturato che è resa più difficile in un contesto di debolezza economica. Gli Usa sono il mercato che nel mondo tratta a valori più elevati, soprattutto perché esposto ad aziende growth. La seconda ragione della nostra preferenza per l'Europa è che intravediamo rischi inferiori per i profitti delle aziende, non solo per il sostegno da parte dei governi, ma per l'esposizione del continente alla Cina che, in termini di fatturato, per il Vecchio Continente è il doppio di quella degli Stati Uniti: 8% rispetto al 4%. Basti pensare, infatti, al settore industriale tedesco o a quello del lusso francese».

Quest'ultimo commento implica una lettura positiva di ciò che sta avvenendo in Cina? Non c'è alcun rischio in questa posizione?

«Ci sono aree dell'Europa che hanno un'esposizione alla Cina di cui possono beneficiare. Inoltre, in questo paese, si sono avuti due anni di lockdown durante i quali è aumentato il saggio di risparmio delle famiglie; ritengo che la riapertura dell'economia possa offrire un'importante spinta ai consumi, di cui, ad esempio, il settore del lusso europeo può ampiamente beneficiare. Certo, non si può negare che la Cina abbia diversi aspetti problematici con cui fare i conti: dalle frizioni geopolitiche, alla presenza di un presidente, Xi Jinping, che non fa dell'economia la sua priorità. Tuttavia, non può passare sottotraccia un paese che riapre e dove le politiche, sia monetarie, sia fiscali, sono espansive, mentre nel resto del mondo si alzano i tassi, si drena liquidità dal mercato e l'economia rallenta. In Cina la nostra esposizione è, in particolare, ai titoli legati alla domanda interna, in segmenti quali l'abbigliamento sportivo e le aziende tecnologiche, ma legate ai consumi. Preferiamo non avere esposizione nei confronti di gruppi che, da un punto di vista geopoli-

tico, potrebbero subire ripercussioni negative, soprattutto se si tratta di società tech tradizionali».

Non pensa che l'aspetto regolamentare in Cina possa costituire un freno?

«L'aspetto regolamentare è importante e molte società ne hanno sofferto. Ciò che adesso è interessante non è tanto il fatto che la regolamentazione possa migliorare, bensì che dai livelli attuali non ci siano ulteriori giri di vite. Questo aspetto è fondamentale per un investitore che ha bisogno di chiarezza prima di prendere una decisione. Si pensi al 2020, quando Ant Financial doveva essere lista e il valore del gigante dell'e-commerce, Alibaba, che ne detiene il 35%, vide le sue valutazioni gonfiarsi. Ora Ant Financial sarà quotata e, presumibilmente, avrà dimensioni più contenute rispetto a quelle di cui si parlava due anni fa, ma non avrà però più rischi regolamentari che peseranno sul suo modello di business e potrà apportare valore alla stessa Alibaba».

Rimanendo nella regione asiatica, ritiene il mercato giapponese interessante?

«Il mercato giapponese è un po' un'anomalia, anche in termini di Erp, e si potrebbe affermare che non abbia molto da offrire: non c'è crescita e demograficamente è un paese vecchio. Ciononostante, lo guardiamo con attenzione, perché c'è la possibilità di un cambiamento della politica monetaria che potrebbe avere un impatto positivo per le banche, che ritengiamo molto interessanti e alle quali abbiamo un'esposizione nei portafogli. Dal nostro punto di vista, il Giappone potrebbe diventare un mercato degno di nota se riuscisse a stimolare un'inflazione che diventi strutturale nell'economia domestica e aumentare i salari. Sono aspetti cui guardiamo da vicino. Abbiamo anche un'esposizione al mercato domestico, oltre appunto alle banche, poiché ci aspettiamo una ripresa dei prezzi al consumo che potrebbe essere positiva per una piazza finanziaria che è rimasta per anni in un contesto deflazionistico. Inoltre, il Giappone è un mercato value che tratta a valori interessanti, ma sono necessari ulteriori cambiamenti so-

prattutto a livello di management delle aziende».

E per quanto riguarda i mercati emergenti?

«Siamo positivi, anche se, all'interno dell'universo dei titoli presenti negli asset da me gestiti, la Cina è la principale area geografica, seguita dall'India e da alcuni titoli dell'America Latina, soprattutto per ragioni legate alle dimensioni e alla liquidità delle aziende in cui investire. Anche la Corea è un mercato dimenticato, ma non da ignorare, in particolare per le basse valutazioni. Da questo punto di vista, Samsung Electronics è un titolo attraente ai livelli attuali, considerato anche il livello raggiunto dal mercato delle memorie. Una delle ragioni per cui la borsa coreana è stata ignorata è stata senza dubbio la cattiva governance delle società, con poco rispetto per gli azionisti e la loro remunerazione».

Quali sono le sue aspettative nei confronti del settore tecnologico?

«La tecnologia ha avuto una posizione dominante sul mercato e, ritengo, giustificata dall'incredibile opportunità di crescita delle aziende che ne fanno parte e dal loro elevato livello di redditività, soprattutto in un contesto dove i tassi erano a zero. Quindi, le valutazioni raggiunte dai titoli del settore avevano una ragione di essere. Adesso, però, la situazione è cambiata: i tassi di interesse sono saliti e ciò richiede multipli più bassi. Inoltre, c'è anche un altro aspetto da tenere in considerazione ed è il fatturato che, in termini assoluti e relativi, sta decelerando. Ciò significa che le differenze che avevano caratterizzato i titoli tecnologici rispetto al resto del mercato si stanno assottigliando. Continuano a esserci società incredibili, ma penso che ci sarà una più lenta crescita delle vendite, maggiore pressione da parte del regolatore, sia in Usa, sia in Europa, soprattutto nell'attività di M&A. Detto ciò, guardo con interesse a tutti gli ambiti di sviluppo, come nel caso di Open Ai iniziative con ChatGpt, il nuovo modello di Generative Pretrained Transformer per rendere l'interazione con l'intelligenza artificiale più naturale e intuitiva basata sul machine learning».

Un piccolo aiuto al Net zero

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



- Il mercato dei biocarburanti nel 2020 ha raggiunto il valore di 139,5 miliardi di dollari con una previsione di crescita a oltre 230 miliardi nel 2027 e un tasso di crescita composto annuo (Cagr) del 6,9%.
- I biocarburanti di prima generazione, ricavati prevalentemente da colture alimentari, rappresentano il 99% dell'attuale produzione, che risulta tuttavia gravata da un significativo impatto in termini di emissioni di gas serra.
- La domanda di biocarburanti nel 2021 ha raggiunto 159.200 milioni di litri, tornando quasi ai livelli del 2019, dopo un calo dovuto alla pandemia di Covid-19, e ha rappresentato il 3,6% della domanda globale di energia per il settore dei trasporti.

I biocarburanti rappresentano un gruppo eterogeneo di carburanti ottenuti da fonti

energetiche prevalentemente di origine vegetale. Sebbene a volte usato in modo intercambiabile, il termine biocarburante ha una valenza, sia generale, sia specifica, per liquidi o gas come il biodiesel o il bioetanolo, mentre il termine biomassa si riferisce specificamente a combustibili solidi, come legno e torba, o alle materie prime dalle quali sono prodotti i biocarburanti.

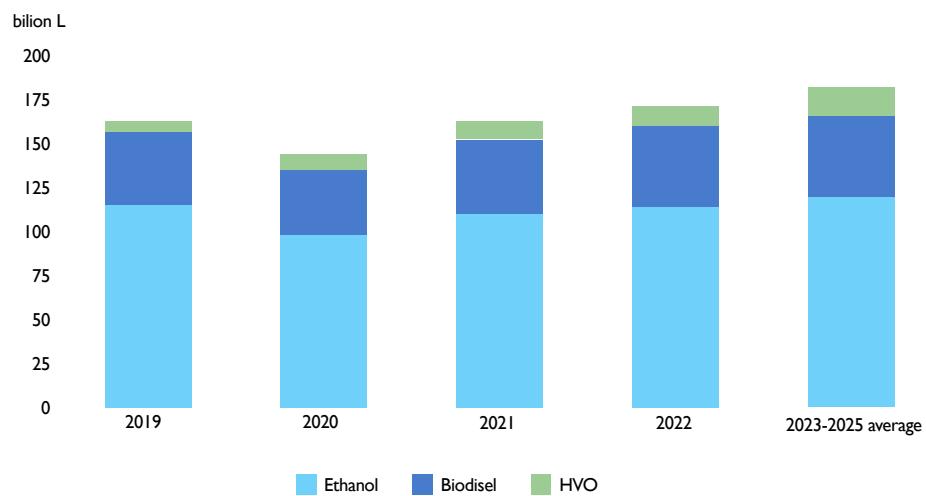
I biocarburanti di prima generazione sono ricavati da colture alimentari: le piante ad alto contenuto zuccherino, come la canna da zucchero o il mais, possono essere convertite in etanolo, mentre gli oli vegetali di colza, soia e altri vengono utilizzati per produrre biodiesel. La produzione tuttavia richiede terra dedicata, acqua e fertilizzazione e utilizza risorse che rischiano di annullare completamente i benefici indotti dall'utilizzo del combustibile prodotto. Il processo di produzione dei biocarburanti di prima generazione si associa, dunque, al fenomeno del cambiamento indiretto della destinazione del suolo (indirect land use change-lluc), che può causare il rilascio di CO₂ immagazzinato negli alberi e nel terreno, rappresentando così un ulteriore rischio per il risparmio di gas serra derivante dall'aumento della produzione di biocarburanti.

I LIMITI DELL'UE

Per affrontare la questione dell'lluc, la direttiva europea Renewable energy directive (Eu) 2018/2001 (Red II) introduce un nuovo approccio che stabilisce alcuni limiti per i biocarburanti, i bioliquidi e i combustibili da biomassa ad alto rischio lluc. Queste barriere influiscono sulla quantità di carburanti di questa tipologia che i paesi dell'Ue possono includere nel computo finale nel calcolo della quota nazionale complessiva di energie rinnovabili e della quota di energie rinnovabili nei trasporti. In questo contesto, i paesi dell'Ue potranno ancora utilizzare (e importare) combustibili coperti da questi limiti, ma non li potranno includere nel calcolo del raggiungimento dei loro obiettivi di rinnovamento. Tali valori massimi impongono un congelamento pari ai livelli del 2019 per il periodo 2021-2023, che diminuirà gradualmente dalla fine del 2023 fino ad arrivare a zero entro il 2030. La direttiva introduce anche un'esenzione da queste restrizioni per biocarburanti, bioliquidi e combustibili da biomassa certificati a basso rischio di lluc.

I biocarburanti di seconda generazione sono

GRAFICO I - PRODUZIONE GLOBALE DI BIOCARBURANTI E PREVISIONE AL PERIODO 2023-25 (IMMAGINE IEA)



Dati: IEA

ottenuti, invece, da biomasse di scarto: ad esempio, dall'agricoltura e dalla produzione alimentare (cellulosa non commestibile da bucce di mais, fibre di canna da zucchero e altro che danno luogo a etanolo cellulosico), o da oli vegetali usati (olio da cucina, che produce biodiesel). Poiché per creare questi sottoprodotti non vengono utilizzate ulteriori terra, acqua, fertilizzazione e agricoltura, sono più convenienti e l'impatto ambientale è significativamente inferiore.

I biocarburanti di terza generazione sono in gran parte a base di alghe, una fonte di energia studiata da oltre 50 anni, ma che deve an-

cora trovare una reale applicazione su scala commerciale. Infine, i biocarburanti di quarta generazione tengono conto del potenziale di cattura e stoccaggio del carbonio delle colture utilizzate per produrre la biomassa richiesta, nonché dell'efficienza energetica della tecnologia di trasformazione che genera il combustibile risultante.

RIMBALZO DISOMOGENEO

Nel 2021 i biocarburanti hanno rappresentato il 3,6% della domanda globale (159.200 milioni di litri) per il settore dei trasporti, principalmente per quello su strada, mentre



nello scenario net zero il contributo dei biocarburanti al settore dei trasporti passerà al 15% nel 2030. Sebbene la domanda complessiva di biocarburanti sia tornata ai livelli del 2019, dopo un calo dovuto alla pandemia, il rimbalzo è stato disomogeneo tra le diverse tipologie di biocarburanti: la domanda di etanolo è cresciuta del 6% dal 2020 al 2021; il biodiesel ha superato la domanda del 2020 dello 0,3%, mentre il diesel rinnovabile ha proseguito la sua crescita, raggiungendo nel 2021 un consumo superiore del 65% rispetto al 2019.

Per quanto riguarda l'utilizzo di biocarburanti per l'aviazione, noti anche come biojet kerosene, si prevede un netto incremento tra oggi e il 2030 allo scopo di allinearsi allo scenario net zero, passando dallo 0,1% della domanda nel 2021 a oltre il 5% nel 2030. In questo stesso scenario, anche l'utilizzo di materie prime avanzate dovrà ampliarsi favorendo la produzione di biocarburanti da risorse di rifiuti e residui che dovrà soddisfare il 45% della domanda totale entro il 2030, rispetto a una quota di circa l'8% nel 2021.

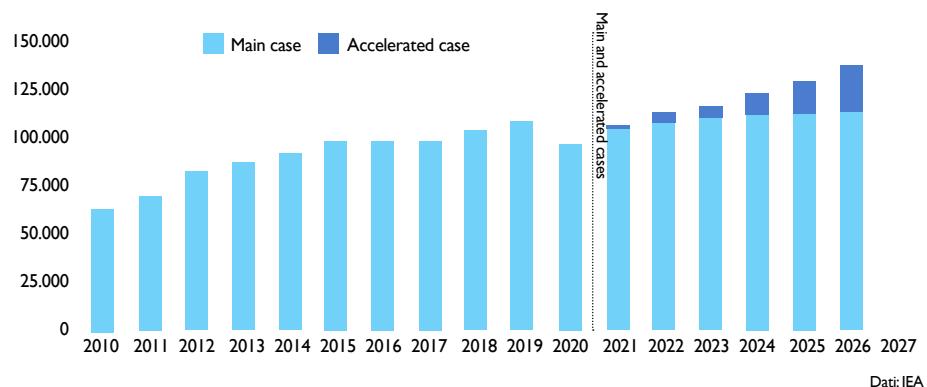
Gli Stati Uniti rappresentano uno dei paesi leader nello sviluppo e nell'utilizzo di biocarburanti a livello globale, grazie anche al ruolo svolto dal governo nella promozione, sia della produzione, sia dell'utilizzo dei biocarburanti. Il governo degli Stati Uniti ha svolto un ruolo importante per promuovere la produzione e l'utilizzo di biocarburanti in tutto il paese, anche attraverso l'Energy independence and security act (Eisa) del 2007 che afferma la necessità di utilizzare bioetanolo (derivato dai chicchi di mais) miscelato con la benzina per il settore dei trasporti.

