

# FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 16 - numero 152 - marzo 2023



RECESSIONE, MA VERRÀ DAWERO?  
SEMPRE PIÙ AI NELLA CONSULENZA  
ESG, FONDAMENTALE  
L'IMPEGNO DELLA FINANZA



BANCA  
GENERALI  
PRIVATE

N&CSAATCHI



Foto: Stefano Guindani

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

Per noi di Banca Generali la sostenibilità, in tutti i suoi aspetti, 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 orientati alla sostenibilità, che promuovono la salvaguardia dell'ambiente, le politiche sulla parità di genere e l'uso consapevole delle risorse naturali.



Inquadra il QR Code  
e scopri le nostre storie.



## SEMPRE PIÙ PROTAGONISTI CON LA TECNOLOGIA di Giuseppe Riccardi

«Uno degli obiettivi del nostro approccio è portare a clienti istituzionali idee di investimento e ricerche innovative sfruttando l'intelligenza artificiale, oltre alla creazione di algoritmi e tools per aumentare l'efficienza dei propri portafogli... Rivolgiamo la nostra offerta a un pubblico variegato nel mondo del capital market. Si va dalla tesoreria bancaria alle Sgr, dal mondo delle reti, fino agli hedge fund esteri».

Queste parole si trovano all'interno di un'intervista rilasciata da Bip, società di consulenza strategica italiana tra le prime 40 al mondo e con l'obiettivo di diventare entro un biennio una delle prime 20, che sta entrando a piedi uniti nel settore finanziario. In pratica, quello

portato da Bip, che da questo numero collaborerà stabilmente con Fondi&Sicav, è uno dei tanti esempi di utilizzo della tecnologia nella gestione e nella consulenza finanziaria. Chi opera in questo campo si troverà sempre più a dovere utilizzare l'intelligenza artificiale e software avanzati che non sostituiranno le teste pensanti degli operatori, ma forniranno un supporto fondamentale. Il gestore e il consulente, se vorranno rimanere sul mercato con prodotti competitivi, sia sul lato delle performance, sia su quello dei costi, dovranno adeguarsi alla nuova realtà. Ma tutto ciò non sarà una perdita di potere decisionale, come molti temono: al contrario, renderà sempre più protagonisti nell'attuale

società tutti coloro che avranno in mano gli investimenti della loro clientela. Questi professionisti dovranno essere un po' ingegneri, informatici, matematici, comunque persone capaci di trovare una collocazione di grande responsabilità in un futuro molto prossimo. Per chi lavora in finanza questa sfida è molto importante e uscirne vincenti farà compiere un enorme passo in avanti a tutti, sia sul piano dell'efficienza, sia su quello culturale. Anche se, ammettiamolo, la paura di un mondo tutto nuovo è umana.



## LA S È ANCORA UN NEMICO di Alessandro Secciani

La capacità di imporre i propri prezzi al mercato e di mantenere buoni utili è una delle qualità che gli investitori cercano maggiormente quando si apprestano a mettere in portafoglio un'azione: significa che l'azienda sulla quale si punta è resiliente alle attuali difficoltà macroeconomiche. E uno studio della Bce su 106 imprese dell'Eurozona di grandi dimensioni e diffuso da Reuters afferma che nel 2022, anno in cui è esplosa l'inflazione, i margini operativi sono cresciuti del 10,7%, con un re-

cupero quindi molto ampio dell'aumento delle maggiori spese. Al contrario, i salari, nello stesso periodo, sempre sulla base di dati Bce, hanno perso mediamente il 5% del loro potere di acquisto e gli aumenti ottenuti dai lavoratori hanno inciso in misura minima sull'impennata del costo della vita, nonostante le preoccupazioni espresse da più parti sul fatto che le dinamiche salariali andassero fuori controllo.

A questo punto un'osservazione. Posso capire che un investitore sia attratto da gruppi che continuano a fare utili anche in una fase difficile, ma forse occorrerebbe ricordare che Esg non è solo sostenibilità e probabilmente le 106 aziende prese

in esame hanno tutte un buon rating Esg. Fino a prova contraria, però, la S dell'acronimo riguarda il sociale e una società che fa crescere al massimo i propri margini, rendendo più costosi i consumi, e limita i necessari adeguamenti salariali forse (sottolineo forse) fa bene i propri interessi e quelli degli azionisti. Ma, per favore, facciamo a meno di dire che viene perseguito anche un interesse sociale. Semplicemente un'impresa che ha la possibilità di farlo utilizza la sua forza contrattuale con i consumatori e i dipendenti. Il vero problema è che la sostenibilità ambientale può anche essere un buon affare, ma la politica sociale resta ancora un nemico.

# SOMMARIO

Numero 152  
marzo 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	<b>EDITORIALE</b>
6	<b>GEOPOLITICA</b> Tagikistan: un nuovo ingresso nel radar degli investimenti
8	<b>OSSERVATORIO ASIA</b> Indonesia di Jokowi, dieci anni vissuti alla grande
10	<b>FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE</b> <i>Christophe Nagy, gestore del fondo Comgest Growth America, Comgest</i> «Anche negli Usa abbiamo uno stile quality growth» <i>Alessandro Tentori, chief investment officer, Axa investment managers</i> «Le banche centrali non vanno ignorate»



28	<b>BIP</b> Come l'intelligenza artificiale può essere il migliore amico del gestore
----	--

32	<b>POLITECNICO DI MILANO</b> Banking-as-a-service, l'avvenire è qui
----	--

34	<b>LOMBARD ODIER INVESTMENT MANAGERS</b> Bond per azzerare le emissioni entro il 2050
----	--

36	<b>PLENISFER</b> Ritorno in Cina
----	-------------------------------------

38	<b>BUSINESS INTELLIGENCE</b> Un futuro nel breve termine
----	---

41	<b>FOCUS SOSTENIBILITÀ</b> Il ruolo fondamentale dell'engagement
----	---

50	<b>OSSERVATORIO RISCHIO</b> Investire nell'era dei cigni neri
----	--

54	<b>OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA</b> Il fascino eterno del metallo giallo
----	--

58	<b>LA FINANZA E LA LEGGE</b> Il piano d'azione suggerito da Banca d'Italia
----	---

61	<b>CONSULENTI &amp; RETI</b> <b>LUCA ROMANO</b>
----	--

«Un impegno molto sfidante»



66	<b>INCHIESTA</b> Nuovi e vecchi investitori crescono
----	---



72	<b>SOSTENIBILITÀ: DALLA TEORIA ALLA PRATICA</b> Consapevolezza e responsabilità
----	--

# INTEGRARE I PRINCIPI ESG PER UN INVESTIMENTO RESPONSABILE

**Investire responsabilmente fa parte del nostro DNA.**

La filosofia d'investimento di Comgest si focalizza sulla crescita della qualità a lungo termine: società con solide pratiche commerciali e finanziarie in grado di generare una crescita sostenibile degli utili.



Il fondo Comgest Growth Global  
**ha il 78% in meno di emissioni di carbonio**  
rispetto all'indice MSCI AC World<sup>1</sup>

Prima dell'adesione leggere il prospetto e il PRIIPs KIID, disponibili presso i collocatori. L'investimento comporta rischi. L'impronta di carbonio di un fondo cerca di determinare la quantità di gas a effetto serra diretto e indiretto (GHG) emessa dalle società in cui il fondo è investito.

(1) Fonte: Comgest, MSCI. Dati al 31-dic-2022. Calcoli dell'impronta di carbonio basati sui dati sulle emissioni di carbonio MSCI: tCO2e per milioni di dollari investiti. L'impronta stima la quantità di gas serra di Scope 1 e 2 emesse dalle società in portafoglio.

Ai sensi del Regolamento 2019/2088 (UE), per informazioni più dettagliate sull'integrazione ESG, consulta il nostro sito web [www.comgest.com](http://www.comgest.com). Si prega di notare che la Società di Gestione può decidere di porre fine agli accordi presi per la commercializzazione dei comparti ai sensi dell'Articolo 93 bis della Direttiva 2009/65/CE e dell'Articolo 32 bis della Direttiva 2011/61/UE. Per una sintesi dei diritti degli investitori e delle linee guida per le azioni individuali o collettive, vi invitiamo a consultare il sito internet [www.comgest.com/it/informazioni-sulla-regolamentazione](http://www.comgest.com/it/informazioni-sulla-regolamentazione).

Comgest Asset Management International Limited è una società di investimento regolata dalla Banca Centrale di Irlanda. La sede registrata è al 46 St. Stephen's Green, Dublino 2, Irlanda. Comgest Italia è un succursale di Comgest Asset Management International Limited (CAMIL), una impresa di investimento regolata dalla Banca Centrale d'Irlanda. Comgest Italia è inoltre soggetta alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) [info.italia@comgest.com](mailto:info.italia@comgest.com)

# Tagikistan: un nuovo ingresso nel radar degli investimenti

a cura di **Mark William Lowe**

Quando nel 1992 le fazioni opposte nella guerra civile del Tagikistan si accordarono per nominare Emomali Rahmon presidente dell'Assemblea suprema, entrambe le parti probabilmente credevano che sarebbe stato manovrabile, una figura temporanea che avrebbe favorito gli interessi di tutti prima di essere rimosso. Tre decenni dopo, Rahmon non mostra alcun segno di temere una minaccia alla sua posizione. Al contrario, dopo essere stato eletto alla presidenza nel 1994 e leader del Partito democratico popolare del Tagikistan nel 1998, ha consolidato la sua presa sul potere.

Nonostante le preoccupazioni sul livello della democrazia in Tagikistan, il paese rimane politicamente stabile e la maggior parte degli analisti ritiene che l'attuale presidente dominerà la scena politica nei prossimi anni, senza temere alcuna significativa opposizione. Vi è, tuttavia, una serie di questioni che potrebbero avere un impatto sulla stabilità politica del Tagikistan.

### MINACCIE ALLA STABILITÀ

Piccolo, senza sbocco sul mare e a basso reddito, il Tagikistan è il paese più povero dell'Asia centrale. L'economia è dominata dalle industrie di estrazione mineraria e lavorazione dei metalli, dall'agricoltura e, soprattutto, dalle rimesse dei cittadini tagiki che lavorano all'estero. I livelli di povertà e di disoccupazione, l'austerità, l'impatto del cambiamento climatico sull'agricoltura, la carenza di energia e

l'oppressione politica sono tutte possibili fonti di destabilizzazione.

Le relazioni internazionali sono un'altra fonte di preoccupazione. Il Tagikistan dipende fortemente, sia dalla Cina, sia dalla Russia: dalla prima per via dei prestiti e degli investimenti di Pechino nel paese e dalla seconda soprattutto per l'importanza delle rimesse dei cittadini tagiki che lavorano in Russia.

Come molte realtà in via di sviluppo, il Tagikistan è esposto agli shock esterni. La guerra in Ucraina e il conseguente rischio che una recessione in Russia abbia un impatto sulle rimesse rappresentano un rischio

significativo per l'economia tagika. Un altro elemento di instabilità interna è costituito dal numero di russi che sono fuggiti in Tagikistan per evitare il servizio di leva in patria. Questo afflusso di giovani uomini, che necessitano di lavoro e alloggio, rischia di accentuare i problemi esistenti e potrebbe anche dare origine a tensioni tra Dushanbe e Mosca: quest'ultima preferirebbe di gran lunga che ai potenziali militari non venisse offerto un rifugio in Tagikistan.



Per il momento, Mosca sembra tollerare la situazione, una decisione che si basa anche sull'utilizzo del paese come corridoio attraverso il quale i fornitori cinesi,

*“ In termini di stabilità politica, il Tagikistan presenta prospettive positive, una considerazione di particolare importanza. Tuttavia, occorre ricordare che, in quanto economia in via di sviluppo, il paese è vulnerabile agli shock esterni e ai cambiamenti geopolitici ”*

in particolare, possono evitare l'embargo. La Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo (Bers) ha calcolato che, nei sei mesi successivi all'invasione dell'Ucraina, il Tagikistan ha registrato un aumento dell'85% delle importazioni dalla Cina. Secondo la Bers, ciò suggerisce che «il paese sta fungendo da tramite per le importazioni ombra verso la Russia». Un'altra questione preoccupante è l'ascesa al potere dei talebani in Afghanistan. Le agenzie di sicurezza e di intelligence di

Dushanbe ritengono che la presa di potere di questi ultimi rappresenti un rischio sostanziale per la sicurezza nazionale, sia per la potenziale fuoriuscita di gruppi islamici estremisti, sia per l'uso del Tagikistan come corridoio per l'esportazione di droga, un timore accresciuto dall'afflusso di russi.

Sebbene l'economia stia migliorando, tanto che la Bers prevede un aumento dell'8% del Pil nel 2023, con un tasso di povertà nazionale di oltre il 26% e un tasso di povertà estrema di quasi l'11%, il paese rimane altamente suscettibile, sia alla criminalità, sia all'estremismo.

## LE RIMESSE

A causa della mancanza di opportunità di lavoro in Tagikistan, più di un milione di cittadini tagiki lavora all'estero, di cui circa il 90% in Russia: il loro sostegno alle famiglie in patria attraverso le rimesse è di estrema importanza. La Banca Mondiale calcola che nel 2022 hanno rappresentato il 32% del Pil, rendendo l'economia del Tagikistan una delle più dipendenti al mondo dal reddito di origine straniera.

La Russia è la fonte cruciale di queste rimesse e, contrariamente alle aspettative iniziali, i dati recenti indicano un aumento considerevole basato sulla forza del rublo e su una domanda record di lavoratori migranti. Il denaro proveniente dalla Russia è perciò un'ancora di salvezza, ma rappresenta anche un pericolo, poiché permette a Mosca di esercitare un'influenza su Dushanbe con la minaccia di espellere i lavoratori tagiki. L'idea che centinaia di migliaia di disoccupati tornino in un paese dove non ci sono prospettive di lavoro spaventerebbe qualsiasi governo e questo timore obbliga l'esecutivo locale a mantenere un rapporto speciale con Mosca.

In termini pratici, ciò significa che il rischio che il Tagikistan esca o minacci di uscire dall'orbita russa è molto limitato. Su un piano altrettanto pratico, anche l'economia russa beneficia di manodopera stagionale e a lungo termine a basso costo: infatti sono stati stipulati accordi di cooperazione nel settore pensionistico.