In prospettiva futura, tuttavia, è probabile che la crescita maggiore sia trainata da Brasile, Stati Uniti, Cina e Unione Europea, insieme ad altri paesi che cresceranno in maniera significativa, come India, Thailandia, Paesi Bassi, Canada e Indonesia, grazie a una maggiore consapevolezza della necessità di ridurre le emissioni di carbonio e migliorare l'utilizzo dei combustibili.

LE MIGLIORI PRATICHE

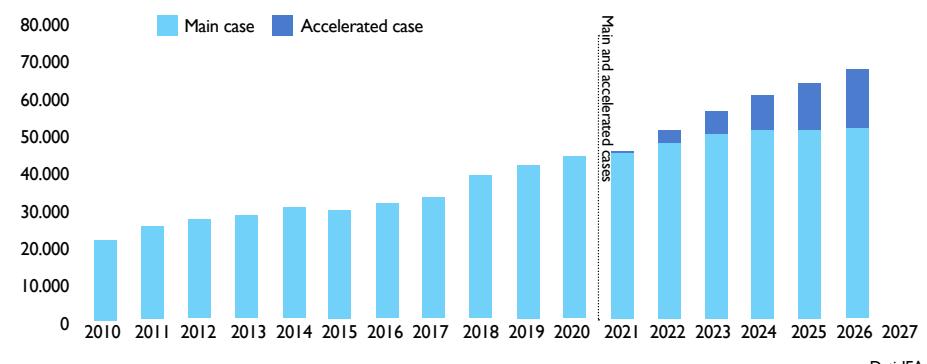
La collaborazione internazionale può aiutare ad accelerare la diffusione dei biocarburanti sviluppando le migliori pratiche, coordinando la ricerca, la politica e la distribuzione e promuovendo standard di sostenibilità comuni.

GRAFICO 2 - CONSUMO MONDIALE DI ETANOLO E PREVISIONE AL 2026



Dati: IEA

GRAFICO 3 - CONSUMO MONDIALE DI BIODIESEL E PREVISIONE AL 2026



Dati: IEA



In questo contesto le iniziative di maggiore rilievo includono:

The Biofuture platform initiative: un progetto di 22 paesi istituito nel 2021 per promuovere una bioeconomia avanzata a basse emissioni di carbonio che sia sostenibile, innovativa e scalabile. Mira a favorire il consenso sulla sostenibilità della biomassa, a promuovere le migliori pratiche, a consentire finanziamenti e a promuovere la cooperazione internazionale.

Iea bioenergy: un programma di collaborazione tecnologica (TcP) istituito nel 1978 per facilitare la cooperazione e lo scambio di informazioni tra i paesi che dispongono di programmi nazionali di ricerca, sviluppo e diffusione della bioenergia. Fornisce un'analisi

di primo piano sullo sviluppo della tecnologia bioenergetica, la dimostrazione, la diffusione sul mercato, la sostenibilità e i quadri politici.

Global bioenergy partnership: un'iniziativa incentrata sui paesi in via di sviluppo per sostenere una serie di attività tra le quali la definizione di politiche nazionali e regionali e il sostegno a pratiche sostenibili. Sono inclusi lo sviluppo e l'implementazione di 24 indicatori di sostenibilità.

Clean skies for Tomorrow coalition: una coalizione guidata dall'industria che lavora per promuovere la vendita commerciale di carburante per aviazione sostenibile a basse emissioni di carbonio (SaF), di cui il biojet kerosene è un tipo, per un'ampia adozione da parte dell'industria entro il 2030.



FOCUS SOSTENIBILITÀ

Esg, è ancora un successo



Allianz 
Global Investors

 **FIDEURAM**
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

 **EURIZON**
ASSET MANAGEMENT





Nessun passo indietro sugli Esg

Testo e interviste a cura di Pinuccia Parini



L'impennata dell'inflazione, i rischi geopolitici e l'incertezza economica sono i tre fattori sui quali i mercati finanziari hanno concentrato la loro attenzione nel 2022. Ciononostante, l'impegno dell'industria del risparmio gestito non ha abbandonato i temi della sostenibilità, così come viene sottolineato dagli asset manager che hanno aderito al Focus Esg.

Le difficoltà affrontate (in primis, il rischio di una crisi energetica) hanno mostrato l'importanza dell'investimento responsabile e quanto sia fondamentale pensare alla crescita economica considerando gli impatti ambientali e sociali. Soprattutto per questi ultimi, è aumentata la consapevolezza che debba essere fatta una scelta di campo sugli aspetti ai quali dare priorità. Non va dimenticato che, la pandemia di Covid-19, da un lato, e l'inflazione, dall'altro, hanno aumentato le disparità sociali.

Nel frattempo, la normativa legata alla sostenibilità fa notevoli passi avanti con l'introduzione degli standard tecnici di dettaglio del Regolamento sull'informativa di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, i cosiddetti Rts, che permettono la comparazione tra prodotti finanziari e garantiscono agli investitori un'informazione più trasparente. Ciononostante, il percorso non può certo dirsi compiuto e occorrerà una coralità di sforzi affinché vengano re-

datte regole chiare, con il quale il mondo dell'asset management dovrà confrontarsi per non lasciare spazio a dubbi interpretativi. L'Europa continua a ricoprire uno ruolo di leadership, ma è presumibile che anche negli Stati Uniti e nel Regno Unito si proceda in una simile direzione, allo scopo di raggiungere un'armonizzazione degli standard all'interno dell'industria.

Il 2023 si presenta ancora come un anno di sfide per gli investimenti Esg, non solo per il contesto macro globale, ma per la domanda sempre più forte di trasparenza e di responsabilità da parte di coloro che i prodotti sostenibili li sottoscrivono.



NINA HODZIC, DI ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

«Abbiamo compiuto progressi significativi nel 2022»



NINA HODZIC
head of sustainable
investment office
Allianz Global Investors

Allianz 
Global Investors

Negli ultimi anni, nelle politiche di investimento, è cresciuta in modo sensibile l'attenzione all'ambiente, agli aspetti sociali e alla governance. Vedete per questo trend rischi all'orizzonte?

«Riteniamo che l'attenzione fosse necessaria in passato e lo sia tuttora, poiché i vari attori del mercato devono impegnarsi maggiormente a indirizzare i capitali verso soluzioni più sostenibili. Allo stesso tempo, a causa della rapida

crescita degli asset sostenibili, abbiamo purtroppo notato un aumento del "greenwashing" e dell'"impact-washing" nel mercato. Pensiamo che ciò rappresenti uno dei maggiori ostacoli per gli investimenti sostenibili e la credibilità dell'offerta in questo ambito. Per ridurre il rischio di greenwashing, sono state introdotte numerose normative in tutto il mondo, soprattutto nell'Ue, che hanno in parte fornito il loro contributo. Tuttavia, queste ultime hanno anche generato confusione su come la regolamentazione degli investimenti Esg, di sostenibilità, climatici e d'impatto proseguirà e sarà definita nel corso del 2023. Si stanno acquisendo nuove competenze e ciò in prospettiva potrebbe favorire un approccio più globale. Ci aspettiamo di assistere a ulteriori sviluppi sui requisiti di rendicontazione, sulla transizione verde e sul valore di una corretta stewardship. Quest'ultimo aspetto, in particolare, non ha ricevuto l'attenzione che merita. Crediamo che gli investimenti sostenibili siano sempre più cruciali per la resilienza degli asset owner, degli investitori, dell'industria in generale e della società nel suo complesso, soprattutto perché gli impatti del cambiamento climatico si fanno sentire».

Quali obiettivi vi siete dati per essere parte attiva verso un'economia più resiliente e sostenibile?

«In AllianzGI, continuiamo a costruire competenze e risorse in materia di sostenibilità. Ciò si sta rivelando prezioso per consentirci di sviluppare nuovi prodotti e nuovi approcci, oltre che per trasformare quelli esistenti in soluzioni più in linea con l'investimento sostenibile. Allo stesso tempo, stiamo creando un'architettura proprietaria di dati sulla sostenibilità leader di mercato per informare, plasmare e monitorare le decisioni di investimento sostenibile per tutte le asset class. Inoltre, continuamo a incorporare i valori sostenibili nelle nostre attività, dalla riduzione delle emissioni al sostegno alle comunità locali, come parte dell'approccio globale all'impatto sociale del Gruppo Allianz. In quanto firmatari dell'iniziativa Net Zero Asset Managers, ci impegniamo a sostenere l'obiettivo di azzerare le emissioni di gas serra entro il 2050 o prima. AllianzGI ha anche aderito all'iniziativa One Planet Asset Managers, che supporta i membri del One Planet Sovereign Wealth Funds (Opswf) nell'integrazione dei rischi e delle opportunità legate al clima nei portafogli di investimento a lungo termine. Infine, in qualità di investitore nei mercati privati, AllianzGI può svolgere attività di engagement e stewardship per i fondi e gli attivi in cui investe attraverso le sue sfere di influenza, specifiche per ogni strategia. Svolgiamo questo ruolo con grande serietà e ci impegniamo a sollecitare standard più elevati, promuovendo

e contribuendo alle iniziative del settore che garantiscono rigorosi standard Esg in tutti i mercati, compresi quelli privati, dove continuiamo a svolgere un ruolo attivo nelle associazioni per dare forma a questo segmento. Ad esempio, il nostro responsabile degli investimenti sostenibili e d'impatto, Matt Christensen, è stato nominato membro del consiglio di amministrazione del Global Esg Benchmark For Real Assets (Gresb), che contribuisce a definire gli standard dei mercati privati per garantire che rimangano guidati dagli investitori e allineati ai principi dell'investimento responsabile».

Quali sono le soluzioni d'investimento sulle quali state concentrando il vostro impegno?

«La nostra ambizione è continuare a fare crescere la nostra offerta di prodotti d'investimento sostenibili e a impatto e di soluzioni personalizzate, sia nel mercato tradizionale, sia nei private market, dimostrando così il nostro impegno nel tracciare percorsi verso un futuro più sostenibile. Abbiamo identificato tre temi fondamentali: cambiamento climatico, confini planetari e capitalismo inclusivo. Essi sono cruciali per la società, gli investitori e per la stessa AllianzGI e guidano le attività di ricerca e di stewardship, lo sviluppo dei prodotti e gli impegni assunti nel settore. Grazie al sostegno di un team consolidato, abbiamo compiuto progressi significativi nel 2022, tra i

quali l'avvio di un'architettura proprietaria di dati sostenibili all'avanguardia che supporta i gestori di portafoglio nel loro processo decisionale. Nell'ambito del nostro impegno a promuovere la conoscenza e la diffusione presso i clienti degli investimenti a zero emissioni, abbiamo introdotto un nuovo approccio incentrato sulla riduzione dell'impronta di carbonio nei portafogli. I fondi gestiti secondo questa modalità si impegnano a ridurre la propria impronta di gas serra lungo un percorso prestabilito (ad esempio del 5% all'anno) o a rimanere al di sotto del proprio benchmark in termini di intensità di gas serra (ad esempio del 20%). Inoltre, nei mercati privati, dove vantiamo oltre 10 anni di esperienza nell'offerta di investimenti basati su risultati sostenibili, diversi team hanno fissato l'obiettivo di aumentare la quota di asset a basse emissioni per nuove strategie e investimenti. Siamo stati anche tra i primi a fornire veicoli di finanza mista (blended finance), nei quali i capitali pubblici e privati si combinano per creare opportunità in grado di generare un impatto, soprattutto nei mercati emergenti».

Ritiene che il tema sociale sia stato trascurato nelle proposte d'investimento?

«Le questioni sociali sono state generalmente oscurate da altri aspetti della sostenibilità, come il clima. La situazione sta cambiando e il Covid-19 ha messo in luce le disuguaglianze nell'accesso ai beni

di prima necessità e alle opportunità. La soluzione di questi problemi richiede un nuovo tipo di capitalismo. In una nostra recente pubblicazione, abbiamo approfondito il tema del capitalismo inclusivo ed evidenziato le lezioni apprese sull'impatto sociale delle crisi degli ultimi anni per i beni di prima necessità per sostenere la vita, come, ad esempio il cibo e l'energia, e per i beni di sussistenza di prima necessità nell'economia moderna, come l'istruzione e l'accesso al digitale. Il diritto all'assistenza sanitaria è un altro tema importante che abbiamo affrontato, esplorando i modi con i quali gli investitori potrebbero indirizzare il capitale verso prodotti, servizi e soluzioni nel settore sanitario. Abbiamo anche rilevato un aumento dell'interesse dei clienti per le nostre attività di ricerca e di stewardship sulle questioni sociali, in particolare i diritti umani e il capitale umano. Di recente, abbiamo avviato una collaborazione con Pri Advance, un'iniziativa di stewardship in cui gli investitori istituzionali collaborano per agire sui diritti umani e sulle questioni sociali. Per quanto riguarda gli investimenti legati al capitalismo inclusivo, disponiamo di soluzioni di investimento allineate agli Sdg delle Nazioni Unite (Sustainable Developments Goals-Obiettivi di Sviluppo Sostenibile), tra i quali in particolare le strategie Sustainable Health Evolution e Positive Change e, per quanto riguarda i mercati privati, di soluzioni di finanza mista nei mercati emergenti».



«Investire sui diritti dei bambini»



PIETRO DI LEO
responsabile gestione
prodotti Esg
Fideuram Asset Management



Negli ultimi anni, nelle politiche di investimento, è cresciuta in modo sensibile l'attenzione all'ambiente, agli aspetti sociali e alla governance. Vede rischi all'orizzonte per questo trend?

«Non vediamo come il mondo degli investimenti possa fare marcia indietro su queste tematiche: lo chiedono gli investitori, ma lo esigono anche i consumatori, sempre più attenti alla sostenibilità dei beni e dei servizi che acquistano. L'Europa è saldamente focalizzata sull'indirizzo sostenibile degli investimenti, ma anche i paesi emergenti stanno diventando parte attiva in questo trend; ultimamente assistiamo a un dibattito politico molto aspro negli Stati Uniti sulla finalità ecologica e sociale degli investimenti, ma, al di là delle posizioni ideologiche, si assiste a una volontaria aderenza ai principi di buona governance e di attenzione al sociale e ai cambiamenti climatici da parte del mondo aziendale americano. Anche in un anno penalizzante per le performance dei fondi ad alto contenuto di sostenibilità, si è assistito a una raccolta positiva per questa categoria; gli investitori sembrano quindi orientati



a intercettare un trend d'investimento di lungo periodo, piuttosto che lasciarsi impressionare da fattori contingenti che possano favorire temi vetusti come quello dell'utilizzo di carbon fossile. L'unico rischio per gli investimenti indirizzati verso soluzioni di mitigazione del cambiamento climatico è restare vittima del proprio successo. La domanda di beni e servizi che favoriscono la transizione energetica è così forte che le catene di approvvigionamento rischiano un note-

vole stress, specie nella ricerca di materie prime, con il conseguente impatto sul costo delle soluzioni energetiche efficienti. I piani di incentivazione dei governi hanno alimentato ulteriormente questo stress, specie quando richiedono la creazione delle catene produttive in paesi dove le infrastrutture hanno un notevole ritardo rispetto a centri di produzione consolidati, come può oggi essere la Cina, ma qui entriamo in un campo che va oltre la sostenibilità e che



concerne il generale trend della deglobalizzazione».

Quali sono le soluzioni d'investimento sulle quali state concentrando il vostro impegno?

«Ci stiamo generalmente impegnando nell'aumentare il contenuto di sostenibilità in quasi tutti i prodotti offerti, ma segnatamente abbiamo lanciato soluzioni d'investimento rivolte particolarmente a chi percepisce la centralità di questi temi. Nel 2021 abbiamo lanciato il Fonditalia 4Children che sostiene l'Unicef. Il fondo ha indirizzato l'investimento verso tre tematiche centrali per la protezione dei diritti dei minori: l'ambiente, la salute e l'inclusione economica e sociale. Quest'ultima, in particolare, non sempre viene percepita così centrale nello sviluppo di sistemi resilienti, ma siamo ben consapevoli che le recenti svolte populiste altro non sono che un grido di dolore di fasce della popolazione rimaste sostanzialmente escluse dallo sviluppo economico del pianeta. La iniquità di reddito e della ricchezza ha raggiunto una polarizzazione tale da mettere a rischio il nostro modello sociale e, ultimamente, inflazione e crisi energetica hanno esacerbato il livello di tensione. I bambini sono spesso le prime vittime di questo processo, specie in aree economicamente svantaggiate. Oltremodo, l'inclusione economica è un'enorme opportunità di espandere i mercati di sbocco: basti pensare al bassissimo grado di penetrazione di beni e servizi in molti paesi emergenti. Parliamo di avere un conto in banca o una qualche forma di connessione digitale, ma anche di servizi sanitari o di

istruzione. Un'altra area d'impegno non poteva non essere le soluzioni energetiche pulite: è in fase di lancio un prodotto centrato sul tema, perciò destinato a investire in aziende che lavorano attivamente alla mitigazione del cambiamento climatico. Il campo d'azione è vastissimo e include tutte le tecnologie appropriate: dalle tradizionali fonti rinnovabili come eolico e fotovoltaico, fino a soluzioni di avanguardia come la catena di valore dell'idrogeno, le tecniche di assorbimento della Co2 nei processi industriali, fino allo sviluppo di sistemi elettrici efficienti e resilienti. Per questo prodotto stiamo finalizzando i partner tecnici che molto probabilmente saranno due nomi di altissimo profilo».

Quali obiettivi vi siete dati per essere parte attiva verso un'economia più resiliente e sostenibile?

«Facciamo parte di un gruppo che si è dato forti obiettivi di sostenibilità e che ha già mostrato la sua centralità nella resilienza e nella sostenibilità del sistema Paese. Attivamente la nostra realtà ha aderito alla Nzami (Net Zero Asset Management Initiative) definendo, quindi, obiettivi quantitativi di decarbonizzazione dei portafogli da noi gestiti in linea con i traguardi dell'Accordo di Parigi. Questo è un obiettivo primario nella lotta al cambiamento climatico. Detto ciò, sono tantissime le iniziative che nascono spesso a livello di singolo prodotto: tra tutti vale forse citare proprio il Fonditalia 4Children. Fin dal primo giorno di lancio, abbiamo ingaggiato le aziende nelle quali investiamo, coinvolgendole

in un percorso verso il riconoscimento dei diritti dei minori. Nel concreto, le incoraggiamo a verificare, anche con audit di terze parti, che la loro catena di produzione non si avvantaggi di forme di lavoro minorile, che i loro prodotti abbiano un'attenzione al benessere fisico e psichico dei minori, che i loro centri di lavoro favoriscano l'integrazione familiare, magari con asili nido o camere di allattamento oppure con adeguate politiche di congedo parentale. Oltremodo, il prodotto prevede una nostra devoluzione periodica all'Unicef per supportare progetti dei quali diamo anche contezza agli investitori nel comparto. Anche il nuovo prodotto Clean Energy Solutions lavorerà in due partnership strategiche: una di natura tecnica, per favorire l'interscambio tra ricerca e mondo aziendale nel quale investiamo, e una di natura consultiva sulle tematiche dell'ambiente: anche in questo caso, convergeranno diverse devoluzioni da parte della nostra struttura».

Ritiene che il tema sociale sia stato trascurato nelle proposte d'investimento?

«Per noi di Fideuram, il capitale umano è il cardine intorno al quale ruota la sostenibilità. Ciò è evidente anche per il fatto che il primo prodotto art. 9 che abbiamo lanciato nella piattaforma Fonditalia è proprio focalizzato sulla componente sociale e, in particolare, sui bambini. Se il motore che alimenta il futuro di qualsiasi azienda è costituito dagli investimenti, allo stesso modo i bambini sono l'investimento per rendere la società del futuro più equa, inclusiva e sostenibile anche economicamente».

«Monitoriamo il tasso di successo delle proposte che sosteniamo nelle assemblee»



FEDERICA CALVETTI
head of Esg & strategic activism
Eurizon Capital Sgr



Negli ultimi anni, nelle politiche di investimento, è cresciuta in modo sensibile l'attenzione all'ambiente, agli aspetti sociali e alla governance. Vede rischi all'orizzonte per questo trend?

«Nel corso degli anni, la consapevolezza di ciò che rappresenta un investimento sostenibile e che cosa significhi la sostenibilità per le aziende in cui investiamo ha acquisito connotati sempre più ricchi e diversificati. Si è assistito, infatti, a una maggiore comprensione, dapprima delle tematiche di governance e, a seguire, di quelle ambientali (da sempre al centro dell'attenzione delle istituzioni a partire dal protocollo di Kyoto pubblicato nel 1997), fino ad arrivare agli aspetti sociali. I rischi di questo trend, che si possono intravedere all'orizzonte, sono, a mio parere, legati alla necessità di trovare una convergenza globale della normativa in materia di investimenti sostenibili. L'Europa, negli ultimi anni, ha dimostrato di svolgere un ruolo guida con la promozione, già nel 2018, del piano di sviluppo per la finanza sostenibile. Esso era rivolto, sia al settore degli asset manager, con la Sfrd, la tassonomia e l'individuazione di benchmark cosiddetti Paris aligned e Climate transition, sia agli emittenti e, infine, ai clienti finali, attraverso la Mifid II. Molto è stato fatto e l'impianto europeo continua a essere il più avanzato,

ma nel 2022 è emerso in modo evidente quanto è necessario che nell'industria ci siano standard e normative condivise. Si gestiscono portafogli globali che, in quanto tali, investono in aziende non solo europee: per queste società, nel momento in cui si deve rendicontarne la sostenibilità e valutarne i rischi e le opportunità, è importante che la tipologia di dati raccolti sia omogenea e comparabile. Ma non si tratta solo di questo aspetto. All'interno dell'industria dell'asset management è necessario che si instauri un confronto tra i vari regolatori in materia di classificazione dei prodotti: ciò andrebbe a vantaggio non solo dell'investitore, ma anche della finalità per cui le stesse soluzioni di investimento sono state pensate».

Quali cambiamenti intravede?

«Nonostante ci sia il rischio di una continua frammentazione della normativa a livello globale, che potrebbe ostacolare la velocità con cui determinate risorse possono essere messe a disposizione, lo scorso anno si è visto uno sforzo di



convergenza tra i vari attori presenti, una narrativa che ha sempre più punti di contatto: l'Europa guarda con attenzione a ciò che viene promulgato, in tema di sostenibilità, nel Regno Unito e negli Usa e viceversa. Siamo di fronte a un mercato in cui le attenzioni a questa tematica sono in continua crescita, con grandi sforzi a livello istituzionale».

C'è la possibilità di una convergenza tra i vari regolatori?

«Sono ottimista e fiduciosa perché, per esempio, il regolatore inglese (Fca) ha pubblicato un report in cui si evidenziano i punti di contatto rispettivamente con la normativa Ue e con quella Usa. Ritengo che sia un chiaro segnale di apertura, perché significa dare trasparenza e utilizzare quanto più possibile le esperienze di terzi per riuscire a costruire un sistema di riferimento per gli investimenti sostenibili il più uniforme possibile».

A gennaio 2023 sono stati introdotti i Regulatory technical standards (Rts). Quanto è importante questa tappa per gli investimenti sostenibili?

«Penso che sia una tappa molto importante, perché, per la prima volta, a livello di rendicontazione e di trasparenza precontrattuale dei prodotti collocati sul mercato, abbiamo un'informativa uniforme. Per il cliente finale risulta, quindi, più immediato trovare, negli allegati alla documentazione dei fondi, le informazioni sugli impegni presi in materia di sostenibilità nella gestione degli investimenti che permettono di fare anche confronti tra i diversi prodotti presenti sul mercato. Bisogna, però, essere consapevoli che le interpretazioni su alcuni Rts non sono ancora univoche, come ad esempio la stessa definizione di investimento sostenibile, sulla quale esistono differenze dovute al fatto che ciascun asset manager ha adottato la propria metodologia di riferimento all'interno delle linee guida contenute in questo regolamento».

Ritiene quanto appena descritto un punto di debolezza?

«Esistono differenze di interpretazione tra le case di gestione e, proprio per questa ragione, il regolatore chiede che siano spiegate le metodologie adottate. Ritengo che l'elemento al quale dare importanza sia la qualità dell'informativa che viene fornita. Con riferimento alla tassonomia, sebbene ci siano ancora diversi aspetti che devono cristallizzarsi, bisogna valorizzare che si tratta di una linea guida oggettiva di che cosa è un'attività ecosostenibile e, a regime, non dovrebbe lasciare spazio a interpretazioni. I dati di allineamento ai primi due obiettivi di mitigazione e adattamento al cambiamento climatico da parte degli emittenti corporate saranno pubblicati già da quest'anno».

Quali obiettivi vi siete dati per essere parte attiva verso un'economia più resiliente e sostenibile?

«Il Gruppo Intesa SanPaolo investe da anni sulla sostenibilità e ha aderito all'iniziativa Net-zero per i diversi ambiti di attività. Eurizon, nello specifico, ha aderito alla Net-Zero Asset Managers Initiative nel 2021. Nel corso dello scorso anno, a novembre, abbiamo pubblicato i target Net-zero che si articolano su quattro ambiti di azione. Abbiamo identificato un iniziale "portafoglio in scope" pari al 15,39% delle masse in gestione nel 2021, che sarà gestito nell'ottica di arrivare alla neutralità climatica. Per il "portafoglio in scope", ci siamo così impegnati a ridurre l'intensità carbonica del 50% entro il 2030 (punto di partenza il 2019), in linea con le indicazioni Ipcc per mantenere l'aumento delle temperature entro 1,5°; lo scopo è incrementare gradualmente la percentuale degli asset coinvolti per arrivare a coprire il 100% entro il 2050. Un altro obiettivo è, invece, legato all'engagement, cioè quell'attività da svolgere nei confronti delle società partecipate in modo che siano sensibilizzate nel definire e nell'implementare piani di transizione che permettano il raggiungimento di Net-zero. Abbiamo così identificato le aziende presenti nei nostri portafogli che sono maggiormente inquinanti e che saranno contattate progressivamente nei prossimi anni, in base all'urgenza dell'intervento e al livello di impegno

assunto nel processo di transizione: tutto ciò per fare sì che migliorino il loro allineamento allo scenario di neutralità carbonica. Infine, abbiamo definito un target di investimenti in climate solution e ci impegniamo, entro il 2025, a fare in modo che almeno il 4% degli asset in portafoglio sia investito in green bond. Si tratta di impegni importanti, affinché ci sia anche il nostro contributo alla realizzazione di un'economia più resiliente e sostenibile. Nel frattempo, continua a essere centrale l'attività di stewardship ed engagement, che sono per noi strategiche, all'interno della quale siamo sempre più presenti. Ricordo che Eurizon già nel 2014 ha sottoscritto i Principi di stewardship e nel 2015 i Pri dell'Onu».

Ritiene che il tema sociale sia stato trascurato nelle proposte di investimento?

«Storicamente, anche da un punto di vista istituzionale, il focus è sempre stato più sulla tematica ambientale, anziché sociale. Una delle motivazioni è che quest'ultima presenta problematiche che sono difficili da "misurare", perché più passibili di interpretazione soggettiva. A questo proposito, vorrei aggiungere una riflessione. Già dallo scorso anno abbiamo iniziato a monitorare il "tasso di successo" delle proposte che sosteniamo durante le assemblee degli azionisti delle società partecipate: solo circa il 10% delle proposte sociali che supportiamo effettivamente passa. Il dato rivela, come detto pocanzi, la difficoltà di mettere a fuoco la tematica e comprenderla, ovvero apprezzare i rischi e le opportunità che derivano dal fatto che un'azienda sia più o meno impegnata su temi quali, ad esempio, il rapporto con i dipendenti o con gli stessi fornitori. La stessa tassonomia legata agli aspetti sociali sembra essersi arenata. Forse manca la comprensione necessaria per esprimere un voto consapevole sugli aspetti sociali, mentre, per quanto riguarda quelli di governance, esistono codici già consolidati nelle varie giurisdizioni e le regole sono chiare. Quella sociale è una tematica in evoluzione e ancora una volta il dialogo con le società svolge un ruolo determinante».