## INVESTIRE IN TAGIKISTAN

Il Tagikistan ha bisogno di investimenti di fatto in ogni settore: l'industria del paese necessita di un'immediata modernizzazione, le infrastrutture di trasporto altrettanto e il settore agricolo ha urgenza di notevoli ca-



pitali per ridurre la sua vulnerabilità ai cambiamenti climatici. Il comparto energetico è un'altra area che richiede enormi quantità di denaro: senza la garanzia di una fornitura di energia elettrica affidabile e a prezzi accessibili, ogni speranza di crescita industriale significativa è estremamente improbabile. Un'azienda italiana attiva nello sviluppo del settore energetico è WeBuild. La società sta attualmente lavorando alla creazione della diga di Rogun, un importante elemento dell'infrastruttura strategica del paese. Una volta completata, fornirà una notevole parte energia idroelettrica tanto necessaria ed è un esempio del potenziale di sviluppo di questa forma di energia rinnovabile.

Sebbene esista una grande quantità di opportunità, il contesto imprenditoriale è ben lungi dall'essere il più semplice al mondo. L'indice "Ease of Doing Business" della Banca Mondiale classifica il Tagikistan al 106° posto sui 190 paesi elencati. Altrettanto scarso è il punteggio del Tagikistan nell'"Indice di percezione della corruzione" di Transparency International, dove ha ottenuto solo 24 punti su 100. Questa classifica colloca il Tagikistan in 150° posizione sui 180 paesi della lista, molto staccato rispetto al vicino Kirghizistan settentrionale, ma davanti all'Azerbaijan.

## CONCLUSIONI

Lo sviluppo economico del paese sta migliorando, ma è ancora molto indietro ri-

spetto a quello di molte altre nazioni in via di sviluppo.

L'eccessiva dipendenza dai proventi delle esportazioni di materie prime rende l'economia vulnerabile alla volatilità dei mercati. In termini di stabilità politica, il Tagikistan presenta prospettive positive, una considerazione di particolare importanza. Tuttavia, occorre ricordare che, in quanto economia in via di sviluppo, il paese è esposto agli shock esterni e ai cambiamenti geopolitici. Se da un lato il Tagikistan offre ai potenziali investitori un'ampia gamma di opportunità, dall'altro è necessario considerare le difficoltà presentate dal contesto imprenditoriale. Le procedure e le politiche di investimento richiedono una serie di riforme, ma, sebbene questo processo possa necessitare di un notevole lasso di tempo, non vi sono ostacoli specifici per le aziende che desiderano esplorare le opportunità.

Gli investimenti nello sviluppo del settore energetico, in particolare dell'energia idroelettrica, consentiranno al Tagikistan di esportare l'energia elettrica in eccesso verso quei mercati che ne hanno un estremo bisogno quali l'Afghanistan e il Pakistan. Ciò genererà entrate importanti che, se gestite correttamente, favoriranno lo sviluppo di altri settori industriali e copriranno i tanto necessari investimenti nell'istruzione e nei progetti sociali.

# Indonesia di Jokowi, dieci anni vissuti alla grande

a cura di Pinuccia Parini



Nel 2022 l'economia indonesiana ha registrato il tasso più rapido degli ultimi nove anni: +5,31% rispetto a +3,7% del 2021. In prospettiva, nel 2023, è previsto che il trend al rialzo continui in una fascia compresa tra il 4,5% e il 5,3%, grazie all'aumento della domanda interna sotto forma di consumi e investimenti delle famiglie. Le ultime proiezioni sono in linea con l'incremento della mobilità pubblica dopo la completa abrogazione da parte del governo delle restrizioni sulle attività, con le prospettive promettenti per le imprese, con l'aumento degli afflussi di investimenti diretti esteri e con il completamento dei progetti strategici nazionali in corso. La crescita del 2022 è stata trainata dai consumi delle famiglie e dalle esportazioni di materie prime, i cui prezzi al rialzo hanno sostenuto la rupia e migliorato le partite correnti.

Nella riunione di febbraio, la Banca centrale d'Indonesia (Boi) ha lasciato i tassi invariati (5,75%), una decisione che lo stesso istituto definisce coerente con l'orientamento di politica monetaria volta a garantire aspettative di inflazione e inflazione più basse in futuro. La politica di stabilizzazione della rupia per controllare l'inflazione importata è stata rafforzata con la gestione dei proventi delle esportazioni in valuta estera.

### LA QUARTA POPOLAZIONE

L'Indonesia, un arcipelago di oltre 300 gruppi etnici, è la più grande economia del Sud-Est asiatico e ha registrato una crescita economica sorprendente da quando ha superato la crisi finanziaria del Far East della fine degli anni '90. È la quarta nazione più popolosa del mondo e la decima economia in termini di parità di potere

d'acquisto. Sono stati fatti progressi significativi nella riduzione del tasso di povertà, sceso di oltre la metà dal 1999, fino ad arrivare a meno del 10% nel 2019 (rif.:<https://www.worldbank.org/en/country/indonesia/overview>). La pandemia, però, ha rallentato questo miglioramento e la nazione è passata dallo status di reddito medio-alto a quello di reddito medio-basso a partire dal luglio 2021. Il Covid-19 ha anche parzialmente invertito i recenti progressi nella riduzione della povertà, passando dal minimo storico del 9,2% a settembre 2019 al 9,7% esattamente due anni dopo. Il paese è un importante esportatore di petrolio greggio e gas naturale. Inoltre, l'Indonesia è uno dei principali fornitori mondiali di gomma, caffè, cacao e olio di palma e produce anche un'ampia gamma di altri prodotti di base. L'esplorazione diffusa di giacimenti di petrolio e altri minerali

ha portato a una serie di progetti su larga scala. Negli anni la struttura economica del paese è cambiata, spostandosi dal settore primario alle industrie secondarie e terziarie (manifattura, commercio e servizi). All'inizio degli anni '90,

il manifatturiero ha superato l'agricoltura in termini di contributo al Pil e ha continuato a essere la principale componente dell'economia del paese. Per quanto riguarda la pianificazione economica, il governo segue il Piano nazionale di sviluppo a lungo termine (Rpjpn 2005-2025).

*“ L'operato di Jokowi, durante i suoi quasi dieci anni di presidenza, non è però scevro da critiche, perché, nonostante gli impegni presi, la democrazia, nel paese, ha sofferto. Durante il suo primo mandato, i diritti umani, lo stato di diritto e la protezione delle minoranze sono stati indeboliti. Nel secondo, non si è assistito a particolari miglioramenti della situazione. Alcuni sostengono che il presidente abbia messo da parte la democrazia a vantaggio dello sviluppo economico ”*



### UNO SVILUPPO PROGRAMMATO

Il Rpjpn è suddiviso in quattro fasi, ciascuna della durata di cinque anni, chiamate Piano nazionale di sviluppo a medio termine, attraverso il quale i governi possono stabilire

le proprie priorità nel processo di sviluppo economico nazionale. La visione e la missione del Rpjpn sono di creare un paese sviluppato e autosufficiente, giusto e democratico, pacifico e unito. Esso deve quindi incoraggiare una crescita che garantisca la più ampia uguaglianza possibile, uno stato di diritto equo, coerente, non discriminatorio, in grado di accogliere le aspirazioni della società in cambiamento. All'interno del piano, sono indicati i seguenti principali obiettivi economici. Innanzitutto la creazione di una struttura solida in cui l'attività agricola (in senso lato) e quella mineraria costituiscano la base di un'economia che produce prodotti in modo efficiente e moderno, dove l'industria manifatturiera diventi il motore trainante e i servizi siano il collante della resilienza economica. Entro il 2025 il reddito pro capite dovrebbe raggiungere circa 6 mila dollari in combinazione con un livello relativamente buono di equità, mentre la quantità di poveri non dovrebbe superare il 5% della popolazione totale. Infine, è previsto che sia raggiunta l'autosufficienza alimentare e sia mantenuta a livelli sicuri.

## STABILITÀ POLITICA E RIFORME

Ma che cosa è successo negli ultimi 10 anni che ha permesso la crescita dell'Indonesia, che nel 2013 era identificata come uno dei cinque paesi fragili dell'area emergente, insieme a Turchia, Sud Africa, India e Brasile? Uno dei fattori significativi è stato la stabilità politica, iniziata nel 2014 con la nomina di Joko Widodo (conosciuto come Jokowi) alla carica di presidente, in un momento di vulnerabilità del paese. Durante i suoi due mandati, di cui il secondo sta volgendo al termine, non solo è riuscito a raccogliere un ampio consenso, ma ad avere intorno a sé persone, anche non allineate alle sue posizioni, che lo hanno aiutato a fare progredire una serie di riforme. Nei primi cinque anni l'impegno è stato principalmente di dotare il paese di infrastrutture adeguate e attrarre investimenti esteri. In merito alle infrastrutture, lo sforzo è stato notevole: dalla realizzazione di autostrade a quella di aeroporti, porti e dighe. Per quanto riguarda, invece, gli investimenti esteri, è stata importante la riforma del mercato del lavoro, che ha introdotto regole più flessibili sull'impiego della mano d'opera, facilitando così l'ingresso nel paese di società straniere, che proprio in quel periodo stavano cercando opportunità, nella regione, di diminuire la loro dipendenza dalla Cina. Nell'arco del secondo mandato, il focus della politica di Jokowi è stato invece riformare le aziende a

partecipazione statale e sviluppare alcune industrie, come ad esempio quella del nickel.

## IL RUOLO DELLE SOE

Per quanto riguarda il primo aspetto, va ricordato che le aziende di stato indonesiane (state owned enterprise-soe) ricoprono un ruolo cruciale nella vita economica del paese, con un patrimonio di 600 miliardi di dollari, pari a più della metà del prodotto interno lordo annuale dell'Indonesia. Esse svolgono un ruolo chiave in una serie di settori critici, tra i quali l'elettricità, i prodotti farmaceutici, i servizi di navigazione aerea, la distribuzione alimentare e la logistica, per citarne alcuni. Allo scopo di rendere questa realtà più dinamica e imprenditoriale, il Ministero delle aziende di stato ha lanciato nel 2019 un'ambiziosa tabella di marcia quinquennale di riforme. Il primo obiettivo è rendere le soe più efficienti, concentrate maggiormente sulle loro attività principali, e operare un consolidamento al loro interno. Il secondo è migliorarne la trasparenza e la qualità della governance, che non possono prescindere (terzo obiettivo) da una più elevata qualità della leadership e del capitale umano. Il ministero ha così rafforzato i criteri di selezione dei membri dei consigli di amministrazione e dei direttori delle aziende di stato, reclutando dirigenti di talento anche dal settore privato, e sta investendo in programmi di formazione per aggiornare i manager e i lavoratori esistenti. Come primo passo di un lungo percorso verso un maggiore equilibrio e diversità di genere, si vuole anche garantire che le donne occupino il 25% dei posti nei consigli di amministrazione di ogni soe e che i millennial occupino il 10% dei posti di amministratore entro il 2023. Il ministero sta, inoltre, promuovendo attivamente la quotazione in borsa delle aziende di stato.

## UN HUB EV NEL SUD-EST ASIATICO

La creazione di una forte industria di downstream delle materie prime è stata l'altra priorità di Jokowi durante il suo secondo mandato. In particolare, il governo ha spinto per la raffinazione delle materie prime in loco, invece di esportare esclusivamente minerali grezzi. Nello specifico, per quanto riguarda, ad esempio, l'industria del nickel, l'Indonesia detiene il 22% delle riserve mondiali e il divieto di esportazione del minerale non lavorato, annunciato nel 2019 e diventato effettivo nel 2020, ha provocato importanti spostamenti nelle catene di approvvigionamento di prodotti strategici. La finalità della decisione presa dal governo è stata di indirizzare le esportazioni verso prodotti a maggio-

re valore aggiunto, anziché limitarsi alle materie prime. L'obiettivo è attrarre investimenti esteri, fare diventare l'Indonesia un hub globale nella produzione dei veicoli elettrici e di batterie e migliorare la sua posizione nelle catene globali del valore. Lo scorso novembre, l'Indonesia Investment Authority, il fondo sovrano del paese, ha annunciato che creerà un fondo per veicoli elettrici verdi (Ev) di almeno 2 miliardi di dollari con il produttore cinese di batterie Catl e Cmb International. Il fondo investirà nella catena del valore dei veicoli elettrici, il cui mercato in Indonesia è in crescita, con 2,1 milioni di moto elettriche e 400 mila auto elettriche che dovrebbero essere vendute entro il 2025.

## UN DECENTNIO DI PRESIDENZA

L'operato di Jokowi, durante i suoi quasi dieci anni di presidenza, non è però scevro da critiche, perché, nonostante gli impegni presi, la democrazia nel paese ha sofferto. Durante il suo primo mandato, i diritti umani, lo stato di diritto e la protezione delle minoranze sono stati indeboliti. Nel secondo, non si è assistito a particolari miglioramenti della situazione. Alcuni sostengono che il presidente abbia messo da parte la democrazia a vantaggio dello sviluppo economico, la sua principale priorità: sotto di lui le libertà civili sono diminuite, la lotta alla corruzione e i controlli legislativi si sono indeboliti e il ruolo delle forze armate negli affari civili è cresciuto. Freedomhouse riporta che dalla caduta del regime autoritario, nel 1998, l'Indonesia ha compiuto notevoli progressi democratici, instaurando un significativo pluralismo nella politica e nei media e subendo molteplici e pacifici trasferimenti di potere tra i partiti. Tuttavia, il paese continua a lottare con sfide quali la corruzione sistematica, la discriminazione e la violenza contro le minoranze.

Il punto di domanda, che pesa sul futuro del paese, è chi sarà il successore dell'attuale presidente, il cui mandato scadrà nel 2024, visto che quest'ultimo non ha ancora dato indicazioni sul suo possibile successore. Per quanto criticabile, Jokowi è riuscito a garantire non solo stabilità al paese, ma a disegnare una traiettoria di crescita che ha favorito, sia le attività imprenditoriali, sia la presenza di investimenti esteri. Nel 2019 Joko Widodo ha lanciato Wawasan Indonesia 2045, una visione del percorso che il paese dovrà intraprendere per diventare una delle prime cinque economie del mondo entro, appunto, il 2045, anno in cui si commemorerà il centenario della sua indipendenza. Chi raccoglierà questa eredità avrà certo sulle spalle un compito facile.

**CHRISTOPHE NAGY**

GESTORE DEL FONDO

COMGEST GROWTH AMERICA

COMGEST

# «Anche negli Usa abbiamo uno stile quality growth»

a cura di Pinuccia Parini

Come investire in modo attivo sul mercato americano? A rispondere a questo quesito in un momento particolarmente difficile per i mercati è **Christophe Nagy**, gestore del fondo Comgest Growth America di **Comgest**.

### Qual è la sua lettura delle attuali condizioni di mercato?

«Penso che si debbano considerare tre dimensioni: la politica monetaria, le valutazioni del mercato e il sentimento degli investitori. Per quanto riguarda il primo aspetto, i segnali sono ancora negativi.