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

O L T R E
I L P R O F I T T O

Schroders

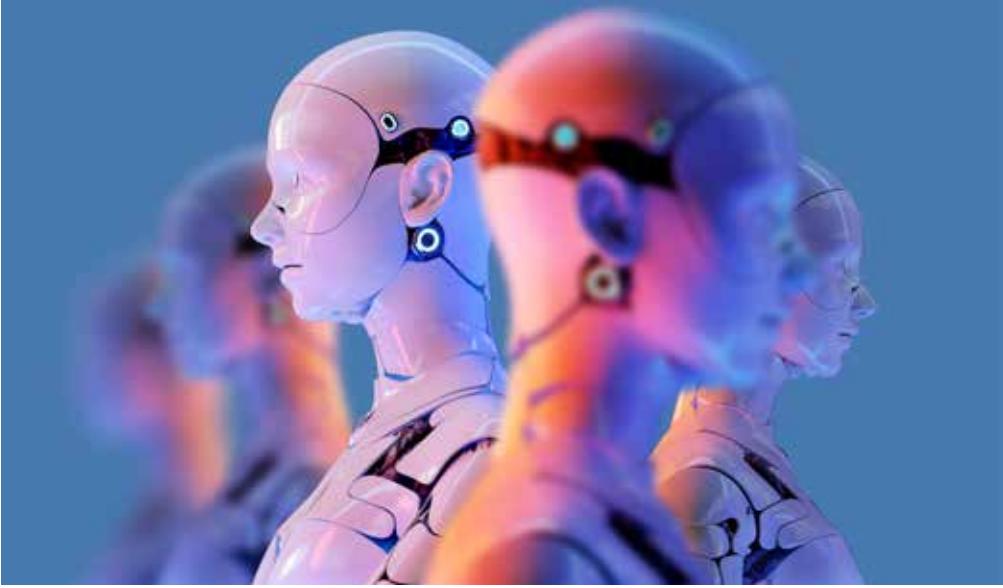
Scegliere la giusta intelligenza artificiale

Riprendiamo il discorso dell'Osservatorio sul rischio del gennaio 2023, che esortava a cambiare rotta con un focus molto preciso su che cosa concretamente serve perché l'Europa ritorni ad avere quella legittima supremazia di pensiero e di scoperte in grado di farla crescere e avanzare rispetto a Usa e Cina. I fattori di indebolimento socio-economico, l'estenuante conflitto di logoramento tra Russia e Ucraina, i flussi migratori dei profughi, il tema inflativo, una crescita sui tassi di interesse sempre meno favorevole, la difficoltà ad applicare gli accordi sull'energia, la demografia calante e altre tematiche complesse aprono questo anno di grandi trasformazioni. Nonostante tale complessità, esiste ugualmente una forte possibilità di svolta a condizione di forti ripensamenti sulle metodologie decisionali e di processo.

Facendo alcuni esempi, non esaustivi del tema, ma verticali in alcuni settori che impattano però l'ecosistema europeo rispetto alla sua forza economica, prendiamo il comparto automobilistico. In questo segmento, il tema dell'energia pulita è stato affrontato a partire dalla fine del processo, vietando la produzione di auto a gasolio e dando via libera alle auto elettriche, senza avere la rete di distribuzione, ma, prima ancora, senza avere la produzione di energia pulita a monte. I veicoli a batteria costano di più, la linea produttiva è altamente inquinante, lo smaltimento neppure a parlarne e le assicurazioni delle auto elettriche sono più care; il tutto in piena inflazione e in un quadro macroeconomico rallentato e dominato dall'incertezza. In un settore che continua a subire una forte contrazione, occorre ripensare il processo dall'inizio o si corrono rischi di execution molto seri, anche se la vision è più che giusta.

PROBLEMI NP-COMPLETI

In questo contesto, le decisioni, i processi decisionali, in un mondo Vuca (volatility, uncertainty, complexity and ambiguity) e Tuna (turbulent, uncertain, novel and ambiguous), sono sempre più complessi, si allontanano sempre di più da soluzioni deterministiche e lineari, facendo aumentare il rischio. Matematicamente parlando, sono problemi di tipo Np-completi, per i quali si tratta di trovare soluzioni accettabili, seppure non disponendo di un processo risolutivo, algoritmicamente prestabilito. Dal punto di vista



matematico, è un problema di ottimizzazione, e nella realtà anche, dato che non c'è una singola soluzione inequivocabile, ma un insieme di combinazioni di parametri più o meno ottimali. Trovare queste combinazioni necessita di un'intelligenza artificiale (Ia) fornita, sia di notevole potenza di calcolo, sia di "intelligenza".

PER LA SOPRAVVIVENZA

In pratica, occorre disporre di una la non più pensata per dovere competere con le performance umane per sopraffarle e ottenere un "wow effect", bensì di un'la concepita per la sopravvivenza, come l'esclusiva intelligenza artificiale sviluppata da Kelony® detta biomimetica proprio perché ispirata alla natura, dove si trovano le migliori strategie di sopravvivenza, in grado di ottimizzare le poche risorse a disposizione. Nello sviluppo di queste soluzioni innovative, è fondamentale tanto la programmazione finalizzata in modalità biomimetica, quanto la matematica utilizzata come base degli algoritmi utilizzati. Questo processo si declina in una serie di servizi in base alle esigenze concrete e risponde a domande precise: occorre prevedere quando investire in determinate azioni, ottimizzare l'allocazione di risorse, quando lanciare un prodotto, quanta CO2 verrà emessa, come ottimizzare l'allocazione di risorse sempre più limitate, come risparmiare energia, come ridurre i costi o sviluppare strategie, bisogna fissare gli obiettivi e anticipare i potenziali rischi o le opportunità. Ecco perché sviluppare soluzioni avanzate di intelligenza artificiale che possano aiutare il processo decisionale è essenziale per il bene dell'umanità; il cervello è razionale ma la mente

non lo è, ha quindi bisogno di strumenti di misura.

Attenzione, però, che misurare è diverso da "stimare". Quindi occorre fare molta attenzione nella scelta dello strumento. Infatti, l'intelligenza artificiale non è tutta uguale. Scegliere quella sbagliata dà problemi di metodo, di etica e soprattutto di risultato. Ciò accade perché gli strumenti esistenti si rifanno perlopiù a elaborazioni computazionali potenti, ad esempio quelle di machine learning, ma, essendo limitate all'analisi statistica, danno risultati fuorvianti. Possono riprodurre più velocemente e in modo più potente solo ciò che è già accaduto in passato, risultato insensato nel nostro mondo fatto di rivoluzioni permanenti e che ci espone sempre più a situazioni non statisticamente documentate perché senza precedenti. Basarsi sui dati del passato, anche se con notevole potenza di calcolo, espone a seri problemi e svantaggi concreti che portano a prevedere ciò che è già accaduto. Inoltre i dati storici non sono sempre disponibili e quelli disponibili sono spesso inquinati o sporchi.

ANCHE SENZA DETTAGLI

Invece, la biomimetica permette di prevedere anche laddove mancano informazioni o non sono chiari tutti i parametri. Analogamente all'analisi in matematica, che consente di prevedere perfettamente se un'equazione polinomiale sarà risolvibile senza nemmeno conoscere i suoi elementi costitutivi. Contrariamente a quanto a volte comunemente accettato, è quindi possibile prevedere determinati fenomeni anche senza conoscere tutti i meccanismi e tutti i dettagli.

Le sfide dell'intelligenza artificiale sono poco comprese, perché l'argomento è

ancora scarsamente padroneggiato dal grande pubblico. Questa mancanza di conoscenza è aggravata da tre fattori: la complessità intrinseca della matematica utilizzata, l'evoluzione permanente di questa matematica sottoposta a continui sviluppi di ricerca e infine la natura intangibile dell'la. A differenza di altre precedenti rivoluzioni tecnologiche che potevano essere anche "toccate con mano" attraverso macchine fisiche, l'la è più astratta. Pertanto, le fantasie e le disillusioni legate all'intelligenza artificiale nascono spesso da aspettative mal riposte. L'intelligenza artificiale consente prestazioni migliori in alcune aree rispetto ad altre, a patto che ci siano le domande giuste e che si utilizzi i giusti strumenti con la giusta finalità e che la matematica sottostante sia avanzata e non riproduca le solite proiezioni. Alla fine dei conti, la statistica è solo una delle oltre 3 mila discipline matematiche, mentre l'la biomimetica sfrutta tutte le altre e riproduce l'intelligenza della natura.

IA PER LE PMI

L'Italia in fatto di digitalizzazione è purtroppo ancora arretrata, ma gioca un vantaggio strutturale: la composizione del mercato fatto principalmente di Pmi. Può sembrare un paradosso, ma non lo è. I grandi gruppi, è vero, hanno a disposizione molte più risorse e un maturity model sicuramente più scafato. D'altro canto, però, le piccole e medie imprese hanno il vantaggio di una maggiore flessibilità. Sono strutturalmente più propense a diventare pioniere. Spesso, in qualità di early adopters, sono le prime a superare la curva di apprendimento, il che consente loro di godere dei vantaggi tecnologici dei "first mover". Nel 57% dei casi, secondo l'Harvard Business Review, queste organizzazioni più agili registrano una maggiore crescita del fatturato rispetto alla concorrenza, proprio perché hanno il tempo di adottare la tecnologia in modo efficace e di integrarla nei loro sistemi senza preoccuparsi che i concorrenti del mercato mainstream li raggiungano.

Inizialmente, certo, saranno favorite le grandi imprese, le banche e gli investitori più attenti che hanno capito che tutto si sta trasformando da servizi a prodotti digitali. E questo è il principale megatrend per il mercato in grado di fare la differenza e portare a buone scelte anche in fatto di rischio per il futuro.

Est modus in trading



di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

Nel precedente articolo, parlando del gioco d'azzardo patologico, avevamo concluso invitando a non confondere il "giocare in borsa" (nell'accezione più semplicistica che spesso, ancora, si associa a quest'espressione) col concetto, certamente più complesso, di "investire". Ma anche la compravendita di strumenti finanziari, che pure è la base del trading, quando viene effettuata in maniera smodata e, soprattutto, compulsiva, può diventare una patologia e creare numerosi problemi a chi la pratica, quasi sempre, purtroppo, senza renderse-ne conto. Con l'avvento di Internet e con la sempre maggiore interconnessione dei mercati, infatti, oggi è possibile comprare e vendere titoli sui più diversi mercati e a qualsiasi ora del giorno (e della notte). Il tutto facilitato dalle app, vieppiù intuitive, semplici da usare ed economiche, che numerosi intermediari hanno messo a disposizione dei risparmiatori.

Tant'è vero che, secondo il "Survey of Consumer Finances" della Federal Reserve, la percentuale di famiglie americane che detengono azioni di società quotate è cresciuta nel 2019 fino al 53% (la rilevazione è triennale). Il rovescio della medaglia, però, è rappresentato dal fatto che, oltre agli operatori professionali e ai trader, chiunque, anche senza un'adeguata educazione finanziaria, può facilmente aprire un conto

e iniziare a operare quasi istantaneamente. La compravendita quotidiana di titoli (azionari e non solo) è, da sempre, il lubrificante di ogni sano mercato, ma con questa facilità di accesso si è venuta a creare una categoria di daytrader (soggetti che acquistano e rivendono anche più volte nel corso della stessa giornata) che si sono aggiunti agli operatori tradizionali.

RITORNI NEGATIVI

Fino a un paio di anni fa esisteva un solo studio (Barber, 2009) sulle dinamiche del loro impatto. L'analisi, condotta sulla borsa di Taiwan nel quadriennio 1995/1999, evidenziava che la percentuale di daytrader muoveva in media circa un quarto (23,1%) delle contrattazioni totali, generando circa il 90% degli ordini, definiti dall'autore della ricerca in base a un complesso algoritmo, «aggressivi»; peccato che, a fronte di tanta aggressività, i ritorni per gli investitori individuali fossero pesantemente negativi, sia per gli investimenti a un giorno, sia per quelli a 10, 25 e 140 giorni. Segno che non sempre un'iperattività nelle compravendite conduce a risultati positivi.

Nel 2021, però, l'"International Review of Financial Analysis" ha pubblicato uno studio a cura di diversi ricercatori (Gong, Weng e Xiong) effettuato sul mercato azionario cinese che si spinge oltre. Par-

tendo da uno dei postulati della ben nota Teoria del prospetto di Kahneman e Tversky, che sostiene che per la maggior parte degli individui la motivazione a evitare una perdita è superiore a quella di realizzare un guadagno (la cosiddetta 'avversione alle perdite') e, tenendo conto del fatto che nella cultura popolare cinese il gioco d'azzardo è molto diffuso, gli autori sottolineano che a volte l'avversione alla perdita "sicura" può trasformare alcuni investitori in giocatori d'azzardo.

Costoro decidono di tentare di battere le probabilità e scelgono di acquistare strumenti che offrono loro una piccola (o piccolissima) possibilità di ottenere un rendimento estremo (e, conseguentemente, rilevante), anziché una prevedibile (ancorché minima) minusvalenza: quelle che gli autori definiscono "azioni-lotteria". Ciò avviene soprattutto nei momenti di forti tensioni economiche o quando i mercati sono negativi. Per misurare questa anomala preferenza tra guadagno e perdita, i ricercatori hanno testato questa "asimmetria idiosincratica" analizzando dati decennali. La loro conclusione conferma che la mag-

* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

** Consulente finanziario iscritto all'Albo.

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

**FABRIZIO PIROLI**

esperto di formazione bancaria e assicurativa

gior parte degli investitori che si approccia in questo modo alle "azioni-lotteria" ottiene rendimenti negativi.

UNA MALATTIA IGNORATA

Ovviamente, non tutti coloro che fanno trading giornalmente presentano disturbi assimilabili agli scommettitori patologici; ad esempio una ricerca del 2020 (Cox) con-

**PIER TOMMASO TRASTULLI**

consulente finanziario

clinici italiani (Guglielmo, Ioime e Janiri) ha tentato di delineare i connotati di questa nuova patologia. La caratteristica essenziale che contraddistingue chi ne soffre è un comportamento disadattativo, ricorrente o persistente, legato all'attività di negoziazione titoli, e che ha un impatto sulla sua vita personale e sociale. La compulsività nella contrattazione porta gradualmente i soggetti ad ampliare il tempo dedicato a seguire i mercati finanziari, fino ad assorbire quasi del tutto la propria giornata, ad esempio controllando continuamente il loro andamento o frequentando siti specializzati per restare sempre aggiornati.

Tra le manifestazioni tipiche in questi individui si riscontrano, in particolare, l'incremento progressivo dei rischi assunti tramite l'utilizzo di strumenti inadeguati al loro profilo di investitori, l'aumento degli importi destinati ai singoli titoli o alle singole posi-

“Nonostante a oggi il trading patologico non sia ancora presente nei manuali ufficiali, come il “Manuale diagnostico e statistico dei disturbi mentali” (Dsm-5), e venga tuttora trattato come il gioco d’azzardo, esso presenta entrambe le caratteristiche per essere definito pienamente una forma di dipendenza: l’assuefazione e la compulsione (od ossessione)

dotta nei Paesi Bassi indica la percentuale nell'8%, di cui la metà con severi rischi di problematicità. Bisogna perciò individuare le caratteristiche che distinguono chi investe da chi rischia di sviluppare una malattia finora pressoché ignorata dalla letteratura scientifica, che non ha ancora riconosciuto l'overtrading (o 'trading patologico') come un'attività che induce dipendenza.

Uno studio condotto un lustro fa da tre

zioni, una conseguente sensazione di eccitazione della quale i trader sentono di non potere più fare a meno (l'organismo rilascia adrenalina e, attraverso l'attivazione dello striato ventrale, dopamina), un progressivo isolamento sociale (withdrawal), un crescente senso di "onnipotenza". Spesso, soprattutto quando i risultati del trading non sono quelli sperati, maturano teorie "quasi complottistiche" tese a giustificare in qual-

che modo le mancate performance. Questi pensieri rappresentano, quindi, un tentativo di razionalizzazione della mancanza di profitti e vengono alimentati anche dallo sviluppo di una "memoria selettiva" che tende a ricordare solo i successi (pochi) dimenticando i (tanti) perniciosi insuccessi.