L'inflazione è scesa dal 6,5% al 6,4% nel gennaio 2022, ma si è lontani dall'obiettivo del 2% della Fed; ha probabilmente toccato il picco, ma all'interno dell'indice core la componente servizi fa segnare ancora un incremento di circa il 6%. Il dato sulla creazione di nuovi posti di lavoro è rimasto elevato e il tasso di disoccupazione contenuto, anche se emergono alcuni segnali di raffreddamento dell'economia di non facile interpretazione. Si può quindi presumere che la politica monetaria rimarrà restrittiva nei prossimi tre-sei mesi, mentre, per quanto



riguarda l'andamento dell'attività economica, è difficile ipotizzare se ci sarà o no una recessione. In merito alle valutazioni del mercato, invece, i valori attuali non destano preoccupazione, visto che il P/E per i prossimi 12 mesi tratta a 17x, un livello che giudichiamo neutrale. Infine, da alcuni recenti sondaggi di mercato, emerge che gli investitori sono ancora molto cauti nei confronti delle asset class più rischiose e indicano di essere sottopesati in azioni, un segnale che va letto positivamente per l'andamento futuro del mercato. Fatte queste considerazioni, ritengo però importante sottolineare che, poiché siamo un asset manager che si caratterizza per uno stile quality-growth nelle proprie decisioni di investimento, tutte le nostre scelte avvengono attraverso un processo bottom-up (dal basso verso l'alto) che prescinde dalla lettura del contesto macroeconomico».

### **Nelle vostre valutazioni, come tenete conto del rialzo dei tassi?**

«Certamente il rialzo dei tassi ha un impatto sulle valutazioni dei titoli ed è per questo motivo che, quando decidiamo un investimento, vi prestiamo particolare attenzione, così come facciamo nei confronti della solidità dei bilanci e della curva di crescita delle aziende. Inoltre, nella scelta dei titoli utilizziamo previsioni di crescita degli utili per azione a sette anni, cui applichiamo un fattore di sconto molto conservatore, in modo da avere un margine di sicurezza sulle nostre assunzioni di fondo. Vogliamo evitare di cadere in una "growth trap", ovvero di correre il rischio di investire in un'azienda le cui prospettive future possono conoscere una discontinuità nella loro traiettoria. Detto ciò, in generale, per il mercato azionario è importante che vi sia stabilità sul fronte dei tassi di interesse per potere fare le giuste valutazioni».

### **Come caratterizzerebbe il vostro stile di gestione?**

«Userei tre parole chiave: semplicità, convinzione e performance. La filosofia di investimento di Comgest è semplice e distintiva, perché, nelle nostre decisioni, siamo guidati dalla redditività del capitale investito e dalla crescita degli utili. Lo facciamo operando in un portafoglio composto da circa 30 titoli, oggetto di

uno screening Esg, di cui stimiamo l'andamento degli utili almeno per i sette anni successivi. Il risultato finale è un universo che esprime le nostre più forti convinzioni. Non operiamo scelte settoriali e il team che gestisce il portafoglio ha competenze trasversali, perché si concentra sul modello di business dell'azienda, sul grado di sostenibilità, sulla qualità del management e sui bilanci. Investiamo in imprese che crescono in modo stabile e hanno raggiunto una leadership nel loro ambito di attività, perché ciò permette loro di avere pricing power e affrontare anche i momenti di mercato più complessi. Infine, la terza parola che caratterizza il nostro stile di gestione è la performance. Il nostro obiettivo è generare alfa rispetto al benchmark di riferimento, contenendo la volatilità del portafoglio. I risultati di Comgest Growth America degli ultimi 14 anni testimoniano il successo della nostra strategia».

### **Quindi nessuna scelta settoriale a monte?**

«L'applicazione di criteri Esg nelle nostre analisi ha portato a esclusioni formali in ambiti quale il carbone, gli armamenti e il tabacco. Tendenzialmente, non investiamo in settori che sono soggetti all'andamento macroeconomico, proprio perché riteniamo che sia difficile stimarli e preferiamo non formulare le nostre decisioni di investimento su queste basi. Di conseguenza, evitiamo comparti come le materie prime, i finanziari e, in linea generale, tutte le attività che sono strettamente legate al ciclo».

### **Di recente lo stile value ha registrato un'outperformance rispetto al growth. Che cosa ne pensa?**

«Riteniamo che lo stile value funzioni in modo irregolare nel contesto macroeconomico e in periodi limitati nel tempo, e che non si possa identificare in modo univoco quando alcuni settori, considerati value, possono fare registrare un'outperformance. In linea di massima, questo stile di gestione produce buoni risultati nelle fasi iniziali della crescita o al manifestarsi dell'inflazione. Perciò, pur prendendo in debita considerazione le dinamiche presenti nell'attuale contesto, non rileviamo alcun elemento che possa mettere in discussione il nostro stile d'investimento e che ci induca a cambiarlo, vista la cautela

di fondo che ha sempre caratterizzato il nostro approccio».

### **Qual è la tipologia di titoli che richiama la vostra attenzione?**

«Pensiamo che le migliori opportunità siano rappresentate dalle società che offrono prodotti e servizi capaci di aumentare in modo significativo la produttività ed essere funzionali ai loro clienti nell'affrontare, per esempio, fasi come quella attuale, con inflazione in rialzo e rischi di rallentamento economico o di recessione. Con gli Stati Uniti alle prese con una contrazione demografica dovuta all'incremento della forza lavoro e con la transizione energetica, riteniamo che un numero sempre maggiore di aziende si affiderà a prodotti e servizi capaci di aumentare l'efficienza e di ridurre i costi. Cerchiamo, inoltre, società che operino in fasce di mercato poco penetrate e/o che abbiano posizioni di leadership di servizio o di prodotto e il cui modello di business non rischi di essere messo in discussione da cambiamenti normativi o regolamentari. Ad esempio, il fondo ha investito in Eli Lilly, un'azienda che, nel tempo, è stata capace di rinnovare il suo portafoglio di farmaci per la cura del diabete. Una svolta recente nel trattamento di questa malattia ha aperto alla società le porte di un nuovo mercato, quello del trattamento dell'obesità, dove il farmaco ha dimostrato una capacità rivoluzionaria di riduzione del peso corporeo. Caratterizzata da una forte capacità di innovazione, nella pipeline di Eli Lilly si trovano prodotti estremamente interessanti, tra i quali un potenziale farmaco rivoluzionario per il morbo di Alzheimer».

### **Come è composto il vostro portafoglio in termini di capitalizzazioni?**

«Circa il 40% del nostro fondo è investito in aziende con una capitalizzazione che va dai 10 ai 30 miliardi di dollari, dimensione che noi consideriamo uno "sweet spot": imprese di questa grandezza hanno già avuto uno sviluppo significativo, raggiunto una posizione di leadership, soffrono meno la concorrenza e hanno ancora molti anni di crescita di fronte. Il restante 60% è in titoli con una market cap oltre 100 miliardi di dollari, che possono offrire una robusta linea di prodotti».

**ALESSANDRO TENTORI**  
CHIEF INVESTMENT OFFICER  
AXA INVESTMENT MANAGERS

# «Le banche centrali non vanno ignorate»

a cura di Pinuccia Parini

Il contesto di mercato non è di facile lettura. Fondi&Sicav ne discute con **Alessandro Tentori**, chief investment officer di **Axa investment managers**.

### Segnali contrastanti dal quadro macro: come interpretarli?

«I segnali possono apparire contrastanti rispetto alle stime di consenso di fine anno, visto che si sta assistendo a una revisione al rialzo della crescita, sia in Europa, sia negli Usa. Se il quadro macro è migliore delle aspettative di dicembre, rimane però il problema dell'inflazione, più alta e persistente di quanto

le banche centrali si aspettassero. Tutto ciò si traduce in una continuità della politica monetaria, senza che essa si debba interrompere per un rischio recessione come si pensava due mesi fa».

### Quindi le banche centrali non si fermeranno?

«I mercati non si attendono più un taglio dei tassi della Fed nella seconda metà del 2023, come invece avevano ipotizzato alla fine del 2022. La narrazione odierna è che i Fed fund raggiungano il 5,25-5,50% a settembre e da lì in poi la curva dei rendimenti si appiattisca».



## **Se si considera il debito aggregato vs Pil, c'è stato un aumento generalizzato a livello globale. Quali sono le ricadute sui tassi?**

«Penso che questa considerazione vada contestualizzata per i singoli paesi di riferimento, visto che la situazione non è omogenea nelle diverse aree geografiche, che presentano invece differenti dinamiche del debito. Ad esempio, in Italia abbiamo un debito pubblico molto alto, mentre quello privato è più basso rispetto alle altre economie avanzate. Negli Stati Uniti, per fare un altro esempio, il debito delle famiglie americane come percentuale del reddito disponibile sta scendendo già dal 2008, grazie al forte deleveraging iniziato dallo scoppio della Grande crisi finanziaria. Ciò significa che, anche di fronte a un rialzo dei tassi il consumatore è meno vulnerabile. A livello più generale, poi, va aggiunto che il debito va sempre considerato in rapporto alla crescita, perché è questa relazione che indica in quale misura e con quale facilità un paese sia nelle condizioni di potere ripagare le cedole e il capitale. Nello scenario attuale, con forte crescita nominale, non intravedo particolari rischi per la sostenibilità del debito, sia pubblico, sia privato».

## **Quale impatto avrà la transizione energetica sull'inflazione?**

«Ha un costo, sia in termini di inflazione, sia di incertezza, con potenziali ricadute sul Pil. Infatti, affinché la transizione avvenga, è necessario del tempo che, per quanto siano già state fissate delle scadenze, è complesso da determinare. Inoltre, essa richiede l'impiego di nuove tecnologie che saranno sviluppate, grazie a una serie di investimenti, e che ne permetteranno il successo. Si tratta di un processo che, probabilmente, avrà un effetto inflazionario. C'è poi il tema dell'incertezza legato alla tecnologia terminale: il motore a scoppio sarà sostituito da quello elettrico o da quello a idrogeno o da altro ancora? È difficile fare adesso proiezioni in merito, perché, come avviene sempre quando viene introdotta una nuova tecnologia, è arduo misurare le evoluzioni future. Non è quindi da escludere che un'economia, per una serie di ragioni irrazionali e randomiche, trovi un equilibrio su una tecnologia che non è detto che sia la più efficiente o quella conside-

rata vincente all'inizio del percorso, con un dispiego di risorse che rischiano di essere sottratte all'attività economica».

## **Come interpreta il comportamento degli investitori rispetto alle dichiarazioni delle banche centrali? «Never fight the Fed» è un motto sempre da tenere presente?**

«Le performance di febbraio sono un ottimo promemoria per il mercato che le parole della Fed hanno un peso: eccedere nelle interpretazioni di quanto dichiarato da una banca centrale può comportare rischi. Jerome Powell non ha mai detto che si sarebbe fermato o avrebbe terminato il ciclo di rialzi, bensì che sarebbe arrivato un momento in cui avrebbe valutato il proprio operato, i suoi effetti sul tessuto economico e lo stato di salute di quest'ultimo. È stato il mercato che ha interpretato queste parole come un prossimo cambio di rotta della politica monetaria, proiettando una possibile discesa dei tassi che ha sostenuto il rally del mercato azionario. Ritengo che si debba prestare attenzione a quanto i vari governatori delle banche centrali dichiarano, soprattutto durante le conferenze stampa post meeting, dove si possono cogliere meglio le sfumature di quanto si possa evincere dai comunicati ufficiali. Il problema rimane, comunque, l'inflazione che, se non dovesse scendere e conoscere una seconda fiammata, come avvenuto negli anni '70, non è detto che sia gestibile solamente attraverso la politica monetaria. Si tratta di un grande tema sul quale la Bce si è spesa attraverso i commenti, sia di Isabel Schnable, sia di Fabio Panetta. Quest'ultimo, nello specifico, è intervenuto sui rischi di una dicotomia tra politica monetaria e politica fiscale, ricordando come sia importante che queste ultime non siano tra loro contrastanti».

## **Quali sono le vostre previsioni sui tassi in Usa e in Europa?**

«Ci attendiamo 5,25% per la Fed e 3,25% per la Bce entro giugno, per poi rimanere invariati. Rimane quindi una forchetta di 200 punti base per la seconda metà dell'anno, un punto di arrivo che trova giustificazione da tassi neutrali diversi per le due economie. Gli Stati Uniti hanno infatti un livello di crescita potenziale superiore a quello dell'Eurozona».

## **Quale portafoglio raccomanderebbe nel contesto attuale?**

«Tutti dicevano che il 2023 sarebbe stato l'anno dei bond, ma se si guardano le performance degli indici aggregati, a oggi, si è flat sull'anno. Il leitmotiv dei nostri portafogli è la sensibilità ai tassi di interesse, sia per quanto riguarda la componente obbligazionaria, sia azionaria. Sul lato reddito fisso è abbastanza facile applicare questo parametro intervenendo sulla duration in modo attivo, seguendo da vicino il ciclo dei tassi. È possibile che, durante l'anno, emerga la possibilità di avere una posizione tattica di lunga duration. Anche sul lato equity c'è una sensibilità ai tassi e, proprio per questo motivo, la nostra decisione è stata di non fare alcuna particolare scelta in termini di stile d'investimento, mantenendo così un approccio più equilibrato».

## **Come ci si protegge dalla volatilità del mercato?**

«Se non si può andare corti o acquistare derivati, non ci si protegge. L'unica possibilità potrebbe essere comperare dollaro, che si rafforza ogni qualvolta il mercato viene messo sotto pressione. Ad esempio, si potrebbe avere il 10-15% del portafoglio azionario in questa divisa».

## **Come ci si protegge dall'inflazione?**

«È difficile trovare strumenti adatti, perché anche gli indici inflation linked hanno una duration. Una possibilità potrebbe essere investire in asset reali, quali partecipazioni societarie o nel mercato immobiliare, dove però l'aumento dei tassi di interesse ha causato, in alcuni paesi, una perdita di valore dell'immobile».

## **Un rallentamento economico potrebbe pesare sul mercato a spread. Che cosa ne pensa?**

«C'è questa preoccupazione e già lo scorso anno si è registrato un aumento degli spread legati al rischio recessione, ma, storicamente, è stato un allargamento modesto. Inoltre, i bilanci delle aziende rimangono in buona salute, nonostante gli shock cui sono state sottoposte: il ridimensionamento del Pil, il rialzo dei tassi e il rafforzamento del dollaro. Probabilmente, il livello di leva finanziaria all'inizio del rallentamento attuale era contenuto o gestibile, visto anche il consistente ammontare di rifinanziamenti avvenuti in precedenza a tassi a zero, che ha permesso di mantenere una struttura del costo del capitale contenuta».