ANCHE PULSIONI SUICIDE

Il trading patologico, quindi, ha aspetti economico-finanziari e conseguenze psicologiche negative sui soggetti che ne sono colpiti: il pensiero quasi totalizzante, la conseguente ansia che, quando non sfocia in depressione, determina un allontanamento dalla vita di relazione, il deterioramento della situazione economica possono portare addirittura a eventi criminosi e a pulsioni suicide (purtroppo, a volte, realizzate, come evidenzia un lavoro di Gray del 2014). Pertanto, per individuare in modo precoce coloro i quali potrebbero caderne vittime, i tre studiosi italiani hanno proposto un set di ben 13 criteri per l'individuazione della patologia, suggerendo di considerarne affatto chi ne presenti almeno cinque (o più) che si manifestino per un periodo di 12 mesi. Nonostante a oggi il trading patologico non sia ancora presente nei manuali ufficiali, come il "Manuale diagnostico e statistico dei disturbi mentali" (Dsm-5) e venga tuttora trattato come il gioco d'azzardo, esso presenta entrambe le caratteristiche per essere definito pienamente una forma di dipendenza: l'assuefazione e la compulsione (od ossessione).

E, per quanto si assista a una maggiore legittimazione sociale di questo fenomeno, che viene considerato se non proprio un lavoro una qualche forma di passione, interesse o passatempo, è proprio per questo motivo assai più difficolto da individuare, sia da parte di chi ne soffre, sia di chi gli sta vicino. Quando si opera sui mercati, dunque, è sempre opportuno darsi precise regole, elaborare un piano operativo che preveda anche un'exit strategy nel caso che le cose non vadano nel modo sperato, applicare una disciplina (possibilmente ferrea) da mantenere, avere una conoscenza dei mercati e di se stessi e delle proprie competenze e accettare anche la possibilità di incorrere in una perdita, senza che ciò induca all'ansia di recuperarla immediatamente, ma anzi facendo in modo che divenga uno spunto di riflessione su che cosa non ha funzionato, onde trarne insegnamento per il futuro. Est modus in trading!

REMOTE ONBOARDING

Le nuove guidelines dell'Eba

a cura di **Francesco Donadei** (Zitiello Associati)



Lo scorso 22 novembre, l'Autorità bancaria europea (Eba) ha pubblicato le attese Linee guida sull'utilizzo di soluzioni di adeguata verifica a distanza della clientela ai sensi della Direttiva (Ue) 2015/849, che entreranno in vigore decorsi sei mesi dalla pubblicazione delle traduzioni ufficiali sul sito dell'Autorità. Guidate da un approccio tecnologicamente neutro che dovrebbe auspicabilmente incentivare gli operatori bancari a introdurre sul mercato soluzioni innovative, le Linee guida lasciano ai soggetti obbligati, nei casi di adeguata verifica semplificata, la possibilità di interpretare le prescrizioni sulla natura e sul tipo di dati e di documentazione necessari per l'adeguata verifica sulla base di un approccio basato sul rischio.

PROCEDURE INTERNE

I soggetti obbligati dovranno adottare procedure interne dedicate all'assolvimento degli obblighi di adeguata verifica nelle situazioni in cui l'onboarding del cliente avviene a distanza, nelle quali andranno dettagliate, inter alia, le caratteristiche e il funzionamento della soluzione di remote onboarding, nonché chiarire le situazioni in cui tale soluzione può essere utilizzata alla luce dei fattori di rischio individuati e valutati in relazione alle diverse categorie di clientela e ai diversi prodotti e servizi offerti. La soluzione di remote onboarding dovrà sempre essere valutata in via preliminare rispetto alla sua introduzione effettiva e dovrà essere integrata nel sistema dei controlli interni, consentendo in tal modo all'intermediario di gestire in maniera adeguata i rischi Aml connessi all'utilizzo della soluzione stessa. La valutazione preliminare della soluzione potrà essere oggetto di vaglio ex post da parte dell'Autorità.

I soggetti obbligati dovranno stabilire nelle proprie procedure interne le informazioni necessarie per identificare il cliente, le tipologie di documenti o dati che saranno utilizzati per verificarne l'identità e le modalità con cui queste informazioni saranno verificate. Tutto ciò dovrà essere aggiornato e adeguato a soddisfare i requisiti legali e regolamentari anche in relazione alla loro fruibilità per successivi controlli. In tal senso, le Linee guida incoraggiano l'utilizzo dei servizi di identificazione elettronica previsti dal Regolamento (Ue) n. 910/2014 (cosiddetti eIDAS). In ogni caso, sarà onere dei soggetti obbligati garan-

tire in qualunque momento la verifica della corrispondenza tra le informazioni della persona fisica visibili e la documentazione fornita nonché, in caso di cliente persona giuridica, i poteri del rappresentante.

IN CASO DI AMBIGUITÀ

Il processo di remote onboarding dovrà essere interrotto ogni qualvolta le informazioni o la documentazione fornite siano insufficienti o tali da generare ambiguità o incertezze: in tali casi il cliente dovrà essere reindirizzato verso un'identificazione tradizionale in presenza. Le procedure interne dovranno specificare quali attività di adeguata verifica a distanza saranno svolte internamente e quali eventualmente per il tramite di soggetti terzi o in outsourcing: è onere dei soggetti obbligati assicurarsi che le

«*I soggetti obbligati dovranno stabilire nelle proprie procedure interne le informazioni necessarie per identificare il cliente, le tipologie di documenti o dati che saranno utilizzati per verificarne l'identità e le modalità con cui queste informazioni saranno verificate. Tutto ciò dovrà essere aggiornato e adeguato a soddisfare i requisiti legali e regolamentari anche in relazione alla loro fruibilità per successivi controlli»*



procedure di adeguata verifica della terza parte siano conformi alle Linee guida e che dati e informazioni raccolte siano sufficienti e coerenti.

Per quanto riguarda l'esternalizzazione, i soggetti obbligati dovranno assicurarsi che il fornitore di servizi rispetti le politiche e le procedure di remote onboarding del committente e integri i requisiti tecnici e organizzativi per svolgere le attività affidategli, le quali dovranno essere monitorate tramite adeguati flussi informativi tra il fornitore di servizi e il committente. In tali casi, sarà in ogni caso onere del committente garantire che il fornitore di servizi possa memorizzare, nello svolgimento della propria attività, solo i dati dei clienti strettamente necessari e per un periodo di tempo chiaramente definito, ferma restando l'obbligatorietà del tracciamento degli accessi ai dati e dell'implementazione di adeguate misure di sicurezza per garantire la protezione dei dati conservati.

LA GESTIONE DEI RISCHI

Per quanto riguarda la gestione dei rischi legati alla sicurezza informatica, i soggetti obbligati dovranno identificare e gestire i propri rischi in relazione al processo di adeguata verifica a distanza, anche in caso di utilizzo di soggetti terzi o di esternalizzazione (anche infragruppo). I soggetti obbligati dovranno inoltre fornire al cliente un punto di accesso sicuro per avviare il processo di remote onboarding e utilizzare strumenti e canali di comunicazione sicuri per interagire con il cliente durante il processo stesso, fermo il rispetto delle specifiche Linee guida dell'Eba in materia. In attesa dell'entrata in vigore del provvedimento, nonché dell'intervento implementativo delle Linee guida nel framework regolamentare nazionale da parte della Banca d'Italia, è opportuno che ciascun soggetto obbligato inizi a valutare le modalità tecniche e organizzative più idonee per sfruttare al meglio nella propria realtà le nuove possibilità offerte dalle Linee guida.

UN METALLO SEMPRE PROTAGONISTA

L'alfa e il beta del rame

di Boris Secciani

Al rame si attribuisce il soprannome di Dr Copper, sottolineando, così, il suo ruolo di barometro del ciclo mondiale. In realtà, però, questo metallo è oggi anche un driver di crescita di lungo periodo, legato allo sviluppo di nuove filiere innovative che dovrebbero accompagnare il mondo alla transizione energetica. Un duplice ruolo, dunque, che genera oscillazioni cicliche piuttosto forti all'interno di un trend di crescita secolare importante. Si tratta di un quadro per certi versi simile a quello del variegato insieme delle industrie legate all'It, come, ad esempio, i semiconduttori.

Mobeen Tahir, director, macroeconomic research & tactical solutions di **WisdomTree**, sottolinea queste similitudini: «Il rame è per le materie prime ciò che i titoli tecnologici sono per le azioni. Entrambi sono storicamente ciclici, ma promettono anche una potenziale crescita a lungo termine. L'anno scorso i titoli tecnologici sono scesi non perché le tecnologie sotostanti fossero morte, ma perché le banche centrali stavano aggressivamente inasprendo la politica monetaria. Anche il rame ha subito lo stesso destino di trovarsi in una situazione macro sfavorevole, nonostante l'accelerazione della transizione energetica. Le chiusure in Cina hanno aggiunto un ulteriore livello di delusione».

LA DOPPIA MANNAIA

Nello specifico, dunque, sul rame si è abbattuta la doppia mannaia della po-

litica monetaria e della politica dello zero-Covid in Cina. Il superamento di questa fase travagliata dell'economia del Dragone con ogni probabilità porterà a un sollievo ciclico non indifferente. Infatti, al di là dei progetti immaginifici sull'economia verde, questa risorsa dipende ancora in gran parte dall'andamento dell'industria cinese. Ancora Tahir precisa: «La Cina consuma più della metà del rame raffinato prodotto a livello mondiale e la sua domanda è aumentata di otto volte negli ultimi quattro decenni. L'attività manifatturiera cinese, quindi, è inevitabilmente un fattore chiave per i prezzi del rame ed è rimasta in contrazione da agosto a dicembre dello scorso anno, come risulta dall'indice dei responsabili degli acquisti nel settore. A gennaio, pur rimanendo ancora in contrazione a 49,2, si è ricominciato a parlare di una ripresa nei prossimi mesi, se la gestione dei lockdown rimarrà stabile».

UNA RISORSA INELUDIBILE

Vi è poi la nuova economia Esg, di cui il rame rappresenta un fattore centrale, perché è una risorsa semplicemente ineludibile per la mobilità elettrica. Al proposito qualche cifra viene fornita da **Mobeen Tahir**: «Un veicolo elettrico a batteria può richiedere una quantità di rame da tre a quattro volte superiore a quella di un veicolo con motore a combustione interna di simili prestazioni. Allo stesso modo, una stazione di ricarica rapida da 200 kilowatt (kW) utilizza circa 8 kg di rame. Un effetto



MOBEEN TAHIR
director, macroeconomic research
& tactical solutions
WisdomTree

moltiplicativo simile sulla domanda di rame è dato da altre applicazioni legate alla transizione energetica, come l'energia eolica e solare, in cui la Cina sta investendo molto».

QUESTIONI CHIAVE

A questi elementi si aggiunge poi una tendenza di lungo periodo strutturalmente favorevole ai corsi dei metalli industriali dalle caratteristiche complesse e di difficile gestione. Oltre alla domanda generata dall'avvio della sostenibilità, non è un mistero il fatto che vi siano questioni chiave sul lato dell'offerta, fra le quali gli effetti della ristrutturazione epocale avvenuta nell'industria mineraria negli ultimi 10 anni. Il rame, da questo punto di vista, non fa eccezione, con un quadro dell'offerta che finora non sembra affatto volersi adattare agli stimoli dell'economia verde, come conclude Tahir: «Secondo Wood Mackenzie, affinché il mondo sia sulla buona strada per raggiungere il livello zero entro il 2050, occorre che 9,7 milioni di tonnellate di materiale minerario provengano da progetti non ancora approvati. Ciò equivale a 23 miliardi di dollari di investimenti all'anno in nuovi progetti, il 64% in più rispetto alla spesa media annuale degli ultimi 30 anni».

In definitiva, dunque, questo metallo impone ai propri investitori un marcatto beta, ma fornisce anche opportunità di lungo respiro ineludibili per un'allocazione in grado di stare al passo coi tempi.

CONSULENTI &

RETI



«Con Credem Euromobiliare Private Banking nasce una delle prime cinque private bank italiane, che appartiene al primo gruppo bancario privato per quota di mercato, che è anche il più solido in Italia e in Europa. Per questa ragione, anche la nuova società, controllata al 100% dal Gruppo, potrà vantare una forte solidità patrimoniale. In termini numerici, abbiamo 40 miliardi circa di asset in gestione, che riteniamo sia una giusta dimensione per posizionarci in questo ramo di attività: né troppo grandi, né troppo piccoli. Con noi lavorano 700 banker e consulenti e 300 dipendenti di sede; ci sono anche quasi 70 centri private su tutto il territorio nazionale».

MATTEO BENETTI
direttore generale
Credem Euromobiliare Private Banking

NASCE CREDEM EUROMOBILIARE PRIVATE BANKING

La forza della tradizione, la visione dell'innovazione

a cura di Pinuccia Parini

«Il passo che abbiamo deciso di compiere è la realizzazione di un sogno, di un progetto al quale abbiamo lavorato tanti anni, con la finalità di dare risposte alle esigenze sempre più articolate dei nostri clienti, attuali e prospettici. È stato ponderato, discusso e condiviso più volte, con un forte coinvolgimento della banca e della proprietà. Lo abbiamo pensato per cogliere un'opportunità, analizzando diversi scenari e vagliando tutti gli aspetti di un'operazione che avrebbe creato nuovi scenari nel contesto competitivo». A parlare in questi termini della nascita di **Credem Euromobiliare Private Banking** è **Matteo Benetti**, direttore generale della neonata società che gestirà tutto il private banking che faceva capo a **Credem** e a **Banca Euromobiliare**. Si tratta di una scelta che ha impegnato l'intera struttura del Gruppo Credem e che ha dato vita a un nuovo protagonista nel campo del private ban-

king. Fondi&Sicav si è fatto raccontare da Benetti quali sono gli obiettivi e le opportunità che la nuova struttura offrirà ai professionisti che ci lavorano e ai clienti.

Sta per nascere Credem Euromobiliare private banking. In termini numerici che cosa significa?

«Con Credem Euromobiliare Private Banking nasce una delle prime cinque private bank italiane, che appartiene al primo gruppo bancario privato per quota di mercato, che è anche il più solido in Italia e in Europa. Per questa ragione, anche la nuova società, controllata al 100% dal Gruppo, potrà vantare una forte solidità patrimoniale. In termini numerici abbiamo 40 miliardi circa di asset in gestione, che riteniamo sia una giusta dimensione per posizionarci in questo ramo di attività: né troppo grandi, né troppo piccoli. Con noi lavorano 700 banker e consu-



lenti e 300 dipendenti di sede; ci sono anche quasi 70 centri private su tutto il territorio nazionale. Siamo un grande protagonista del mercato la cui forza è offrire un servizio personalizzato ai propri clienti, prestando loro la cura e l'attenzione di una boutique di settore.