# Ma ci sarà davvero la recessione?

di Boris Secciani

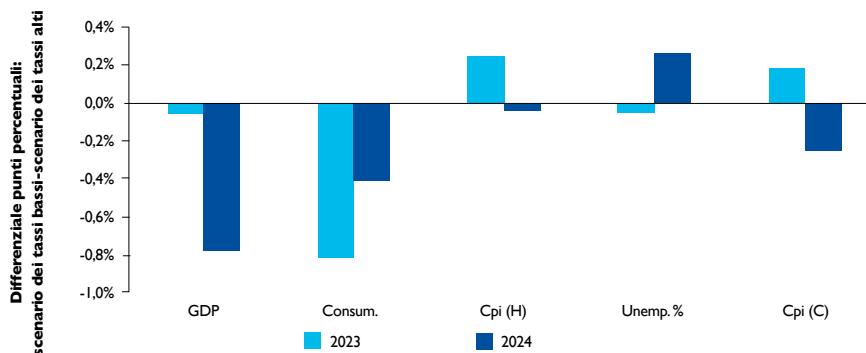
**Fino a pochi mesi fa la recessione in quasi tutto il pianeta era data per scontata e l'unica speranza era che si dimostrasse lieve. Oggi sono molti gli osservatori che ritengono che non sia così scontata e i dati più recenti sono stati sostanzialmente positivi. Anche i mercati hanno preso atto di questo nuovo clima e, praticamente in tutte le piazze**

**finanziarie, hanno ripreso a salire. L'Europa, anche grazie a valutazioni molto interessanti, ha addirittura assistito a qualcosa di simile a un rally. Ma non sono pochi coloro che vedono ancora pericoli e ritengono che sia presto per puntare sugli asset rischiosi. L'incremento dei tassi è ancora una realtà e l'inflazione è tutt'altro che sconfitta**





#### IMPATTO DI UNA BCE “FALCO” SULL’ECONOMIA



Fonte: Amundi Institute, analisi effettuata nel dicembre 2022. Il grafico qui sopra simula due scenari: uno dove i tassi della Bce (tasso sui depositi) sono prossimi al 3,25% e l’altro dove i tassi di interesse sono prossimi al 4% e quali sono i loro effetti sui parametri economici come Pil, consumi, inflazione complessiva, Cpi (H), tasso di disoccupazione e inflazione sottostante, Cpi (C)

I primi mesi del 2023 possono essere visti come un caso da manuale sulla volubilità del consensus degli analisti e di come il sentimento possa cambiare anche molto rapidamente. Infatti, gli asset rischiosi, nel loro complesso, hanno cominciato a mostrare una robusta ripresa a partire dal quarto trimestre dell’anno passato, anche se, fino a poche settimane fa, nessuno metteva in dubbio l’avvento imminente di una recessione. Lo stesso ritorno di fiamma dei mercati era interpretato come un rimbalzo in seguito a tre trimestri di sprofondo e non certo come una conseguenza di un rinnovato ottimismo. Il repentino abbandono della politica del Covid zero cinese e il venire meno dello shock ai corsi delle materie prime (complice anche un inverno mite in Europa) hanno aiutato a registrare una serie di dati positivi che hanno indotto diversi osservatori a dubitare dell’imminente contrazione.

Ovviamente, nessuno pensa all’avvio di una nuova fase di robusta espansione, resta però il fatto che solo tre mesi fa tutti avrebbero messo la firma a trovarsi con un quadro come quello descritto da **Alvaro Sanmartin**, chief economist, di **Amchor Investments Strategies**: «La maggior parte dei dati macro continua a puntare nella direzione giusta e ciò ha consentito un inizio d’anno molto positivo, sia per le azioni, sia per le obbligazioni. Negli Stati Uniti, la recessione appare lontana e, allo stesso tempo, si registrano chiari segnali di moderazione dei prezzi e dei salari. Nell’ultimo trimestre del 2022, l’inflazione core è cresciuta a un tasso annualizzato inferiore al 3%, mentre l’indice del costo del lavoro ha mostrato nello stesso periodo una crescita annualizzata del 4%, rispetto al 5,8% della primavera dello scorso anno. Nell’Eurozona, con



**ALVARO SANMARTIN**  
chief economist  
**Amchor Investments Strategies**



*La maggior parte dei dati macro continua a puntare nella direzione giusta e ciò ha consentito un inizio d’anno molto positivo, sia per le azioni, sia per le obbligazioni. Negli Stati Uniti, la recessione appare lontana e, allo stesso tempo, si registrano chiari segnali di moderazione dei prezzi e dei salari*



un’attività economica che mostra addirittura segnali di rimbalzo, anche i dati sull’inflazione di gennaio hanno sorpreso. Per il resto, sembra confermarsi il forte rimbalzo economico della Cina, così come la buona performance complessiva dei paesi del Sud Est asiatico. Al di là dei rischi geopolitici, che cosa dovremo tenere d’occhio nei prossimi mesi? Nel caso dell’economia statunitense, a differenza di coloro che si aspettano una recessione a breve termine, siamo quasi più preoccupati del contrario».



**MONICA DEFEND**  
head  
**Amundi Institute**



*Di recente abbiamo rivisto leggermente al rialzo il nostro outlook economico per la zona euro, perché i dati presentano un'attività sinora migliore del previsto. I recenti sviluppi sul mercato del gas e i livelli delle scorte hanno contribuito a spazzare via il rischio di coda di un racionamento*



#### LE TRE DINAMO DEL MONDO

Come si può notare dalle parole di Sanmartin, l'evoluzione più recente sembra indicare un ritorno al paradigma di New Normal degli anni '10 del 2000, che tanto bene ha fatto ai rendimenti degli asset rischiosi. In effetti, i ruggiti di ripresa del Far East, l'Europa fuori dall'incubo racionamenti (con una sorprendente vitalità dei paesi del Sud) e gli Stati Uniti, che sembrano confermare i primi accenni di ottimismo che cominciavano a evidenziarsi nei mesi scorsi, sono tutti fattori che fanno ben sperare. In particolare, la prima economia del mondo ha ini-

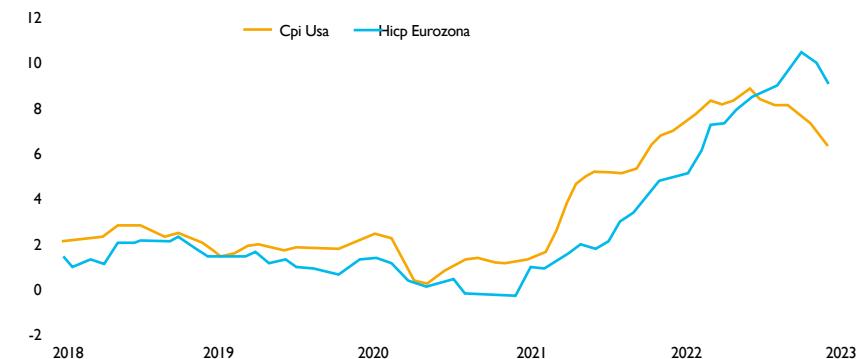


*Crescita moderata del Pil, tra l'1% e il 2%, inflazione core in calo al 3-4%, tasso di disoccupazione ancora basso e sana crescita (non impennata) dei salari sono gli elementi che lasciano intravedere uno scenario migliore per gli investitori nel 2023*



**JEFFREY CLEVELAND**  
chief economist  
**Payden & Rygel**  
**Investment Management**

#### INFLAZIONI A CONFRONTO



Fonte: Refinitiv DataStream, Pictet Asset Management. Dati relativi al periodo dal 01/01/2018 al 31/12/2022

ziato a mostrare segnali di una minore inflazione, mentre, al contempo, la vivacità in termini di lavoro e consumi rimane ottima. Qualche cifra al riguardo viene fornita da **Jeffrey Cleveland**, chief economist di **Payden & Rygel Investment Management**: «Crescita moderata del Pil, tra l'1% e il 2%, inflazione core in calo al 3-4%, tasso di disoccupazione ancora basso e sana crescita (non impennata) dei salari sono gli elementi che lasciano intravedere uno scenario migliore per gli investitori nel 2023».

Di fronte a dinamiche endogene positive nelle due grandi economie consumer del mondo (America e Cina) e al venire meno degli shock agli input produttivi, quella che è la grande economia esportatrice, cioè l'Europa, può anche essa dispiegare il proprio potenziale. **Monica Defend**, head of **Amundi Institute**, afferma: «Di recente abbiamo rivisto leggermente al rialzo il nostro outlook economico per la zona euro, perché i dati presentano un'attività sinora migliore del previsto. I recenti sviluppi sul mercato del gas e i livelli delle scorte hanno

contribuito a spazzare via il rischio di coda di un racionamento. I prezzi più bassi dell'energia, le efficaci misure nazionali di supporto fiscale e le notizie di un'accelerazione della riapertura della Cina sono tutti elementi che hanno contribuito a un miglioramento del sentimento».

#### ANCORA SCRICCHIOLII SINISTRI

Si può dunque affermare che il pianeta l'ha scampata bella e che di recessione non dovremo sentire parlare ancora per un po'? Sicuramente, l'Asia è tornata a essere caratterizzata da una fortissima vitalità economica. L'occidente stesso appare in condizioni via via migliori, tanto che ancora Cleveland ritiene improbabile un 2023 in contrazione negli Usa: «Atterraggio morbido non significa recessione morbida: è piuttosto una situazione simile a quella sperimentata dall'economia Usa nel biennio 1994-1995, quando la crescita del Pil rallentò a causa dell'aumento aggressivo dei tassi da parte della Fed, senza però sfociare in una recessione. Ci sono cinque ragioni a favore della tesi di un atterraggio

# Il dollaro canarino

Per quanto non siano tornati livelli che potremmo definire di bolla, in generale nessuna asset class, a parte forse qualche nicchia obbligazionaria, può dirsi oggi davvero economica. Tanto meno se la schiarita delle ultime settimane si rivelasse ingannevole. È chiaro, ad esempio, che le previsioni degli utili delle aziende dei listini sviluppati continuano a essere piuttosto aggressive e non particolarmente realistiche in uno scenario recessivo. Di conseguenza, gli investitori si trovano oggi di fronte a un bivio che vede da una parte l'opportunità di continuare a puntare su un relief rally che potrebbe trasformarsi in un'onda ciclica di ripresa. Dall'altra non si può escludere che allo stato attuale la scelta giusta sia mettere in sicurezza parte dei profitti degli ultimi mesi, preparandosi al ritorno della volatilità e dei cali.

## UN BAROMETRO CRUCIALE DEL SENTIMENT GLOBALE

Per fare in modo di trovare una quadra sensata fra i due approcci, l'attenzione all'evolversi dei dati dovrà essere altissima. In particolar modo, l'andamento del dollaro appare più che mai un barometro cruciale del sentimento globale. Il biglietto verde, infatti, è unanimemente previsto in calo nei prossimi mesi, ma continua ostinatamente a mostrare una forza brutale al primo stormire di foglie. Al riguardo, **Gene Frieda**, global strategist di **Pimco**, elabora un'analisi interessante per spiegare le cause della sopravvalutazione estrema che la divisa americana ha raggiunto l'anno scorso (e che fatica a lasciarsi alle spalle), con ragioni che vanno ben al di là del semplice spread di rendimento rispetto ad altre monete: «Gli investitori sono soliti valutare la forza del dollaro focalizzandosi sull'operato della Federal Reserve. L'eccezionale vigore dell'Usd nei confronti di un ampio paniere di valute ha chiaramente beneficiato dei sette rialzi dei tassi dello scorso anno, che hanno portato il tasso target dei Federal Funds al massimo degli ultimi 15 anni. Poiché la Fed continua la sua lotta per ridurre l'inflazione negli Stati Uniti, prevediamo che aumenterà ancora i tassi nel primo trimestre del 2023, prima di fare una pausa. Oltre che dall'aumento dei saggi d'interesse e dei rendimenti negli Usa, il dollaro è stato sostenuto dall'avversione al rischio attraverso due vettori. In primo luogo, la politica monetaria è stata molto più volatile del normale e altamente correlata tra i paesi dei mercati sviluppati. Dal marzo 2022 la politica delle banche centrali si è fortemente irrigidita quasi ovunque, a eccezione della Cina, dove le condizioni finanziarie si sono inasprite attraverso altri canali. Di conseguenza, la volatilità è aumentata nei mercati del reddito fisso, valutari e azionari. Il dollaro, ampiamente considerato un bene rifugio, ne ha beneficiato. In secondo luogo, sebbene abbiamo avuto la tendenza a descrivere la forza del dollaro principalmente come un riflesso delle politiche economiche statunitensi, a nostro avviso, è più probabile che sia la somma dei timori di altri paesi, o meglio, di importanti shock che hanno danneggiato la crescita nelle regioni chiave».

In pratica, la valuta di riserva del mondo si è trovata come non mai nel ruolo di porto sicuro, nonostante le indubbi magagne strutturali dell'economia americana. Come evidenziato da Frieda, le dinamiche dei tassi da sole non giustificherebbero certo una forza di questo genere. In questo contesto, gli emergenti più rilevanti hanno migliorato i propri fondamentali in maniera significativa rispetto a un decennio fa, tanto da avere potuto addirittura anticipare la Fed nella stretta. Inoltre, la Bce è stata a lungo molto titubante, ma ha poi sposato anch'essa la linea draconiana e la Cina, a modo suo, ha anch'essa stretto i cordoni.

## UN PORTO SICURO COME MAI

Il problema, però, è che gli Stati Uniti appaiono oggi come l'unica economia non a rischio di shock negativi sistematici. Altrettanto non si può dire infatti dei principali motori del sistema globale. Nel nostro continente, da questo punto di vista, il panorama appare a dir poco inquietante: le nazioni dell'Eurozona sono infatti particolarmente esposte alle conseguenze della guerra con la Russia, mentre il Regno Unito si è ridotto allo stato di quasi emergente. In Asia il colosso cinese ha sommato, a una politica durissima anti-Covid, pulsioni neo-maoiste che si sono riversate sul centro nevralgico dell'agognata espansione dei consumi, ossia il comparto tecnologico. Sempre in quella parte del pianeta, anche lo stagnante, ma finora estremamente stabile, Giappone ha cominciato a mostrare segnali di fuga dei capitali, con uno yen quasi allo sbando per via della totale assenza di possibilità di attuare politiche anti-inflattive. In un mondo così imprevedibile, gli Usa sembrano un'oasi di tranquillità. Per tale ragione il dollaro è tornato nel ruolo di proverbiale canarino nella miniera, che segnala le fughe di grisù: fintanto che non si vedrà sul Forex un minimo di mean reversion della volatilità, sarà bene considerare come molto fragili le gambe dell'attuale ripresa degli asset rischiosi.