Amiamo dire che nasciamo speciali e specializzati. Siamo speciali perché adottiamo un approccio imprenditoriale, che fa parte del Dna del Gruppo cui apparteniamo, mentre ci riteniamo specializzati perché vantiamo 50 anni di esperienza e posso dire che, nella nostra attività, abbiamo tanti fuoriclasse in campo. Non molti possono vantare il nostro track record: Euromobiliare è nata nel 1973 e, da allora, si occupa esclusivamente di private banking e corporate finance advisory»

Avevate già realizzato il polo private all'interno del gruppo Credem: come mai avete voluto creare una società ad hoc per un'operatività che era già presente?

«Si tratta di un'iniziativa in continuità rispetto a quanto già fatto nel 2020 e rafforza una nostra forte convinzione: crediamo che avere un'unica struttura specializzata serva a esprimere meglio il valore intrinseco e potenziale che abbiamo da offrire ai nostri clienti. Inoltre, e non è certo un aspetto trascurabile, la creazione di un'entità legale com-

porta l'adozione di una governance e la strutturazione dei processi a essa connessi. Puntiamo a un modello integrato, verticale, che operi in modo sinergico e simbiotico con il Gruppo. È stata una decisione presa in un contesto non privo di criticità: due anni di pandemia e un conflitto ai confini dell'Europa, con ricadute significative per il continente. Ma le crisi hanno sempre una fine ed è con quest'ottica che dobbiamo guardare al futuro. Siamo un Gruppo che è abituato a fare scelte importanti e a essere soprattutto vicino ai clienti guardando al loro patrimonio nella sua interezza e nel rispetto della storia familiare».

E quali sono i vantaggi per gli investitori?

«Puntiamo a diventare un polo aggregante e ciò garantisce ai clienti, presenti e futuri, una stabilità nella relazione che decidono di instaurare con noi. Il fatto di appartenere a un'entità solida, come sottolineato in precedenza, offre garanzie e sicurezza a coloro che decidono di affidarci la gestione del proprio patrimonio. Questo aspetto è di grande importanza, soprattutto quando si attraversano periodi di



turbolenza sui mercati e di elevata volatilità come l'attuale. Se dovessi tradurre il concetto in un'immagine, direi che è meglio attraversare una burrasca su una portaerei, piuttosto che su una zattera».

Quali sono le competenze di punta della nuova società?

«Innanzitutto una premessa: la nostra forza di Gruppo è, per così dire, avere “tutto in casa”. C’è la banca commerciale, interlocutore privilegiato per accogliere e gestire le esigenze della clientela, ci sono le società prodotto, che operano sul lato, sia degli investimenti, sia degli impieghi, e, poi, la divisione corporate e quella dello small business. Come si può evincere, abbiamo creato un ecosistema in grado di rispondere alle necessità del cliente in modo puntuale e tempestivo. Inoltre, nella realizzazione di questo progetto ambizioso, gioca a nostro favore la reputazione del Gruppo, costruita e mantenuta negli anni, che molti competitor ci possono invidiare e che i nostri clienti ci riconoscono. L’obiettivo è, ovviamente, rafforzare la presenza sul mercato, ma non è il nostro punto di partenza, bensì quello di arrivo».

Siete prossimi alla data clou, quando ufficialmente partirà il

vostro nuovo progetto. Che cosa succederà dopo lo scoccare del giorno “x”?

«Il “big bang” di Credem Euromobiliare Private Banking è prossimo. Da quel momento in poi ci sarà la messa a terra del progetto che riguarderà diversi ambiti: dal modello di servizio alla specializzazione dell’offerta, per arrivare alla piattaforma a sostegno dei consulenti finanziari e dei private banker. Vogliamo introdurre diverse innovazioni per misurarci con i competitor in base a un parametro di riferimento che riteniamo ci permetterà di distinguerci: la “customer experience”. La nostra è un’operazione societaria che ha l’ambizione di presentarsi con la sua unicità e il mio compito è stimolare i colleghi a impegnarsi, professionalmente e culturalmente, per fare sì che sia un successo».

Perché parla anche di impegno a livello culturale?

«Si tratta di fare qualcosa di diverso da ciò che avveniva in precedenza e con modalità differenti dalla concorrenza. Per noi è importante, sia la sostanza, sia la forma, perché le due cose, nella nostra attività, coincidono. Vogliamo cambiare il modo con cui ci presentiamo alla clientela, perché riteniamo che il bagaglio e

le competenze professionali, che ci caratterizzano, da sole non bastano per proporci come controparte attraente sul mercato. Occorre prestare molta attenzione all’accoglienza, a come ci relazioniamo con i clienti e alle modalità con cui lo facciamo. È per questa ragione che deve esserci un impegno culturale di noi tutti nel trovare l’approccio più consono per entrare in sintonia e generare empatia con chi ci affida il proprio patrimonio, che deve sentirsi a proprio agio nel prendere decisioni importanti in un contesto in cui identificarsi e che riflette il suo stile di vita. Faccio un esempio concreto di che cosa intendo con quest’ultima affermazione. Per il nostro progetto di accoglienza, collaboriamo con alcuni consulenti che si occupano di alta moda. Essi ci aiutano a realizzare, nei punti di accesso della nuova entità, un livello di servizio adeguato a coloro che sono abituati a scegliere il meglio, a entrare nei negozi di lusso e, per tale ragione, vorrebbero trovare lo stesso tipo di ambiente nel momento in cui incontrano il proprio consulente finanziario o private banker».

È una prospettiva diversa con cui relazionarsi al cliente. Ciò comporta anche un momento di

formazione per le vostre risorse umane?

«Dobbiamo tutti affrontare un nuovo percorso culturale e cambiare la mentalità delle persone che, nel nostro Gruppo, hanno sempre prestato molta attenzione alla sostanza. Deve mutare il punto di vista da cui partiamo per svolgere la nostra attività, insieme al modo di guardare e pensare allo sviluppo del business. Ciò genererà, ne sono convinto, tutta una serie di innovazioni a cascata all'interno dell'intera struttura. Ovviamente, un ruolo importante sarà giocato dal management, che dovrà indirizzare i propri sforzi affinché questo modo di pensare e di agire prenda piede. Faremo educazione sul campo, portando i nostri uomini e donne a visitare alcuni luoghi di lusso e, successivamente, all'interno di una filiale, per farli riflettere su quali miglioramenti apportare al contesto in cui lavorano. Chiediamo loro di essere parte attiva e di dare un contributo affinché il nostro progetto si realizzi. L'obiettivo è fare capire che anche alcuni piccoli accorgimenti possono fare una grande differenza. In aggiunta, terrei a precisare che c'è già stata una fase di valutazione individuale del personale, cui ha fatto seguito un percorso di crescita e formazione per rendere i collaboratori più sensibili e attenti all'importanza della "client experience". Vorrei che chi entra in un punto Credem Euromobiliare Private Banking abbia intorno a sé persone che siano capaci di rendere la sua esperienza unica, grazie alla capacità di accoglienza e all'empatia che riescono a generare».

Perché dare così importanza alla "forma" nella vostra relazione con i clienti?

«La premessa che fa da sfondo alla decisione di creare la nuova entità è la volontà di apportare un cambiamento al nostro modo di operare, che non si riduca solo a un'operazione di facciata. Se così non fosse, che senso avrebbe cambiare? Abbiamo operato, quindi, una scelta che, in quanto tale, genera molte aspettative nei clienti, che si attendono da noi qualcosa di diverso. Vogliamo diventare la casa che gestisce i grandi patrimoni e che lo fa con chiari tratti distintivi. Affinché ciò sia possibile, è importante

che emerga un'immagine coerente con ciò che si fa e con la maniera con cui si viene visti e percepiti. Nel nostro lavoro, ci possono essere anni in cui i risultati raggiunti sono eccellenti e altri che, invece, lo sono un po' meno, perché non possiamo essere noi a determinare la performance dei mercati. Dove si fa allora la differenza? Credo che la risposta sia nel fare sentire il cliente a casa propria ed è proprio nel rendere possibile questa esperienza che offriamo valore aggiunto. Noi siamo una società grande, ma non troppo. Le dimensioni del nostro Gruppo sono tali per cui la struttura ci permette di sostenere i costi della personalizzazione e, soprattutto, di farlo rimanendo vicini al cliente: è un concetto di prossimità che ci fa guadagnare la sua fiducia. La cura della relazione e delle soluzioni che sono proposte, l'attenzione alla gestione delle complessità legate a un patrimonio, compresi anche gli aspetti più amministrativi, la possibilità di offrire risposte ai diversi bisogni, grazie alla struttura di Credem, insieme alla "customer experience", sono le leve sulle quali possiamo contare per fare sentire il cliente il più possibile a suo agio».

Quindi un rapporto uno a uno con chi si affida a voi?

«Possiamo permetterci di farlo, perché la nostra catena di trasmissione è corta e c'è un impegno corale che vede tutti noi partecipi nella gestione di una relazione: dal presidente al direttore generale, dal direttore commerciale al responsabile della comunicazione, sino ad arrivare a tutte le altre professionalità presenti in azienda. Ed è importante rimarcare che questo coinvolgimento non è un fattore estemporaneo, bensì fa parte della quotidianità del nostro lavoro. Posso dire che, personalmente, grazie al percorso professionale maturato all'interno dell'azienda, non solo conosco tutti i nostri clienti, ma ho con loro un rapporto privilegiato e personale: reputo che ciò sia, nel mio lavoro, una grande fortuna. Io vorrei che tutti gli stakeholder si sentissero da noi a casa propria, perché, ribadisco, questo è l'elemento che più conta all'interno della nostra relazione».

Avete degli obiettivi di crescita?

«Vorremmo crescere acquisendo quote

di mercato e diventare un polo aggregante. Se ciò avvenisse, ci sarebbe probabilmente un momento in cui ci porremmo la questione delle dimensioni che vogliamo raggiungere e le modalità con cui operare, senza che venga però meno il nostro tratto distintivo».

Quale ruolo ha, all'interno del progetto che ci ha descritto, l'azionista di maggioranza?

«Per noi è ovviamente un punto di riferimento, con cui c'è una relazione continua: sappiamo esattamente a quale porta andare a bussare quando c'è un investimento da valutare e, anche in questo caso, la catena decisionale è cortissima. La nostra è una dimensione imprenditoriale che permea i comportamenti quotidiani e la mia non è un'affermazione di facciata».

E per quanto riguarda le sinergie con Credem?

«I rapporti sinergici sono fondamentali e abbiamo una struttura che ci permette non solo di parlarne, ma di realizzarli. Conosciamo i nostri colleghi, il loro curriculum professionale e quindi, di fronte a una richiesta di un cliente, sappiamo esattamente non solo chi è l'interlocutore di riferimento, ma come raggiungerlo direttamente».

Qual è stata la reazione della clientela al vostro progetto?

«La clientela high net worth lo ha accolto con molto favore e ha apprezzato la modalità con la quale vogliamo caratterizzare il servizio offerto. Nel mondo private, prescindendo dalle dimensioni del patrimonio, si possono individuare due gruppi di clienti, che, per loro connotazione, hanno aspettative con caratteristiche diverse nei confronti della banca. Il primo è composto da coloro che hanno visto crescere il proprio patrimonio e sono giunti al punto di affrontare un passaggio generazionale, con richieste che definirei "tradizionali". Il secondo, invece, è fatto di imprenditori ancora in attività e che stanno crescendo, con esigenze diverse. La nostra proposta, vista l'ambizione che la caratterizza, vuole rivolgersi in particolare a costoro, nello sposare la loro vivacità e coniugarla in soluzioni adeguate ai loro bisogni».

CONSULENTI & RETI

RACCOLTA ALLE STELLE NELL'ANNO PIÙ DIFFICILE
PER I MERCATI

CONSULENTI &
RETI

Aumenta la voglia di consulenza

a cura di Alessandro Secciani



Nonostante i mercati abbiano avuto un 2022 terribile per tutte le asset class e nonostante i risparmiatori venissero descritti sull'orlo di una crisi di nervi, tutte le reti di collocamento di prodotti finanziari hanno registrato raccolte nette altissime, quasi su livelli record. Alla base del fenomeno c'è probabilmente proprio il disorientamento degli investitori che cercano una consulenza indipendente e in grado di controbattere i colpi del mercato. E anche chi riteneva che tenere i soldi fermi in banca fosse la strategia di difesa migliore nel corso dell'anno ha spesso cambiato idea

Nessuno avrebbe scommesso un centesimo, nei primi mesi del 2022, quando ha cominciato a prendere quota l'inflazione, è iniziata la guerra in Ucraina, le banche centrali hanno dato il via al rialzo dei tassi e i mercati hanno preso a tracollare, che l'anno si sarebbe concluso quasi trionfalmente per le reti di collocamento di prodotti finanziari. Tutte le società hanno chiuso con raccolte nette importanti, nonostante molti descrivessero i risparmiatori come molto preoccupati e talora persino arrabbiati con chi aveva gestito i loro risparmi. Evidentemente il rapporto di fiducia è continuato e si è persino rafforzato.

Sulla base delle risposte che hanno fornito i manager intervistati da Fondi&Sicav, comunque è risultato chiaro che l'inflazione e tutta la massa di problemi che si sono sommati hanno spinto molte persone a cercare di difendere i propri capitali. Con l'inflazione praticamente a zero, molti hanno ritenuto che tenere i soldi in banca potesse essere una buona scelta difensiva: i capitali non crescevano, ma neppure scendevano. In questo anno, invece, è stato chiaro anche ai più pigri che lasciare fermo in deposito il proprio denaro significava la certezza di una consistente perdita. E molti si sono finalmente decisi a muoversi. Altri che erano già investiti e dotati di una maggiore cultura finanziaria hanno pensato che acquistare sui ribassi poteva essere una buona strategia. In pratica, proprio in una situazione veramente tanto difficile, chi era in grado di dare i consigli giusti ha avuto i migliori ritorni.

A discutere di questi temi sono stati (in rigoroso ordine alfabetico), **Marco Bernardi**, vicedirettore generale di **Banca Generali**, **Fabio Cubelli**, condirettore generale di **Fideuram-Intesa Sanpaolo Private**

Banking, Luigi Provenza, chief commercial officer investment & wealth management di **Banca Widiba**, **Gianluca Scelzo**, consigliere delegato di **Copernico Sim**, **Massimo Taricco**, vicedirettore commerciale di **Banca Patrimoni Sella & C**, e **Stefano**



FABIO CUBELLI
condirettore generale
Fideuram-Intesa Sanpaolo
Private Banking

«Da molti anni le reti di consulenti finanziari stanno progressivamente aumentando la propria penetrazione sui mercati, sia in termini di numero di clienti, sia di masse, e il 2022 ha confermato e accelerato questo trend. Le motivazioni risiedono nella capacità dei consulenti di essere vicini agli investitori e di fidelizzare il rapporto con loro, ancora di più nei momenti di volatilità dei mercati. È un trend che ha accelerato durante e dopo la pandemia, che ha rafforzato il valore della relazione, fatta, sia di incontri fisici, sia di utilizzo delle opzioni che la tecnologia oggi mette a disposizione»

FABIO CUBELLI

Volpato, direttore commerciale di **Banca Mediolanum**.