**GENE FRIEDA**  
global strategist  
**Pimco**



*La volatilità è aumentata nei mercati del reddito fisso, valutari e azionari. Il dollaro, ampiamente considerato un bene rifugio, ne ha beneficiato. In secondo luogo, sebbene abbiamo avuto la tendenza a descrivere la forza del dollaro principalmente come un riflesso delle politiche economiche statunitensi, a nostro avviso, è più probabile che sia la somma dei timori di altri paesi*





**SAIRA MALIK**  
cfa, chief investment officer  
**Nuveen Investment**



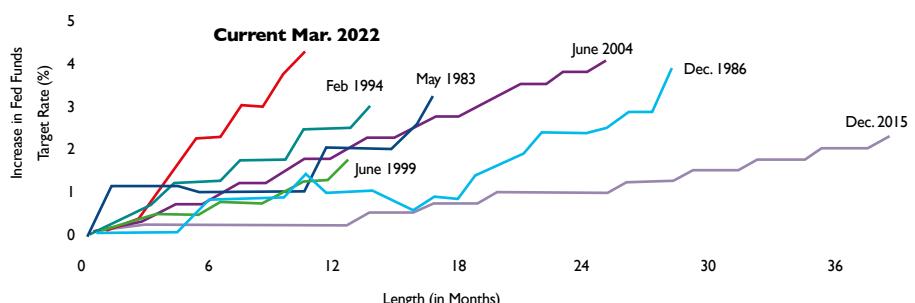
*Le stime di consenso prevedono ancora una recessione, seppure lieve [negli Usa], fino alla metà del 2023. Questa previsione è supportata dalla lettura del Pmi manifatturiero dell'Institute for Supply Management (Isrn) di gennaio, sceso a 47,4. Dall'inizio della serie storica dell'Isrn nel 1948, i nuovi ordini sono stati così bassi solo immediatamente prima o subito dopo l'inizio di una recessione*



morbido dell'economia americana: gli Usa non sono ancora in recessione; la forte domanda di manodopera non proseguirà; gli aumenti salariali continueranno a stimolare la crescita economica; nel 2022 abbiamo già assistito a correzioni e scoppio di bolle e, infine, ci aspettiamo segnali di rallentamento dell'inflazione core».

Detto ciò, non è probabilmente ancora il momento di impostare la propria allocazione dina-

## TRENTA ANNI DI TARGET RATE DELLA FED



mica in modalità turbo-rischio. Infatti, le parole chiave per leggere il futuro continuano a essere le stesse due dell'anno passato: tassi e inflazione. Da questo punto di vista, pur nell'ambito di numerosi segnali che giustificano l'ottimismo, restano ancora motivi di preoccupazione. Infatti, l'inflazione statunitense di gennaio (+ 6,4%) è risultata un filo al di sopra delle aspettative. A questo dato ha fatto seguito un discorso piuttosto duro da parte di James Bullard della Fed di St. Louis, il quale ha dichiarato di essere potenzialmente favorevole a un rialzo dei tassi di 50 punti base al prossimo meeting, ponendosi in contrasto con i toni da colomba di Powell e segnalando, quindi, la mancanza di unanimità sul da farsi in seno alla più importante istituzione monetaria del mondo.

Non sorprendentemente, tutto ciò ha innescato un ritorno di nervosismo sui mercati, in particolare per gli emergenti (fino a quel momento in piena ripresa) e negli Usa stessi, peraltro finora anche quest'anno caratterizzati da minori performance rispetto all'Europa. Portare rapidamente i Fed Funds significativamente al di sopra del 5% quasi sicuramente avrebbe conseguenze non leggere, soprattutto sui consumi, come ricorda **Matt Peron**, director of research di **Janus Henderson**: «Le vendite al dettaglio di gennaio negli Usa sono state forti in tutti i settori e, insieme al solido dato sui posti di lavoro, mostrano un'economia resistente. È proprio questo dato a sostenere l'attuale stato d'animo "goldilocks" del mercato: l'economia è forte, e l'inflazione sta diminuendo, anche se è ancora troppo alta. È la parte "ancora troppo alta" che ci fa temere che ci siano acque più agitate. Perciò, pur non vedendo una profonda recessione, prevediamo un rallentamento che continuerà a frenare gli utili societari per l'impatto dell'aumento dei tassi». Al di là delle divergenti opinioni fra i governatori della Federal Reserve, rimane anche un altro problema tuttora di difficile interpretazione: gli effetti sul medio periodo di condizioni finanziarie così restrittive non sono ancora quantificabili.

**Saira Malik**, cfa, chief investment officer di **Nuveen Investment**, vede chiari segnali di



**MATT PERON**  
director of research  
**Janus Henderson**



*Le vendite al dettaglio di gennaio negli Usa sono state forti in tutti i settori e, insieme al solido dato sui posti di lavoro, mostrano un'economia resistente. È proprio questo dato a sostenere l'attuale stato d'animo "goldilocks" del mercato: l'economia è forte, e l'inflazione sta diminuendo, anche se è ancora troppo alta*



recessione provenire dalla manifattura made in Usa, proprio a causa di un alto costo del denaro destinato a incidere ancora a lungo: «È probabile che la Fed mantenga i tassi più alti più a lungo, fino a quando non si convincerà che le pressioni inflazionistiche su abitazioni e salari si sono attenuate, oppure finché la penalizzazione inflitta da oltre 400 punti base di rialzo del costo del denaro diventerà troppo onerosa. Le stime di consenso prevedono ancora una recessione, seppure lieve, fino alla metà del 2023. Questa previsione è supportata dalla lettura del Pmi manifatturiero dell'Institute for Supply Management (Isrn) di gennaio, sceso a 47,4. Dall'inizio della serie storica dell'Isrn nel 1948, i nuovi ordini sono stati così bassi solo immediatamente prima o subito dopo l'inizio di una recessione».

### RIMBALZO PASSEGGERO?

Come accennato, l'Europa sta godendo in questo momento di un certo ritorno di entusiasmo da parte degli investitori. È vero che corsi energetici contenuti e una forte domanda asiatica sono presupposti ottimi per l'industria del Vecchio Continente ed è innegabile che le valutazioni degli asset europei erano definibili fino a pochi mesi fa come deep value, ma va tenuto presente che la Bce, partita con molto ritardo rispetto alla Fed, sta ora mostrando i denti. Attualmente, il tasso di riferimento di Francoforte è al 2,50% dopo l'ultimo rialzo di 50 punti base a febbraio. Lagarde ha dichiarato che a marzo potrebbe venire deciso un altro incremento della stessa entità e non è improbabile che si possa arrivare anche oltre il 4% in maniera piuttosto celere. Infatti, gennaio dovrebbe avere



marcato il picco dell'inflazione core continentale, anche se l'uso del condizionale è d'obbligo, in quanto cominciano a farsi sentire spinte sul costo del lavoro non trascurabili, benché non paragonabili a quelle degli Stati Uniti. Anche in Europa, inoltre, sia a livello di privati, sia corporate, si trovano situazioni di forte utilizzo della leva, esacerbate da oltre un decennio di soldi a costo zero, senza contare la sempiterna questione del debito pubblico di alcune economie. Un quadro, dunque, che rischia di rendere insostenibile qualsiasi provvedimento serio e prolungato di normalizzazione monetaria. Pertanto, non c'è da stupirsi se **Tomasz Wieladek**, chief european economist di **T. Rowe Price**, sottolinea che il rimbalzo attuale potrebbe essere semplicemente un fatto passeggero, al quale potrebbe fare seguito un nuovo deterioramento economico verso la fine del 2023: «Lo shock del prezzo del gas non è l'unica sfida economica che l'Eurozona si trova ad affrontare. In risposta all'aumento dell'inflazione e al timore di effetti secondari, la Banca Centrale Europea ha recentemente iniziato a inasprire la politica monetaria a un ritmo senza precedenti».

timore di effetti secondari, la Banca Centrale Europea ha recentemente iniziato a inasprire la politica monetaria a un ritmo senza precedenti. Ciò ha fatto sì che il costo del capitale per le imprese, che era già molto alto prima che la Bce avvisasse la stretta monetaria, sia salito ai livelli visti l'ultima volta durante la crisi del debito sovrano dell'Eurozona. Allo stesso modo, le già rigide condizioni monetarie e finanziarie per le famiglie e le imprese sono state ulteriormente inasperte dagli annunci di politica monetaria della Bce e dalla forward guidance su ulteriori misure. I governi, le imprese e le famiglie si sono indebitati maggiormente durante l'era dei bassi tassi di interesse, il che li rende più suscettibili a questi shock finanziari. Poiché la politica monetaria opera con un certo ritardo, è probabile che i suoi effetti negativi saranno visibili nei dati solo nel quarto trimestre».

Sempre Wieladek, poi, porta all'attenzione il fatto che difficilmente la macchina del commercio estero continentale potrebbe girare a piena potenza con un'America in crisi: «In quanto blocco dipendente dalle esportazioni, il destino dell'Eurozona è fortemente legato a quello dell'economia globale, e anche qui le notizie non sono buone. L'indice globale Purchasing Managers' Index è scivolato in territorio recessivo negli ultimi due mesi, mentre negli Stati Uniti, un mercato importante per l'Eurozona, sia il Pmi dei servizi, sia quello manifatturiero sono in contrazione. È importante notare che il portafoglio ordini delle fabbriche tedesche è ora di cinque mesi, rispetto ai tre mesi dei tempi normali. Ciò suggerisce che saranno in grado di resistere alla debolezza della domanda globale nel breve termine, ma non nel medio». In pratica, se le due grandi banche centrali occidentali continuassero ad agire all'unisono, il risultato più ovvio sarebbe innescare un declino economico che andrebbe ad autoalimentarsi sulle due sponde dell'Atlantico, a causa dei driver descritti nei paragrafi precedenti».



*Lo shock del prezzo del gas non è l'unica sfida economica che l'Eurozona si trova ad affrontare. In risposta all'aumento dell'inflazione e al timore di effetti secondari, la Banca Centrale Europea ha recentemente iniziato a inasprire la politica monetaria a un ritmo senza precedenti*



**TOMASZ WIELADEK**  
chief european economist  
**T. Rowe Price**

**COVER STORY**

**IN ATTESA DELLA RECESSIONE**

# Azionario, il ritorno di Europa e Cina

**Dopo quattro mesi di crescita dell'azionario, sorprendentemente concentrato nelle aree più in difficoltà nel 2022, cioè Europa e Cina, tutti si chiedono se si tratta solo di un rimbalzo o è l'inizio di un nuovo trend positivo. Il punto fondamentale, dopo che l'inflazione e il rialzo dei tassi sembrano già prezzati dai mercati, è rappresentato dagli utili, dei quali non si sa ancora nulla di certo. Di positivo c'è il fatto che in tutte le aree geografiche non mancano le occasioni value, anche dopo i rialzi del quadri mestre appena trascorso. Comunque, sia pure con molta attenzione alla scelta dei titoli, c'è l'idea che si possa tornare a investire in azioni, soprattutto cinesi e del Vecchio continente, e che l'atmosfera plumbea dei mercati sia ormai alle spalle**

L'azionario è forse l'asset class che maggiormente riflette le incertezze sugli sviluppi macro al bivio fra recessione e ripresa. L'effetto congiunto dei cali delle quotazioni e della buona tenuta dei profitti ha infatti portato a una ripresa generale dei corsi nei quattro mesi terminati a fine gennaio. Un rimbalzo che è stato particolarmente forte nelle aree più maltrattate nei primi nove mesi del 2022, nello specifico Europa e Cina. Dunque, una rivincita del value ciclico, cui si sono aggiunte la tecnologia statunitense e quella asiatica: un ribaltamento dello strano fenomeno di forte correlazione precedente, che ha coinvolto in maniera inaspettata anche il complesso del reddito fisso.

Dopo il rimbalzo, sia i settori più sensibili ai driver macroeconomici, sia quelli più growth si ritrovano al centro del dilemma globale sul bicchiere mezzo pieno o mezzo vuoto. In generale, non mancano i motivi per guardare alla recente ritrovata propensione al rischio come a un rimbalzo tecnico, dovuto al livello quasi apocalittico raggiunto a fine settembre 2022 dalle metriche di alcune nicchie dell'equity. Più difficile pensare che si tratti dell'alba di un nuovo bull market. A risultare particolarmente bassa, infatti, è la visibilità delle prospettive di profitto a livello globale, ben sintetizzata dalla Strategy unit di **Pictet Asset Management**: «Anche la prospettiva per i profitti societari appare poco interessante: per quest'anno prevediamo che gli utili globali restino invariati e che la crescita nei mercati emergenti sia neutralizzata da un calo



in Europa. Negli Stati Uniti si intravedono i primi segnali di una diminuzione delle revisioni al ribasso degli Eps da parte degli analisti. Le aspettative per il quarto trimestre sono già molto basse ed è quindi poco probabile che sia rivisto al rialzo il giudizio sulle aziende eventualmente in grado di superare le previsioni sugli utili. La guidance delle società resta per lo più negativa, con il pessimismo che passa dai margini ai ricavi. Fino a quando non vedremo un miglioramento di questa situazione, difficilmente aumenteremo la nostra allocazione azionaria».

#### **PUNTARE SUGLI UTILI**

Sostanzialmente oggi, dopo la caduta e il recupero, l'azionario un po' dappertutto si trova a un livello di valutazione intermedio, con un equity risk premium modesto, a causa di rendimenti obbligazionari ancora elevati e con il punto di domanda costituito dall'evoluzione dei risultati societari. Per questa ragione, appare tuttora prudenziale operare con un approccio più orientato al value. Al giorno d'oggi non è però facile fornire una definizione univoca di tale fattore. Su questo punto, appare ispirato a un certo buon senso l'approccio di **Laurence Taylor**, portfolio specialist di **T. Rowe Price**: «Naturalmente, nessuna metrica di valutazione offre all'investitore "la risposta", e gli ultimi tre anni dimostrano che le valutazioni sono contestuali. Possiamo, tuttavia, affermare che i tassi di interesse sono molto più alti rispetto a un anno fa, mentre l'inflazione sembra avere raggiunto il suo picco. Ma nel 2023 c'è il rischio di una riduzione degli utili, poiché i margini sono

messi sotto pressione dall'inflazione e dalla bassa crescita. Sarà quindi importante cercare segmenti di mercato in cui sia possibile trovare una tenuta dei profitti e persino un possibile miglioramento, ed è questa l'area sulla quale ci stiamo concentrando. Attualmente, l'azionario sta scambiando a un livello di valutazione medio, mentre il posizionamento all'interno dei mercati rimane decisamente difensivo. Ciò è chiaramente diverso dal fatto che i mercati siano estremamente sottovalutati o stiano valutando una crisi. Tuttavia, un rapporto prezzo/utili inferiore alla media a 3,5 e 10 anni è, a nostro avviso, un punto di partenza relativamente solido quando si pensa ai rendimenti corretti per il rischio».

Prospettive di profitto decentemente chiare e stabili e valutazioni non a premio, dunque, sembrano la chiave di volta per impostare il proprio stock picking in un paradigma come quello corrente, in cui elementi positivi e negativi si bilanciano con un certo equilibrio. Fortunatamente, nonostante il ritorno di fiamma delle azioni a partire da ottobre, le valutazioni non sono neppure paragonabili al quadro di quasi bolla (per essere eufemistici) di fine 2021. Ciò, dunque, consente di trovare titoli con le caratteristiche richieste da Taylor, ricerca che era praticamente impossibile fare 15 mesi fa. Questo approccio deve ovviamente essere applicato in maniera trasversale rispetto ad aree geografiche, compatti e fattori, ma è inutile negare che le opportunità con le caratteristiche appena enunciate sembrano maggiormente presenti in alcuni listini piuttosto che in altri.



**LAURENCE TAYLOR**  
portfolio specialist  
**T. Rowe Price**



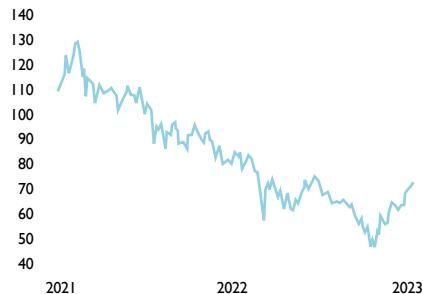
*Nel 2023 c'è il rischio di una riduzione degli utili, poiché i margini sono messi sotto pressione dall'inflazione e dalla bassa crescita. Sarà quindi importante cercare segmenti di mercato in cui sia possibile trovare una tenuta dei profitti e persino un possibile miglioramento, ed è questa l'area sulla quale ci stiamo concentrando*

#### **ANCORA POTENZIALE IN CINA**

Innanzitutto, in Cina la riapertura dell'economia sicuramente offre sostegno ai consumi. Il tema della domanda privata cinese, poi, a livello di titoli quotati, si articola soprattutto in ambito internet, anche se quest'ultimo è passato in mezzo a un biennio infernale. Nonostante il ritorno di fiamma degli ultimi cinque mesi, per la Strategy Unit di Pictet Asset Management vi è ancora margine per ottenere in questo comparto rendimenti ragionevoli nel prossimo futuro: «La riapertura cinese si appresta a diven-

## LA RINASCITA DELLA CINA

Indice Msci China



Fonte: Refinitiv DataStream, Pictet Asset Management.  
Dati relativi al periodo dal 25/01/2018 al 25/01/2023

tare il topic di investimento per eccellenza di quest'anno. La rapidità e la portata dell'uscita della Cina dal lockdown hanno superato persino le aspettative più ottimistiche, innescando un rally del 50% nel mercato azionario nazionale. Ciò ha visto i multipli prezzo/utili a termine della Cina salire a quota 12 a fine gennaio: a ottobre erano a 8 (il minimo dal 2015). In seguito a questi guadagni vertiginosi, le azioni cinesi non sono più così convenienti, ma crediamo che ci sia ancora spazio per rialzi. La prossima fase del rally di mercato sarà alimentata dalla forte crescita degli earning delle società cinesi, che riteniamo possa persino superare nei prossimi 12 mesi il consensus degli analisti, ora a 15. È possibile che i profitti aumentino, perché il ritorno a condizioni economiche più normali scatenerà la domanda repressa dei consumatori cinesi, che hanno accumulato una somma di risparmi pari al 4% del Pil».

### UNA NUOVA ALBA

Sicuramente il ritorno della Cina, in un contesto di tensioni elevate con gli Usa, ha un forte potere immaginifico. Dopo un periodo quasi

infinito di sovrapreformance del growth statunitense rispetto a tutti gli altri settori, stiamo forse assistendo a una nuova alba di inversione del flusso di liquidità da occidente a oriente, con in mezzo (in senso geografico, economico e culturale) l'Europa, che notoriamente vede nella manifattura di alta qualità la spina dorsale della propria ricchezza. Un assetto economico e borsistico che risente in maniera non leggera dell'andamento macro globale. La ripresa possente degli ultimi mesi è sicuramente stata detta da elementi reali, legati al venire meno degli shock mostruosi subiti in successione nel 2020, 2021 e 2022. A ridare fiducia agli investitori ha contribuito l'uscita dal clima da fine del mondo che l'invasione dell'Ucraina aveva portato. L'evoluzione positiva recente è ben riassunta da **Cyrille Carrière**, partner & cio di **Lonvia Capital**: «Sta venendo meno l'atmosfera da fine del mondo che circonda l'Europa e, in particolare, la Germania, legata essenzialmente ai problemi di carenza energetica. Si sta diffondendo un ripristino dell'ordine nella prima parte delle catene di fornitura con un ritorno a ritmi di produzione normalizzati con ricadute positive sul portafoglio ordini. La produzione sta crescendo e beneficia, sia dell'effetto volume, sia degli aumenti di prezzo effettuati a fine 2021/inizio 2022 sui nuovi contratti. Infine, se l'acquisizione degli ordini è visivamente ritardata, ciò non significa che la domanda sia strutturalmente più debole. I dirigenti delle aziende sono inoltre più ottimisti rispetto al clima recessivo che si respira. Negli ultimi mesi, il management team ha incontrato in tutta Europa i dirigenti di molte società presenti nei fondi. Abbiamo potuto constatare che i messaggi trasmessi dalle aziende sono più ottimistici rispetto al clima recessivo che ci circonda. Le imprese tedesche, in particolare, sono molto più positive sulle loro prospettive e sui loro piani di investimento e non sono preoccupate per i problemi legati ai prezzi o alla disponibilità di energia, avendo già preso in mano la situazione».



**CYRILLE CARRIÈRE**

partner & cio  
**Lonvia Capital**



*Abbiamo potuto constatare che i messaggi trasmessi dalle aziende sono più ottimistici rispetto al clima recessivo che ci circonda. Le imprese tedesche, in particolare, sono molto più positive sulle loro prospettive e sui loro piani di investimento e non sono preoccupate per i problemi legati ai prezzi o alla disponibilità di energia, avendo già preso in mano la situazione*



in particolare, sono molto più positive sulle loro prospettive e sui loro piani di investimento e non sono preoccupate per i problemi legati ai prezzi o alla disponibilità di energia, avendo già preso in mano la situazione».

Come si può intuire, il panorama delle prospettive corporate delineato da Carrière è piuttosto diverso da quanto previsto dalla Strategy Unit di Pictet Asset Management, che invece parla esplicitamente di un deterioramento del sentimento e



**FREDERIC LEROUX**  
membro dello Strategic  
investment committee  
**Carmignac**



*Non scommetteremo nel  
breve termine sulla probabilità  
di proseguimento di questo  
straordinario rally europeo.  
Tuttavia, riteniamo probabile  
che l'inversione di tendenza  
a favore dell'Europa, dopo  
12 anni pressoché ininterrotti  
di sovrapreformance degli  
Stati Uniti, si inscriva in un  
movimento a lungo termine  
appena iniziato*



delle prospettive del management delle società europee. In realtà, le due visioni non sono inconciliabili, perché si tratta di un assetto coerente con quella che è ormai l'economia europea da una generazione a questa parte. Ossia una componente legata al ciclo globale, attualmente forse fuori dal tunnel e ultra-competitiva, e un'altra, invece, sistematicamente in maggiore difficoltà. Da una parte, dunque, l'Europa si sta confermando ancora una volta la terra dello stock picking, dall'altra la sovrapreformance recente è stata di tale portata da indurre a chiedersi se

non si sia trattato di una svolta epocale, foriera di un nuovo super-ciclo di mercato. In questo caso si vedrebbe l'equity europeo protagonista e specularmente inverso al decennio d'oro degli emergenti nel primo decennio degli anni 2000, cui ha fatto seguito il dominio della tecnologia statunitense nel periodo che va dal post-crisi finanziaria al 2021.

**Frederic Leroux**, membro dello Strategic investment committee di **Carmignac**, sembra puntare esattamente su questa tesi, nonostante un ritorno della volatilità da mettere in conto sul breve periodo: «Il contesto inflazionario che dal 2021 sta caratterizzando le cosiddette economie sviluppate potrebbe verosimilmente alimentare i flussi finanziari da occidente (Stati Uniti) verso Oriente (Europa, Cina, Giappone). Questi flussi sarebbero riconducibili alla consapevolezza del fatto che una crescita più dinamica del previsto potrebbe coinvolgere le economie più cicliche. Ciò favorirebbe il forte apprezzamento dei mercati azionari europei, cinesi e giapponesi, più ricchi di titoli ciclici, dopo essere stati penalizzati dal lungo periodo di crescita lenta e costante dello scorso decennio. Analogamente, il contesto di tassi di interesse, tornato a essere attualmente più ragionevole, dovrebbe favorire le imprese la cui attività è risultata maggiormente utile all'economia in termini storici. Dallo scorso 31 agosto, la sovrapreformance dei titoli azionari europei ha raggiunto il livello del 17,5% e addirittura del 23,5%, se si tiene conto dell'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro! Ovviamente, questa forza relativa del Vecchio continente è destinata a subire quanto meno qualche contraccolpo; performance come queste necessitano di pause per potere proseguire. Pertanto, non scommetteremo nel breve termine sulla probabilità di proseguimento di questo straordinario rally europeo. Tuttavia, riteniamo probabile che l'inversione di tendenza a favore dell'Europa, dopo 12 anni pressoché ininterrotti di sovrapreformance degli Stati Uniti, si inscriva in un movimento a lungo termine appena iniziato».

#### **POCA DIVERSIFICAZIONE**

La rinascita dei consumi cinesi, con il corollario dell'integrazione regionale con il Sud-Est asiatico, il decollo dell'India e l'avvio di un trend secolare di ripresa del valore aggiunto globale da parte dell'hi-tech manifatturiero europeo sono, dunque, i tre grandi pilastri che potrebbero guidare l'emergere di un ritorno dei capitali nel macro-continente euro-asiatico. A questa tesi epocale, ovviamente, si potrebbe affiancare, a scopo di diversificazione, un posizionamento sui grandi

temi della digitalizzazione, oggi acquistabili a Wall Street a valutazioni meno inquietanti rispetto al recente passato. Di questa opinione è **Laurent Denize**, global co-cio di **Oddo Bhf**: «I tecnologici statunitensi si sono significativamente deprezzati. Chi è convinto del futuro della digitalizzazione (e anche chi non lo è!) oggi può trovare società leader di mercato in aree quali i servizi finanziari e di pagamento, l'e-commerce, l'intelligenza artificiale e il cloud computing a prezzi che non si vedevano da tempo».

Dopo questa disamina non si può però fare a



**LAURENT DENIZE**  
global co-cio  
**Oddo Bhf**



*I tecnologici statunitensi  
si sono significativamente  
deprezzati. Chi è convinto del  
futuro della digitalizzazione  
(e anche chi non lo è!) oggi  
può trovare società leader di  
mercato in aree quali i servizi  
finanziari e di pagamento,  
l'e-commerce, l'intelligenza  
artificiale e il cloud computing  
a prezzi che non si vedevano  
da tempo*



meno di notare un elemento fondamentale: le migliori occasioni continuano a essere indicate nei temi protagonisti della recente ripresa. Al di là del possibile, persino probabile, periodo di presa di profitto all'orizzonte (qualche segnale si è già visto a febbraio), resta anche un'altra questione di fondo, ancora più importante. Si parla molto spesso di diversificazione, ma è giusto notare che i temi proposti hanno mostrato una forte correlazione, sia nel bear market, sia nella ripresa. Il rischio è che i mercati continuino a essere mossi in futuro dagli stessi driver. Si tratta, perciò, di un paradigma nel quale c'è la non insignificante possibilità che, se qualcosa va storto, si arrivi a un nuovo effetto domino. I punti di domanda, in effetti, sono tanti: pensiamo, ad esempio, a una Cina che potrebbe diventare una fonte di inflazione, cosa che finora non ha assolutamente fatto.

Questi sviluppi si potrebbero avere sulla spinta di rinnovate pressioni sulla domanda di materie prime a causa delle riaperture del Dragone. **Benjamin Melman**, global cio di **Edmond de Rothschild Asset Management**, afferma: «Dall'inizio del 2023, i mercati azionari hanno cavalcato questa sorta di incipiente fase

di disinflazione, la rinnovata fiducia nella ripresa cinese e la migliore resilienza in Europa, grazie anche al calo dei prezzi dell'energia. Ma è improbabile che questo eccezionale mix di fattori positivi duri a lungo. Il mercato azionario cinese ha già registrato un rimbalzo del 50% dalla fine di ottobre. E lo spazio per un ulteriore calo delle quotazioni energetiche sembra ristretto, se non altro perché l'economia cinese si rimetterà presto in moto. Per quanto riguarda la disinflazione, una parte del ripiegamento è già stata prezzata. Da un lato, anche se l'economia globale è ora più equilibrata, non dobbiamo sottovalutare la pressione al ribasso sui margini delle imprese e il rischio di recessione negli Stati Uniti».

Nel caso in cui persistesse una marcata spinta sul costo della vita, non è incredibile ipotizzare che la Federal Reserve possa diventare più vicina alle posizioni di James Bullard, con conseguenze nefaste sull'economia e i mercati statunitensi. A quel punto, l'Europa si troverebbe presa in una tenaglia costituita da una domanda americana strozzata dal costo del denaro in continuo (e inaspettato) rialzo e da corsi degli input produttivi di nuovo elevati. In pratica la questione è così sintetizzabile: affinché si



**BENJAMIN MELMAN**  
global cio  
**Edmond de Rothschild**  
**Asset Management**

*Dall'inizio del 2023, i mercati azionari hanno cavalcato questa sorta di incipiente fase di disinflazione, la rinnovata fiducia nella ripresa cinese e la migliore resilienza in Europa, grazie anche al calo dei prezzi dell'energia. Ma è improbabile che questo eccezionale mix di fattori positivi duri a lungo*



possa operare la strategia, forse secolare, di rotazione da Ovest a Est, mantenendo una buona esposizione a una tecnologia americana comunque strutturalmente importante, è fondamentale che il sistema torni a generare una moderata crescita economica senza significative pulsioni inflative. In caso contrario, allo stato attuale appare scontato ritenere che le maggiori banche centrali del mondo siano ancora più che disposte a innescare una recessione globale, anche dura, pur di stroncare sul nascere il consolidarsi di aspettative di inflazione elevate sul medio-lungo periodo.