Quali sono stati i vostri numeri di raccolta nel corso del 2022? Come è partito l'anno nuovo? (ovviamente in questo caso si tratta più di sensazioni che di veri e propri numeri)

Marco Bernardi (Banca Generali):

«Siamo cresciuti di 5,7 miliardi di nuovi flussi di raccolta, di cui circa 2 miliardi sono di risparmio gestito. Si tratta di un risultato molto solido, considerando che proviene interamente dal lavoro dei nostri banker al fianco delle famiglie e senza l'utilizzo di incentivazioni dalle piattaforme di servizi bancari, masse da asset management o conti deposito. Nell'ultima parte dell'anno, c'è stata una sensibile accelerazione che ci ha visti emergere ancora una volta come leader nei servizi di investimento, per soluzioni come le gestioni patrimoniali e l'advisory evoluta, a conferma della qualità dei nostri servizi a valore aggiunto nel private banking. La partenza del 2023 ha riportato un po' di ossigeno sul mercato azionario e dei tassi, ma ovviamente la prudenza resta d'obbligo, considerando le complessità di uno scenario tra persistenti rischi inflativi e rallentamento economico. Le prime sensazioni restano, comunque, molto positive alla luce delle risposte dei colleghi nei nostri incontri di area di inizio anno e delle prime analisi dei flussi settimanali di raccolta».

Fabio Cubelli (Fideuram Ispb): «Le tre reti di consulenti finanziari della divisione (Fideuram, Sanpaolo Invest e Iw Private Investments) nel 2022 hanno raccolto circa 9 miliardi di euro di net new money, dei quali un



MARCO BERNARDI
vice-direttore generale
Banca Generali

«Il ruolo del consulente è guardare a un orizzonte di lungo termine nell'interesse del cliente, ben sapendo che anche nei momenti di maggiore debolezza e criticità possono scaturire alcune opportunità. Diversificazione e competenza sono sempre più richieste dalle famiglie che hanno bisogno dei banker per costruire un percorso efficiente di protezione di quanto è stato accumulato in una vita»

MARCO BERNARDI





LUIGI PROVENZA
chief commercial officer
investment & wealth management
Banca Widiba

«I clienti affiancati dai consulenti finanziari maturano una crescente consapevolezza e una maggiore educazione finanziaria che aiuta anche solo a comprendere le fasi di mercato e agire di conseguenza. Il 2022 sicuramente non è stato un anno semplice, ma con il giusto bagaglio di competenze è stato possibile analizzare e rivedere gli obiettivi definiti con il proprio consulente all'inizio della relazione e apportare i giusti correttivi quando necessario. Se serviva, anche incrementando le posizioni»

LUIGI PROVENZA

terzo rivenienti dall'attività di reclutamento e due terzi dalla rete storica. Per ciò che riguarda la raccolta gestita, i numeri 2022 vedono un saldo positivo di circa 3,5 miliardi. Si tratta di ottimi dati, in considerazione del contesto esterno molto complesso, che vedono le reti continuare a crescere, sia in termini di nuovi consulenti, sia di nuovi clienti acquisiti. Anche il 2023, a giudicare dai numeri preliminari, è partito in crescita, in particolare per ciò che riguarda la raccolta netta, positiva per diverse centinaia di milioni di euro».

Luigi Provenza (Banca Widiba): «L'anno appena trascorso ha registrato un risultato positivo. Se consideriamo che il 2022 verrà ricordato sicuramente come uno degli anni peggiori degli ultimi 150, sia sul fronte azionario, sia su quello obbligazionario, sicuramente avere il segno "+" rappresenta un importante risultato. Il 2023 è partito nel migliore dei modi grazie, anche, all'andamento dei mercati azionari che, nella primissima parte dell'anno, hanno fatto registrare, in modo particolare nell'Eurozona, trend positivi».

Gianluca Scelzo (Copernico Sim): «Nel 2022 la raccolta è stata certamente molto positiva, soprattutto nel primo semestre, mentre nel secondo la crescita si è un po' assentata. Guardiamo al 2023 con grande ottimismo: le prime sensazioni sono molto buone».

Stefano Volpato (Banca Mediobanca): «Il 2022 è stato un anno certamente complicato. Stavamo uscendo dall'emergenza pandemica, l'economia stava dando fiduciosi segnali di ripresa, quando è scoppiato il conflitto russo-ucraino con tutte le conseguenze umanitarie, ma anche economiche che si sono manifestate in crolli a doppia cifra sui mercati azionari e obbligazionari e che hanno acuito la crisi delle materie prime, quella energetica e il ritorno dell'inflazione. Non da ultimo va registrata la rinuncia degli italiani a una visione prospettica verso il futuro, che il Censis ha rilevato nel suo ultimo rapporto sul Paese. Eppure, nonostante questo contesto, i nostri family banker hanno fatto un lavoro straordinario, sfiorando i risultati del 2021, anno record per Banca Mediolanum. Nel 2022 la raccolta netta totale è stata di 8,3 miliardi di euro, dei quali quasi 6 in risparmio gestito. Un risultato ai vertici delle classifiche di Assoreti. Anche l'erogazione del credito è andata particolarmente bene, con 4 miliardi di erogato nel 2022, il migliore anno di sempre. Il 2023 è partito col turbo. Prosegue la trasmissione mattutina quotidiana, partita un anno fa dopo lo scoppio della guerra, un appuntamento molto gradito dai nostri family banker, che studia puntualmente il contesto e fornisce l'analisi necessaria per incontrare i clienti con consapevolezza e fiducia. A questo e ad altri strumenti di info-formazione, da qualche settimana si sono aggiunte alcune promozioni che invitano anche gli investitori più prudenti a dare un'occasione di rilancio ai propri risparmi».

Quali sono stati gli strumenti più

richiesti da parte dei vostri clienti? Azionario od obbligazionario? Amministrato o gestito?

Marco Bernardi (Banca Generali): «Le nostre gestioni patrimoniali lo scorso anno hanno raccolto oltre 1 miliardo e l'advisory evoluta è cresciuta a 7,4 miliardi di masse. Piacciono anche alcuni fondi lux im adatti a questo contesto di mercato e i nostri strumenti assicurativi. Nell'amministrato il contributo dell'advisory si associa al plus dei nostri portafogli modello, per non parlare dell'offerta di certificates. Le condizioni di mercato continuano ovviamente a guidare le scelte con la volatilità sullo sfondo, ma assistiamo a una crescente domanda di consulenza e interesse per la gestione attiva».



GIANLUCA SCELZO
consigliere delegato
Copernico Sim

«L'economia insegna che bisogna andare contro le mode e il fatto stesso che ci sia stata raccolta in un momento di ribassi segnala quanto l'educazione finanziaria dei clienti delle reti stia aumentando. Non esiste un vero e proprio identikit dell'investitore che ha incrementato le proprie posizioni: diciamo che tutti, o quasi, coloro che ne avevano la possibilità hanno cercato di sfruttare il momento»

GIANLUCA SCELZO

per proteggere proprio dai potenziali cambi di direzione».

Fabio Cubelli (Fideuram Ispb): «Nel 2022 c'è stata molta diversificazione nella raccolta, sia per ciò che riguarda gli strumenti e le asset class, sia per le modalità di ingresso nei mercati. Come detto, poco più di un terzo dei nuovi investimenti è andato in raccolta gestita e la parte rimanente suddivisa tra strumenti di risparmio amministrato e giacenze di c/c, con queste ultime in calo nell'ultima parte dell'anno. Sono stati 12 mesi che hanno visto il ritorno degli investimenti obbligazionari, favoriti dalla ripresa dei tassi, anche se l'azionario ha mantenuto le sue posizioni. Infine la volatilità dei mercati ha favorito gli ingressi diluiti nel tempo, sia con investimenti Pluri, sia con le offerte da noi chiamate Step-in, che partono da un investimento a basso rischio e gradatamente aumentano l'esposizione azionaria nel tempo».

Luigi Provenza (Banca Widiba): «Il 2022 è stato caratterizzato da fasi differenti. L'azionario ha sicuramente subito un rallentamento a favore dell'obbligazionario, ma più verso la seconda parte dell'anno. Il risparmio gestito è sempre privilegiato, ma abbiamo visto raddoppiare i volumi sull'amministrato, in modo particolare sui titoli di stato, che hanno cominciato, dopo anni di rendimenti negativi, a esprimere ritorni interessanti».

Gianluca Scelzo (Copernico Sim): «Nell'arco del 2022, abbiamo focalizzato la raccolta su gestioni separate e soluzioni multi-ramo, con un'alta percentuale di gestione separata sugli strumenti assicurativi, mentre per quanto riguarda gli strumenti finanziari non c'è stata una vera e propria preponderanza, anche se nell'arco dell'anno abbiamo attivato moltissimi switch programmati da strumenti prudenti a strumenti più aggressivi, visto il calo dei mercati».

Massimo Taricco (Banca Patrimoni Sella & C): «Sia nell'ambito obbligazionario, sia in quello azionario, l'anno è stato caratterizzato da una forte volatilità dovuta, oltre che al contesto macroeconomico, anche a fattori esogeni. Questo fatto ha comportato un processo di de-risking nel mondo azionario e, di conseguenza, l'attenzione si è spostata dai temi più growth a favore di quelli value. Parallelamente, nella seconda metà dell'anno, con tassi più interessanti, è tornata viva l'attenzione al

comparto obbligazionario strutturalmente presente nei portafogli. Dal punto di vista della raccolta totale, l'anno è stato positivo. Abbiamo assistito, complice la scarsa prevedibilità dei mercati, a un innalzamento dell'attenzione verso il risparmio gestito in gestioni, demandando ai money manager la parte di asset allocation, oltre a quella di stock-fund picking. Nella seconda parte dell'anno, vista la volatilità espressa dai mercati, parte della raccolta è rimasta, o è diventata, diretta e si è tornati all'amministrato più tradizionale con l'acquisto di titoli obbligazionari che hanno cominciato a esprimere rendimenti a scadenza piuttosto interessanti».

Stefano Volpato (Banca Mediobanca): «Gli strumenti proposti ai clienti sono l'ultimo tassello di un percorso più profondo e articolato, che parte dall'ascolto delle storie delle famiglie, dei sacrifici che stanno dietro i risparmi accumulati e dei bisogni che emergono dall'analisi. Prima di impostare qualunque tipo di pianificazione patrimoniale, bisogna individuare e tutelare le fragilità di una famiglia, soprattutto se si tratta di monoredito con minori a carico. Non possiamo permetterci il lusso di costruire una seppure solida pianificazione patrimoniale senza avere messo prima in sicurezza i membri della famiglia, a partire dal generatore di reddito. Coperte le fragilità, si passa a individuare le tappe della vita che richiederanno una copertura finanziaria: mi riferisco all'istruzione dei figli, al mantenimento del tenore di vita in terza e quarta età, all'assistenza socio-sanitaria dei propri genitori. Definito il perimetro d'azione, si passa alle strategie che nel nostro caso tendono a volgere verso i mercati azionari, l'unica asset class che dimostra da sempre di crescere nel lungo termine. Quando sui mercati, poi, si registra una forte volatilità, entrano in azione i meccanismi automatici di cumulo e decumulo, sottostanti alle strategie proposte, che incrementano gli investimenti verso o dal mercato azionario a seconda delle oscillazioni. Questa premessa mi permette di spiegare una parte importante della nostra raccolta, composta per oltre il 70% da soluzioni di risparmio gestito».

Quali sono state le motivazioni degli investitori che hanno fatto la scelta, apparentemente contro corrente, di incrementare gli investimenti? Si può fare l'identikit dell'investitore che, nonostante le difficoltà, ha preso una decisione sicuramente coraggiosa?



MASSIMO TARICCO
vice-direttore commerciale
Banca Patrimoni Sella & C

«Anzitutto, il periodo pandemico ha gravato su un certo numero di piccole e medie imprese, motivo per il quale alcuni imprenditori hanno optato per la messa in vendita di pacchetti azionari importanti della propria azienda o dell'intera società, affidandoci poi le somme rivenienti dalle operazioni. Parallelamente, il mercato immobiliare ha dimostrato una certa vivacità e anche in questo caso i clienti ci hanno dimostrato fiducia affidandoci i ricavi delle proprie vendite»

MASSIMO TARICCO

Marco Bernardi (Banca Generali): «I risparmiatori seguiti dai consulenti riescono ad avere uno sguardo più approfondito sui rischi e le dinamiche dei mercati. Le pressioni dello scorso anno provengono dalla corsa dell'inflazione e i conseguenti interventi delle banche centrali. L'alternativa agli investimenti significa rinunciare a provare a difendere il proprio potere d'acquisto perdendo il 10% per l'inflazione. Il ruolo del consulente è guardare a un orizzonte di lungo termine nell'interesse del cliente, ben sapendo che anche nei momenti di maggiore debolezza e criticità possono scaturire alcune opportunità. Diver-



STEFANO VOLPATO
direttore commerciale
Banca Mediolanum

«I momenti di ribasso diventano l'occasione per intensificare questo rapporto di vicinanza, proprio per evitare che si vanifichino gli effetti positivi di una buona pianificazione patrimoniale, il cui scopo è fare arrivare le famiglie finanziariamente pronte ai bisogni e ai progetti di vita. E sono proprio questi bisogni e progetti a diventare il faro da seguire durante i mercati in tempesta.

Compito del family banker è ricordare i motivi per cui si risparmia e rammentare che la volatilità è un acceleratore di performance nel lungo termine»

STEFANO VOLPATO

sificazione e competenza sono sempre più richieste dalle famiglie che hanno bisogno dei banker per costruire un percorso efficiente di protezione di quanto accumulato in una vita».

Fabio Cubelli (Fideuram Ispb):
«Da molti anni le reti di consulenti finanziari stanno progressivamente aumentando la propria penetrazione sui mercati, sia in termini di numero di clienti sia di

masse, e il 2022 ha confermato e accelerato questo trend. Le motivazioni risiedono nella capacità dei consulenti di essere vicini ai clienti e di fidelizzare il rapporto con loro, ancora di più nei momenti di volatilità dei mercati. È un trend che ha accelerato durante e dopo la pandemia, che ha rafforzato il valore della relazione, fatta, sia di incontri fisici, sia di utilizzo delle opzioni che la tecnologia oggi mette a disposizione. Sicuramente il segmento sul quale questo trend è più evidente è quello della clientela private e affluent, che ha più bisogno di una consulenza dedicata».