# Bond, un lento difficile recupero di normalità

**Per i bond il 2022 è stato uno degli anni più disastrosi della loro intera storia, ma negli ultimi mesi c'è stato il ritorno di interesse per alcuni titoli. Però, perché si possa parlare di una vera ripresa, occorre che i rischi di stagflazione restino alle spalle. Ed è fondamentale anche che le banche centrali diventino meno dure nella loro lotta all'inflazione e che i default restino su un livello fisiologico. Se tutto ciò si verificasse, il reddito fisso oggi sicuramente sarebbe più conveniente e da preferire in un'ottica di riduzione della volatilità. In pratica, stiamo forse rientrando in una normalità nella quale le obbligazioni si comportano da strumenti meno rischiosi delle azioni e con un livello di correlazione con queste ultime più in linea con la media storica**

Che cosa si può fare per riuscire a ottenere un minimo di protezione dall'eventuale ritorno dello stesso scenario del 2022? La risposta passa dall'analisi delle condizioni del reddito fisso in cui forse si riesce a trovare una realistica chiave di volta.

Il 2022 è stato l'anno nero dell'obbligazionario, con situazioni che non si vedevano da decenni a questa parte in diverse nicchie, dal debito dei mercati emergenti a certe parti del credito high yield. Per capire se la forte ripresa del reddito fisso di questi ultimi mesi è solamente un rimbalzo tecnico, nel quadro più volatile di tutti i tempi, oppure se siamo di fronte al ritorno di un serio e prolungato bull market, la questione del superamento dei rischi di stagflazione è a dir poco cruciale, ancora più che per l'azionario. L'anno scorso, infatti, i mercati si sono trovati di fronte alla proverbiale tempesta perfetta: un aumento del già mostruoso stock di debito durante gli anni della pandemia, uno shock esogeno agli input produttivi che in America ha innescato rivendicazioni salariali come non si vedevano dagli anni '70 e banche centrali che si sono gettate nella lotta al caro vita senza andare troppo per il sottile. Il risultato di una politica monetaria disposta a distruggere domanda senza apparenti limiti, pur di riportare l'equilibrio in un sistema che vedeva un'offerta contratta, è stato di creare una correlazione altissima fra duration e spread. Da una parte, infatti, i corsi dello stock di bond esistenti sono stati aggiustati per un tasso di sconto ormai previsto a lungo ben al di



sopra dello zero cui eravamo abituati, nonostante la forte inversione delle curve. Dall'altra, la stretta ha indotto forti timori di avvio di un'era di default molto più elevati. Spezzare dunque un simile circolo vizioso è un must imprescindibile per tornare a investire con ragionevoli prospettive di rendimento in questa asset class. La buona notizia è che potremmo non essere lontanissimi dal raggiungere questo obiettivo, elemento che offre la possibilità di ridurre notevolmente i rischi di coda statistica generati da un'esposizione azionaria che fatica a trovare soluzioni diversificate.

**«MEGLIO GLI EURO HIGH-YIELD»**  
 Infatti, per quanto riguarda l'equity, è stato evidenziato che la trasformazione del relief rally recente in un bull market magari modesto, ma stabile e duraturo, dipende dal ritorno a un quadro macro come l'abbiamo conosciuto fino all'inizio del 2020. Ovviamente, è necessario che l'inflazione scenda, ma al tempo stesso è vitale riuscire a schivare una significativa contrazione economica. Tutto ciò perché le quotazioni delle azioni non sono così economiche da potere fornire margine a un aggiustamento al ribasso serio delle previsioni di utili. Per il reddito fisso il discorso è leggermente diverso. Ovviamente, le similitudini non mancano: anche ai bond è possibile applicare il teorema dell'inversione da Ovest a Est via Europa che è stato evidenziato per l'equity. Ad esempio, **Laurent Denize**, global co-cio di **Oddo Bhf**, sostiene: «Soprattutto negli Usa, i premi per il rischio non abbondano, mentre l'Europa appare meglio preparata

per una fase di ulteriori aumenti dei tassi d'interesse. Sia le obbligazioni investment grade, sia quelle high yield offrono, secondo noi, buone prospettive. Con un occhio a un profilo rischio/rendimento interessante, preferiamo il segmento euro high-yield, dove è ancora possibile ottenere rendimenti positivi, anche nel caso di scenari estremamente negativi».

#### UN CONCETTO CHIAVE

Nell'ultima frase di Denize è contenuto il concetto chiave: segmenti dell'obbligazionario, soprattutto europeo ed emergente, oggi possono fare bene anche in una situazione economica scadente (ovviamente non orripilante), a patto di riuscire a tenere un minimo sotto controllo l'inflazione. Basta dunque l'uscita dalla stagflazione, anche a costo di una normale recessione, per spezzare la correlazione fra duration e spread. E con un livello ancora decisamente considerevole di questi ultimi, un certo margine di sicurezza c'è. Addirittura un'economia moderatamente debole potrebbe favorire la compressione dei suddetti spread. Un ragionamento particolarmente interessante, sotto questo aspetto, arriva da **Robert Tipp**, chief investment strategist & head of global bonds di **Pgim Fixed Income**: «Il rallentamento dell'economia potrebbe dimostrarsi positivo per il credito. Il 2022 ha registrato una significativa caduta, sia nei prezzi dei bond, sia nelle azioni, proprio come con il taper tantrum del 2013 o la correzione del quarto trimestre del 2018. Una dinamica che, come verificato anche di recente, ha rivelato che la più grande minaccia alla propen-



**ROBERT TIPP**  
 chief investment strategist  
 & head of global bonds  
**Pgim Fixed Income**



*Anche stavolta, durante il recente mercato ribassista, gli spread si sono ridotti in modo simile ogni volta che il sell off dei tassi si è attenuato. Pertanto, non appena le banche centrali dei paesi sviluppati sposteranno l'attenzione dal contrasto all'inflazione al sostegno alla ripresa economica, i prodotti a spread dovrebbero registrare buone performance*



sione al rischio è semplicemente la paura di inasprimento della politica monetaria, di tassi di interesse più elevati e di ricaduta negativa nell'allargamento dello spread creditizio. Anche stavolta, durante il recente mercato ribassista, gli spread si sono ridotti in modo simile ogni volta che il sell off dei tassi si è attenuato. Pertanto, non appena le banche centrali dei paesi sviluppati sposteranno l'attenzione dal



**MONDHER BETTAIEB-LRIOT**  
head of corporate bonds  
**Vontobel**



*Il rischio di frammentazione è basso, soprattutto se si evitano le recessioni. Anche se dovessero verificarsi, ci sarebbero in ogni caso buone entrate fiscali e, di conseguenza, le traiettorie del debito sarebbero ancora sostenibili anche per l'Italia*



contrasto all'inflazione al sostegno alla ripresa economica, i prodotti a spread dovrebbero registrare buone performance».

#### «BUONE ENTRATE FISCALI»

Un altro parere indicativo viene espresso da **Mondher Bettaieb-Lriot**, head of corporate bonds di **Vontobel**, che porta all'attenzione un elemento non esattamente marginale, ossia che il credito europeo può contare su un substrato di stabilità a livello sovereign per le ragioni appena spiegate: «Il rischio di frammentazione è basso, soprattutto se si evitano le recessioni. Anche se dovessero verificarsi, ci sarebbero in ogni caso buone

#### YIELD-TO-WORST DEL BLOOMBERG GLOBAL AGGREGATE



Fonte: Bloomberg, dati settimanali dal 04/01/13 a 30/12/22. Yield-to-worst: per i titoli obbligazionari, il rendimento è il tasso di sconto che porta in equilibrio il valore attuale netto di tutti i cash flow futuri e il valore di mercato corrente. Il rendimento medio è dato dallo yield-to-worst medio ponderato in termini di esposizione equivalente, che di solito è pari al minore tra i rendimenti di ciascuna potenziale call o put e il rendimento a scadenza.

#### RENDIMENTI REALI POSITIVI IN EUROPA

**Titoli di stato statunitensi e tedeschi, rendimenti reali (%)**



Fonte: Refinitiv DataStream, Pictet Asset Management. Dati relativi al periodo dal 28/01/2013 al 25/01/2023

entrate fiscali e, di conseguenza, le traiettorie del debito sarebbero ancora sostenibili anche per l'Italia. Inoltre, la Bce dispone dello strumento adeguato, il Transmission Protection Instrument, per evitare una frammentazione». In pratica stiamo forse tornando a una normalità in cui le obbligazioni si comportano da strumenti meno rischiosi delle azioni e con un livello di correlazione con queste ultime più in linea con la media storica. Le conseguenze sull'asset allocation tattica non sono indifferenti. Per anni, gli istituzionali di mezzo mondo hanno aumentato l'esposizione a equity e alternativi, dato il livello grottesco raggiunto dai rendimenti del complesso obbligazionario in 15 anni di Qe. Alla fin fine questa scelta non si è dimostrata irrazionale. Il 2022, infatti, è stato caratterizzato da una forte dispersione sui mercati azionari, con alcuni segmenti allo sfacelo, ma altri indici nel complesso non così malmessi. Il reddito fisso, invece, oggi sicuramente è più conveniente e da preferire in un'ottica di riduzione della volatilità. **Benjamin Melman**, globalcio di **Edmond de**

**Rothschild Asset Management**, commenta: «I mercati obbligazionari continuano a essere interessanti. Dal nostro punto di vista, riteniamo che la visibilità in termini di inflazione e di scelte della Fed contribuirà a stabilizzare le quotazioni dei bond ai livelli attuali, anche in Europa dove i fondamentali economici appaiono meno chiari. Questo ottimismo ha innescato un rally del mercato obbligazionario a gennaio, con rendimenti più bassi e spread più ristretti, ma le possibilità di capital gain d'ora in avanti sembrano deboli. I mercati obbligazionari restano comunque interessanti: offrono rendimenti elevati su base storica e il rischio di un calo dei prezzi è limitato dall'attuale disinflazione e dall'avvicinarsi della conclusione della fase di stretta monetaria negli Stati Uniti. Di conseguenza, continuiamo a sovrappesare le obbligazioni».

Tutto ciò ovviamente con un forte caveat: che, appunto, lo shock stagflativo sia stato allontanato dall'orizzonte. Di fronte a Fed e Bce in versione truce, gli angoli in cui nascondersi dalla crisi globale tornerebbero a scarseggiare.

# Come l'intelligenza artificiale può essere il migliore amico del gestore

**a cura di Boris Secciani**

Da questo numero di Fondi&Sicav inizia una collaborazione con **Bip xTech**, centro di eccellenza di Bip specializzato in artificial intelligence, data journey, hyperautomation, cloud computing e technical platforms. Bip è un'azienda italiana che in un ventennio è diventata il maggiore gruppo di consulenza nazionale, con forti ambizioni di leadership globale. Bip supporta i propri clienti in tutto il mondo in ambito servizi finanziari, e non solo, di cui l'asset management e le attività di gestione patrimoniale costituiscono alcune delle aree di espansione più importanti. In questa intervista due manager Bip, **Andrea Taglioni** e **Andrea Casati**, insieme ad **Enrico Malverti**, ceo di **Ematrend**, introducono una serie di argomenti destinati a rimodellare l'assetto del risparmio gestito nei prossimi anni. Andrea Taglioni è uno dei partner di Bip, responsabile della global practice xTech dedicata a dati e intelligenza artificiale. Andrea Casati è

principal data scientist, responsabile del mercato financial services all'interno di quest'ultima. Ematrend, fondata e guidata da Enrico Malverti, è una start-up italiana dedicata allo sviluppo di strategie e piattaforme di trading. Dal 2022 Bip xTech ed Ematrend collaborano per portare innovazione nel mercato dell'asset management.

**Quale è la storia del gruppo Bip, il suo modello di business e la filosofia che informa l'approccio alla consulenza in ambito dati?**

**Andrea Taglioni:** «Bip è una realtà nata nel 2003, che da allora è cresciuta in maniera molto rapida, tanto da essere entrata fra le prime 40 del mondo e con l'obiettivo di fare parte del gruppo delle maggiori 20 entro il 2025. Per raggiungere questo target, possiamo contare sul supporto di investitori importanti quali Cvc Capital Partners, un gruppo di



## **ANDREA TAGLIONI**

**partner, responsabile della global practice xTech dedicata a dati e intelligenza artificiale**

**Bip**

private equity specializzato in investimenti in aziende ad alta crescita. Alla base del successo della società c'è, tra le altre cose, la scelta di posizionarsi a cavallo tra la consulenza strategica e la system integration. Il primo campo è caratterizzato dalla capacità di delineare piani per suggerire alle imprese in quale direzione devono orientarsi, a livello di grandi decisioni, e come farlo. Si tratta di un segmento che è dominato dai maggiori gruppi di consulenza del pianeta. Dall'altra parte, invece, vi sono i system integrator che implementano le soluzioni pensate dai grandi strategi. Noi siamo posizionati come trait d'union fra questi modelli, dai quali prendiamo le linee guida strategiche per disegnare e strutturare il processo di informatizzazione, digitalizzazione e innovazione di un'impresa, implementando e manutenendo soluzioni in produzione. Bip ha 4.500 dipendenti e opera in 13 paesi tra i quali, oltre ovviamente all'Italia, troviamo Brasile, Spagna, Portogallo, Regno Unito e Stati Uniti. Proprio quest'ultimo è un paese che ancora non vede operare sul mercato molte società di consulenza con un posizionamento come il nostro».

### **In quali ambiti specifici operate?**

**Andrea Taglioni:** «All'interno di Bip abbiamo creato alcune piramidi consulenziali specializzate nell'offrire servizi verticali a operatori di diversi settori, tra i quali i servizi finanziari. A esse si affiancano centri di eccellenza orizzontali su tematiche specifiche, come la cybersecurity o, appunto, la gestione dei dati. In questo settore, il nostro obiettivo, come xTech, è accompagnare il cliente nella costruzione di un ecosistema, tecnologico e



organizzativo, completo end-to-end del flusso informativo generato dalle proprie attività e di algoritmi di intelligenza artificiale in grado di generare valore dal dato stesso, un modello che chiamiamo data journey».