Luigi Provenza (Banca Widiba): «Ci prendiamo un po' i meriti di questo risultato. I consulenti finanziari negli anni hanno acquisito una fetta di risparmiatori sempre più elevata: lo dimostrano le quote crescenti di risparmio gestito dalle reti. I clienti affiancati dai consulenti finanziari maturano una crescente consapevolezza e una maggiore educazione finanziaria che aiuta anche solo a comprendere le fasi di mercato e agire di conseguenza. Il 2022 sicuramente non è stato un anno semplice, ma con il giusto bagaglio di competenze è stato possibile analizzare e rivedere gli obiettivi definiti con il proprio consulente all'inizio della relazione e apportare i giusti correttivi quando necessario. Se serviva, anche incrementando le posizioni».

Gianluca Scelzo (Copernico Sim): «Certamente il 2022 è stato un anno molto complesso dal punto di vista dei mercati per il contestuale ribasso, sia dell'obbligazionario, sia dell'azionario. Dobbiamo, però, tenere presente che la massa monetaria ferma nei conti correnti è ancora clamorosamente alta e ciò fa sì che si possano sfruttare questi ribassi a nostro vantaggio. L'economia insegna che bisogna andare contro le mode e il fatto stesso che ci sia stata raccolta in un momento di crolli segnala quanto l'educazione finanziaria dei clienti delle reti stia aumentando. Non esiste un vero e proprio identikit dell'investitore che ha incrementato le proprie posizioni: diciamo che tutti, o quasi, coloro che ne avevano la possibilità hanno cercato di sfruttare il momento. Il 2023 crediamo che vedrà l'onda lunga di questo sviluppo, anche perché l'inflazione "costringerà" i clienti a compiere delle scelte».

Massimo Taricco (Banca Patrimoni Sella & C.): «Sì, in effetti, Banca Patrimoni Sella & C. non si è discostata dal trend, anzi abbiamo registrato uno dei migliori anni dal punto di vista della raccolta. Occorre tuttavia osservare che già il 2021 è stato un anno molto positivo, sia per la raccolta, sia in riferimento alle performance di diverse asset class, anche considerando che si è trattato dell'anno di ripresa dopo il periodo pandemico, durante il quale la nostra tipologia di struttura ha fatto la differenza in termini di assistenza e continuità nella relazione con i clienti. L'anno, inoltre, è stato caratterizzato da una serie di fattori specifici. Anzitutto, il periodo pandemico ha gravato su un certo numero di piccole e medie imprese, motivo per il quale alcuni imprenditori hanno optato per la messa in vendita di pacchetti azionari importanti della propria azienda o dell'intera società, affidandoci poi le somme rivenienti dalle operazioni. Parallelamente, il mercato immobiliare ha dimostrato una certa vivacità e anche in questo caso i clienti ci hanno dimostrato fiducia affidandoci i ricavi delle proprie vendite. Infine, ricordiamo che i lockdown del 2020 e del 2021 hanno favorito il risparmio delle famiglie, conferito successivamente a società come la nostra che fa della cura e della gestione del risparmio il proprio core business».

Stefano Volpato (Banca Mediolanum): «Quelle che possono sembrare scelte apparentemente controcorrente, in realtà, sono frutto di un lavoro di assistenza e vicinanza continue dei family banker nei confronti delle famiglie che seguono. Anzi, i momenti di ribasso diventano l'occasione per intensificare questo rapporto di vicinanza, proprio per evitare che si vanifichino gli effetti positivi di una buona pianificazione patrimoniale, il cui scopo è fare arrivare le famiglie finanziariamente pronte ai bisogni e ai progetti di vita. E sono proprio i bisogni e i progetti a diventare il faro da seguire durante i mercati in tempesta. Compito del family banker è ricordare i motivi per cui si risparmia e rammentare che la volatilità è un acceleratore di performance nel lungo termine. Se sfruttata con strategie e automatismi sottostanti, aiuta ad acquistare a sconto, accorciando il proprio piano di investimento».

KMark, un'impronta sostenibile

a cura di Pinuccia Parini



KMark è una holding di Roma che gestisce i patrimoni e le numerose attività di un gruppo di aziende controllate che operano nel settore dell'edilizia e non solo: Tekton, Legnotek, Logistik, Rilo, Doxa e Apeiron. Fondi&Sicav ha incontrato **Luca Chinzari**, ceo e fondatore di KMark, per conoscere quella che è oggi una realtà innovativa, che, nel suo fare impresa, ha non solo abbracciato, ma fatto della sostenibilità una colonna portante

Come e perché è nata KMark?

«La KMark è il risultato di un percorso, ancora in divenire, legato alla mia storia. Sono nato in una famiglia di imprenditori, che operavano inizialmente nella ristorazione e sono successivamente passati a investire nel settore del legno. Iniziò tutto quando avevo nove anni: i miei mi portarono per la prima volta in azienda e da quel giorno è nata in me la consapevolezza dell'importanza dell'ambiente, che ha un impatto sul benessere delle persone e sulla sostenibilità. Avvenne così che, dopo gli studi in ingegneria meccanica, a 21 anni iniziai a dare vita alla mia prima vera impresa legata alle attività edili, oltre che al legno. Ho così unito passione e imprenditorialità, in termini di gestione e organizzazione del lavoro, e sviluppato i valori con cui sono stato educato».

Perché il legno?

«Il legno è, per sua natura, un materiale riciclabile e di cui nulla va sprecato. Non a caso, negli anni ho creato nuove realtà collegate alla KMark per la lavorazione del legno in diversi ambiti. Rispettivamente: la Logistik nel settore dei trasporti; la Tekton in quello edile; la Rilo per la progettazione di soluzioni avanzate nel mondo delle costruzioni; l'Apeiron mirata allo sviluppo di nuove tecnologie informatiche; in ultimo, non per importanza, la Doxa dedicata al marketing e alla comunicazione».

Perché ha deciso di fondare queste realtà collegate?

«La mia scelta è stata indotta dal bisogno di essere nell'edilizia in modo del tutto nuovo: per una serie di aspetti, purtroppo, è ancora un segmento legato a un vecchio modo di fare impresa. La chiave di volta sta nel fornire veicoli di innovazione ed efficientamento energetico e, successivamente, una serie di servizi subordinati. Si tratta di trovare le modalità per sviluppare diverse attività nuove e sostenibili e di abbattere diverse frontiere culturali con una visione di cambiamento, mantenendo una costante attenzione al prodotto, al materiale e



alle strutture da realizzare. Tutto ciò riporta al vero e proprio percorso di sostenibilità, mirato a non fermarsi alla mera costruzione di un edificio, a un suo restauro o alla sua riqualificazione, ma a tutta la filiera coinvolta. Siamo stati, nel nostro ambito, dei precursori».

Qual è stato il percorso a livello imprenditoriale?

«Siamo nati nel mondo del restauro e, credo, che questa sia stata la nostra fortuna. Infatti, nel 2012 decisi di acquistare un'azienda di restauro, sebbene, come accennavo, le nostre radici fossero nel settore del legno. È così che ho cominciato un nuovo percorso che mi ha visto impegnato a cambiare i meccanismi della ricostruzione, per fare sì che unissero al recupero del bello nuove modalità resilienti e a impatto contenuto sull'ambiente e sul luogo di lavoro. Ad esempio, a Roma, abbiamo operato per diversi importanti recuperi: la Chiesa di Santa Maria degli Angeli a Piazza del Popolo, l'Obelisco Flaminio, il Tempio di Magna Mater ai Fori Imperiali e ampie parti del Quirinale (Cappella Paolina, Sala Gialla, Coffe House, etc). Queste operazioni ci hanno dato la visibilità che ci ha consentito di dimostrare le innovative modalità di recupero e riqualificazione di edifici vecchi e antichi».

Qual è stata la vostra arma vincente?

«Personalmente credo che abbiamo acquisito un surplus importante: il bagaglio culturale e imprenditoriale che derivano dall'esperienza ambientale maturata nel settore del legno. La consapevolezza del recupero di edifici storici

e l'arte del riuso e del restauro monumentale ci hanno dato una specifica connotazione per l'utilizzo di materiali riciclabili, naturali, ma soprattutto per la modalità di analisi e gestione di ogni singolo cantiere che affrontiamo; l'attenzione al dettaglio per noi è fondamentale, come l'impatto urbano e ambientale. Non più l'utilizzo di tecnologie classiche, ma strutture moderne».

Perché una scelta di campo così netta?

«Non nego che non è stato semplice, ma è stata proprio questa nostra scelta imprenditoriale che ci ha resi unici nel settore e ci permette di essere in continua evoluzione. Le scelte meno facili richiedono più tempo, ma il risultato è sicuramente migliore e unico: a ogni cantiere dedichiamo tanta ricerca per trovare le soluzioni più appropriate. Faccio un esempio: attualmente siamo impegnati nella costruzione di un palazzo a Milano con la Tekton, società general contractor di KMark, in qualità di appaltatore principale. Si tratta della nuova sede di S2C SpA, situata nel cuore pulsante del quartiere degli affari milanese. È la riqualificazione di un edificio degli anni '70, che si compone di otto piani su 43 metri di altezza, che verrà realizzata con una struttura portante in Xlam. Gestiremo il processo dalla fase di progettazione a quella di realizzazione, avvalendoci della collaborazione di diverse controparti esterne. Sarà la prima torre per uffici di questa altezza realizzata nel nostro paese con struttura in legno, abbattendo così le emissioni di CO2 nell'atmosfera: ciò ci permette di porci all'attenzione per la nostra capacità di innovazione e di gestire la sostenibilità. Il risultato finale sarà un involucro in vetro sfaccettato su una struttura in legno interamente visibile dall'esterno: un oggetto architettonico iconico e riconoscibile, unico nella sua filosofia geometrica e costruttiva. Il tutto, inoltre, viene avalorato da studi sull'efficientamento energetico dell'edificio che ci hanno permesso di ottenere una serie di premi e riconoscimenti ufficiali, come The Plan».

Pensate di mutuare anche su altri progetti l'esperienza che state facendo con l'edificio di Milano?

«Certamente, l'idea è replicare questa esperienza anche in altre realtà legate al recupero di edifici esistenti o a costruzioni ex-novo. Lo stiamo già facendo a Roma, dove abbiamo in corso la ristrutturazione di una villa del '900 con il progetto di trasformarla in una serie di appartamenti di lusso. Questa ristrutturazione

prevede la rivalorizzazione dell'immobile con il ritorno alle sue origini, sfruttando la demolizione delle superfetazioni per recuperare molti metri quadrati che ci permetteranno di realizzare, a fianco, un nuovo edificio. Quest'ultimo è la prima costruzione completamente in legno che verrà realizzata nel centro della capitale».

Siete sempre alla ricerca di sfide?

«Sono dell'idea che misurarci con progetti complessi e strutturati ci metta nella condizione di essere sempre attenti ai particolari e di applicarci con pazienza al progetto: così facendo, siamo riusciti a occupare una nicchia di mercato dove i grandi gruppi del settore non sono presenti per la specificità dei progetti. I nostri edifici hanno caratterizzazioni molto forti di sostenibilità, di recupero dell'ambiente, di valorizzazione dell'aspetto urbano, senza tralasciare il benessere dell'uomo che li vive e le tecnologie che oggi ci caratterizzano. Costruiamo con certificazioni importanti, quali Leed, Well e Wiredscore. Ed è per questo motivo che in KMark ci sono società che operano in ambito tecnologico, come Rilo e Apeiron. La prima è una società di ingegneria caratterizzata da un forte credo nell'innovazione attraverso strumenti digitali; Apeiron, invece, si occupa di sviluppo informatico e digitale. Il messaggio è di non volere solo costruire edifici, ma puntare a fornire servizi al mondo dell'edilizia in modo trasversale, sino ad arrivare alla gestione immobiliare per rispondere alle esigenze del settore in modo integrato, resiliente e innovativo».

Perché avete deciso di essere una società benefit?

«La scelta di una società benefit è stata la logica conseguenza dei valori che hanno sempre guidato il nostro fare impresa. Crediamo che l'azienda debba servire a elevare la qualità della vita di tutti i suoi dipendenti, che sono coloro che ne rendono possibili i tratti distintivi. La filosofia che sottende alla società benefit è integrare gli obiettivi di profitto con lo scopo di avere un impatto positivo sulla società e sull'ambiente. Ciò si estende verso chi lavora con noi, trasmettendo sicurezza e fiducia ai nostri 150 dipendenti, ai nostri collaboratori e anche allo stesso mercato in cui operiamo. È stata una decisione presa per convinzione non per convenienza, che richiede obblighi e impegni importanti e, proprio per questa ragione, ci auguriamo che il nostro sforzo ci aiuti a differenziarci dal mercato classico».

FONDI & SICAV

conoscere per investire al meglio

**ISCRIVITI
ALLA NOSTRA
NEWSLETTER**



**per rimanere aggiornato
sui trend del mercato e
del mondo del risparmio gestito**

www.fondiesicav.it

seguici



Trasformare l'equilibrio in stabilità.

AZ Fund 1 - AZ Allocation

BALANCED

FoF

(2018)
-2,06%*

(2019)
+11,76%*

(2020)
+3,10%*

(2021)
+1,05%*

(2022)
+22,56%*



MERCURIOPGP.EU

AZ Fund 1 - AZ Allocation - Balanced FoF è la scelta per accedere alle opportunità più esclusive delle società di gestione internazionali, trasformando la diversificazione in valore grazie alla gestione attiva di più asset class.



Siamo uno dei maggiori Asset Manager indipendenti europei specializzati nell'ambito del risparmio gestito. Orgogliosamente italiani ma con un'impronta globale grazie ai centri di investimento e distribuzione presenti in oltre 18 Paesi nel mondo.



* Rendimenti antecedenti 2018: **2017 -3,3% - 2016 +7,5% - 2015 +5,1% - 2014 +5,4% - 2013 +3,7% - 2012 +8,2%**.

I Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Fonte dati: Morningstar.

Il presente documento di marketing è stato redatto da Azimut Capital Management SGR S.p.A., società facente parte del Gruppo Azimut, anche in qualità di distributore dei fondi di Azimut Investments SA, sotto la propria esclusiva responsabilità a scopo promozionale e informativo. Prima di adottare qualsiasi decisione di investimento, è necessario leggere il Prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (il "KID"), e il modulo di sottoscrizione, così come il Regolamento di gestione. Per valutare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze personali, si consiglia di rivolgersi al proprio consulente finanziario. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente. La partecipazione ad un OICR comporta dei rischi connessi alle possibili variazioni di valore delle quote, che a loro volta risentono delle oscillazioni del valore degli strumenti finanziari in cui vengono investite le risorse dell'OICR.