### **Come si configura nel concreto questo approccio?**

**Andrea Taglioni:** «xTech è la divisione che si occupa dei servizi di gestione dei dati e tecnologie innovative all'interno di Bip. xTech è sul mercato ormai da 10 anni, conta più di 500 persone in staff a oggi e più di 700 progetti svolti per clienti solo negli ultimi tre anni. Inoltre, da molti anni xTech rappresenta il più vasto team di data scientist in Italia. Dati e Ai costituiscono, dunque, uno dei core business dell'azienda. La nostra filosofia è incentrata sul cosiddetto data journey: ci occupiamo end-to-end di tutti gli aspetti del dato. Il punto di partenza è aiutare i clienti ad avere una maggiore coscienza dell'importanza delle informazioni e dell'enorme valore che se ne può estrarre. Da lì, poi, passiamo a strutturare la strategia adatta per meglio sfruttare la quantità di informazioni che vengono generate dal business dell'impresa. Queste ultime vengono poi elaborate sotto forma di applicativi di business intelligence, cui affianchiamo l'uso di modelli di machine learning e intelligenza artificiale allo scopo di generare servizi a maggiore valore aggiunto in ambito, ad esempio, previsionale. Inoltre, spesso i clienti si rivolgono a noi anche per ricevere aiuto per migliorare la qualità dei loro dati. Il nostro approccio è spesso basato sul cloud,

sul quale lavoriamo già dal 2013. Abbiamo, infatti, partnership con i tre maggiori fornitori globali in questo ambito, dei quali ci avvaliamo per potere offrire le soluzioni migliori e di frontiera per le esigenze della clientela. Infine, il data journey che offriamo al cliente include anche l'ambito della sensoristica e dell'IoT ("internet delle cose"), che rappresenta una fonte di raccolta di un'enorme quantità di informazioni. Un tema che si integra con un'altra area in cui offriamo il nostro know-how: l'attuazione di soluzioni per il networking, in particolare il 5G. La consulenza che offriamo include supporto in ottica staff augmentation per sviluppare competenze e processi necessari all'interno di un'azienda, ma soprattutto l'erogazione di progettualità specifiche chiavi in mano a partire spesso da soluzioni proprietarie di Ai sviluppate ed evolute negli anni che ci permettono di portare innovazione sui nostri clienti in tempi estremamente ridotti. Quando ci è permesso, sviluppiamo l'intero journey dell'azienda verso l'uso avanzato del dato, partendo dalle data strategy, passando attraverso la modellazione organizzativa e di processo, transitando dal disegno e l'implementazione delle data foundation, oggi sempre più in cloud, fino allo sviluppo di intere roadmap di casi d'uso di Ai in logica sempre più ingegnerizzata.

### **Nello specifico dei servizi finanziari, qual è la vostra presenza e su quali servizi vi state orientando?**

**Andrea Casati:** «Il campo della finanza è per noi molto importante, tanto che rappre-



**ANDREA CASATI**  
**principal data scientist responsible**  
**del mercato financial services**  
**Bip**

senta una delle piramidi consulenziali di cui parlavamo e che oggi compone circa il 20% del fatturato del gruppo. Inoltre nel 2021 Bip ha acquisito due realtà di consulenza internazionale, Riskcare (Londra e New York) e Monticello (New York), specializzate in consulenza per asset management e capital market, con l'obiettivo di crescere esponenzialmente la propria presenza su questa industry e portare in Italia esperienze e metodologie sviluppate nei due principali hub finanziari mondiali. Per quanto riguarda xTech, all'inizio del percorso il focus era su consulenza tecnologica soprattutto per clienti in ambito Telco & Media. La crescita è stata vertiginosa e a oggi xTech lavora per società in tutte le industry, tra le quali financial services, con un grande focus sul mondo dati e delle tecnologie innovative a essi collegate. Tra i nostri clienti abbiamo alcune delle maggiori banche italiane, società di asset management e reti di consulenza finanziaria. Per comprendere ciò che esse cercano quando si rivolgono a noi, dobbiamo partire da una premessa. Il nostro obiettivo, infatti, è offrire servizi che risolvano problemi concreti e reali, cosa che non sempre viene proposta da chi offre soluzioni Ai: diversi operatori si trovano a spendere cifre importanti in infrastrutture dati e modelli analitici e previsionali senza poi essere in grado di misurare l'efficacia dell'investimento. Per questa ragione, nella nostra interazione con la clientela, ci serviamo di team misti composti da consulenti di industry ed esperti di dati, che hanno lo scopo di individuare i punti dove ciò che offriamo può creare valore. In particolar modo, questo problema rappresenta un elemento cruciale in ambiti come l'asset e il wealth management, dove si

ha a che fare con un sovraccarico di informazioni di difficile lettura».

**In questi ultimi due settori, quale valore aggiunto può fornire l'intelligenza artificiale?**

**Andrea Casati:** «Pensiamo, ad esempio, al fatto che molti consulenti finanziari devono gestire una grande quantità di segnalazioni da parte del proprio backoffice che riguardano problematiche di anti-riciclaggio sui loro clienti. Ovviamente, una grande percentuale di esse non ha ragione di esistere, pertanto un modello di intelligenza artificiale, in grado di assegnare a ciascuna pratica le probabilità che si tratti di una segnalazione priva di fondamento o meno, risulta decisamente utile. Infatti, in questo ambito, permette di ordinare la lista di segnalazioni per priorità, migliorando l'efficienza dell'intero processo e restituendo ai consulenti finanziari tempo prezioso per fare meglio il proprio lavoro di valore: la gestione dei clienti e dei loro investimenti. Ci sono diverse applicazioni di Ai con grande potenziale, sia su back, sia su middle e front office. Ad esempio, approcci data-driven e basati su statistica avanzata sono da diverso tempo alla base della gestione del rischio di tutte le più grandi società. Machine learning e dati alternativi possono aiutare a migliorare la gestione del rischio anche su ambiti complessi come eventi rari e inattesi, monitoraggio near-real-time di quanto succede nel mondo e generazione di dati sintetici per il calcolo di metriche come Var ed expected shortfall su scenari verosimili, ma mai verificatisi. In-

telligenza artificiale e dati alternativi sono anche utilissimi in ambito front office per la creazione di nuove linee di investimento, selezioni di asset sui quali si attende over/under performance, ottimizzazione delle allocazioni di portafoglio. In generale, l'Ai è in grado di fornire, sia insight per generare nuovo valore, sia supporto nell'automazione intelligente di vari processi della value chain, aspetto non trascurabile in un contesto altamente regolamentato, crescente competizione e margini sempre più bassi. Si stima che nei prossimi anni l'Ai porterà a una riduzione superiore al 10% dei costi complessivi in ambito asset management e che a beneficiarne maggiormente saranno proprio le funzioni di trading e risk management.

**Come pensate che il forte uso del machine learning possa aiutare le attività di front office di una moderna società di asset management?**

**Andrea Casati:** «L'eccesso di informazioni cui accennavo non si limita solamente all'alto del backoffice. Pensiamo, infatti, all'enorme mole di notizie economiche e finanziarie che vengono quotidianamente prodotte. Un modello di Ai potrebbe monitorare le principali testate presenti sulla rete, oppure l'intera ricerca prodotta dagli analisti su una particolare azienda o su un settore, generando poi automaticamente un report succinto in cui vengono riassunti i punti più importanti per il team di gestione. L'esempio appena portato è sintomatico del nostro approccio. Noi non vogliamo che il machine learning si sostituisca





**ENRICO MALVERTI**  
ceo  
**Ematrend**

all'uomo nel suo lavoro: il nostro obiettivo è fare in modo che questa capacità analitica si accompagni all'azione umana in una logica di augmentation. Una tecnologia come quella descritta aiuta ad analizzare più velocemente il flusso di notizie provenienti dai mercati e lascia, quindi, più tempo per concentrarsi sulle attività a maggiore valore aggiunto di costruzione e gestione del portafoglio. Un'altra nicchia dove l'Ai può fornire un supporto decisivo per orientarsi in un mare magnum di informazioni e dati spesso contraddittori, incompleti e di difficile lettura è l'ambito di criteri e score Esg».

**Potete illustrare altri progetti che avete costruito nell'ambito dell'asset management, in particolar modo la vostra partnership con Ematrend?**

**Enrico Malverti:** «La nostra collaborazione con Bip è diventata operativa nel 2022. Ematrend vanta una lunga esperienza nell'elaborazione di algoritmi per ottenere segnali di acquisto e di vendita sui mercati e per portafogli modello. Sviluppiamo, inoltre, piattaforme di raccolta ordini generati da algoritmi sviluppati con tutti i principali linguaggi di programmazione. Mettiamo insieme diverse competenze che vanno dal mio lavoro di analista quantitativo a quelle di Marco Matteucci, che è stato con me co-fondatore del gruppo, nell'ambito di sviluppo di Api automazione e altri prodotti software. Attraverso Siat (Società italiana di analisi tecnica), di cui sono vicepresidente, è nato il rapporto con Bip che si sta sviluppando lungo diversi assi, grazie al nostro focus sull'uso dell'intelligenza artificiale. Uno degli obiettivi del nostro approccio è portare a clienti istituzionali idee di

investimento e ricerche innovative sfruttando l'intelligenza artificiale, oltre alla creazione di algoritmi e tools per aumentare l'efficienza dei propri portafogli».

**Può fare un esempio in questo ambito?**

**Enrico Malverti:** «Per primi abbiamo creato un prodotto, che abbiamo chiamato Hft Flow Scanner, che individua all'interno del flusso dei volumi sul mercato azionario quelli generati da istituzionali specializzati nel trading ad alta frequenza. Questo indicatore offre uno spaccato del mercato spesso molto diverso da quello fornito dai classici indicatori dell'analisi tecnica. Ci è capitato spesso di osservare, ad esempio, che, nonostante situazioni di ipercomprato che farebbero pensare a un imminente ritracciamento, la presenza di persistenti acquirenti di Hft segnalati dalla piattaforma fa intuire correttamente la prosecuzione del trend».

**A quale tipo di clientela si rivolge questo servizio? E qual è il grado di ricettività del mercato italiano?**

**Enrico Malverti:** «Rivolgiamo la nostra offerta a un pubblico variegato nel mondo del capital market. Si va dalla tesoreria bancaria alle Sgr, dal mondo delle reti fino agli hedge fund esteri. Riteniamo, infatti, di disporre di tecnologie scalabili utilizzabili per un ampio spettro di clienti. Crediamo che il mondo della finanza italiana possa riservare molte opportunità nei prossimi anni, perché, dopo essere rimasto legato ad approcci tradizionali, si sta orientando sempre più verso l'intelligenza artificiale e l'innovazione in generale. Diverse cose stanno cambiando nella direzione giusta. Ovviamente, sul fronte hedge fund la regolamentazione flessibile e l'approccio innovativo di questa categoria di prodotti portano a un buon grado di libertà a livello di regolamenti per potere adottare soluzioni analitiche e tecnologiche in outsourcing».

**Viste le notevoli cifre investite in tecnologia e talenti da parte dei principali gruppi che operano nell'asset management, può stupire il fatto che ricorrono a soluzioni di terze parti. Come si spiega il fenomeno?**

**Enrico Malverti:** «Essenzialmente i motivi per gli operatori di questa industria per rivolgersi a un gruppo come il nostro sono due.

Da una parte non è sempre pratico costruire un'intera struttura in-house, perché c'è una notevole scarsità di talenti in questo settore. In particolar modo, costruire un indicatore come il nostro Hft Flow Scanner richiede una conoscenza molto approfondita e specifica delle micro-strutture di mercato. La stessa considerazione vale anche per la gestione e l'analisi scalabile dei dati alternativi e l'utilizzo di algoritmi di intelligenza artificiale per generare insight di valore, near-real-time, e robusti nel tempo, accennati da Andrea Casati. Dall'altro, in termini di costo è molto meno oneroso lavorare in outsourcing. Il nostro scopo non è sostituire la figura del gestore, dell'advisor o del trader, ma di affiancarlo dandogli ulteriori strumenti per continuare a fare bene e semplificandogli la vita. In questo modello noi forniamo il servizio, lasciando al gestore la decisione finale di investimento».

**Prossimamente parleremo dell'approccio di xTech nell'uso dei dataset alternativi: ad esempio, il flusso degli acquisti ad alta frequenza da parte degli istituzionali può rientrare in tale definizione?**

**Andrea Casati:** «Sì; infatti, spesso viene compiuto l'errore di fare rientrare sotto il termine alternativi solo quei dati che esulano dall'ambito delle transazioni registrate sui mercati di prezzi e volumi o dalla tradizionale reportistica macroeconomica. In realtà anche dai dati finanziari strutturati è possibile ricavare e costruire informazioni alternative nascoste in una lettura più superficiale. Per dati alternativi, intendiamo dati differenti da quelli tradizionalmente largamente utilizzati nell'asset management. Ulteriori esempi di dati alternativi sono notizie giornalistiche, post su social media, dati meteo, immagini satellitari, ma anche l'utilizzo di dati aggregati e anonimizzati di pagamenti con carte di credito o transazioni bancarie (si pensi al nascente circuito dell'OpenFinance). Ad esempio, proprio su questi ultimi stiamo svolgendo un Ai-Hackaton Bip a livello globale in collaborazione con Klavi, un provider brasiliano di servizi open finance, per testare il potere previsivo dei dati aggregati di pagamento rispetto all'andamento di Etf di settore. Discuteremo in dettaglio di tanti altri casi di utilizzo di intelligenza artificiale e alternative data nel mondo dell'asset management all'interno dei prossimi articoli su Fondi&Sicav in collaborazione con xTech».

# Banking-as-a-Service, l'avvenire è qui

di **Claudio Garitta, ricercatore dell'Osservatorio fintech e insurtech del Politecnico di Milano**

Il Banking-as-a-Service (BaaS) ha ultimamente attirato forte interesse nel panorama finanziario mondiale, sia per l'intrinseca innovatività, sia per la poca chiarezza sottostante. Ma che cosa si intende esattamente con il termine Banking-as-a-Service? Sebbene non esista una definizione ancora universalmente riconosciuta, il modello prevede che un intermediario finanziario autorizzato offra l'uso dei propri servizi, della propria licenza e dei propri "libri" a un secondo operatore che non dispone dell'autorizzazione. È poi questo secondo operatore a occuparsi delle interazioni con il cliente finale e dell'esperienza d'uso.

Banking-as-a-Service non è un concetto recentissimo: la prima sperimentazione è nata negli Stati Uniti circa 10 anni fa. In Europa, invece, è stata la Germania ad avere giocato un ruolo importante nella crescita di questo modello. Una grande spinta è arrivata anche dall'open banking, che ha contribuito ad accrescere l'importanza del ruolo di attori non tradizionali nel settore finanziario. Prima

della Psd2, in Europa non era possibile per una terza parte scambiare dati con le banche. L'open banking ha di fatto reso l'industria finanziaria più accessibile a entità terze e favorito lo sviluppo del Banking-as-a-Service.

## **CRESCE L'EMBEDDED**

Quando poi il prodotto dell'intermediario finanziario è direttamente integrato nel customer journey e distribuito nei canali di aziende che non appartengono alla sfera dei servizi finanziari, si parla più specificatamente di Embedded finance o di Embedded insurance, nel caso di servizi assicurativi. La logica embedded è sempre più apprezzata anche dai clienti finali. È capitato, infatti, a molti di essere tentati dalla richiesta di un prestito nel momento di acquistare un prodotto online, oppure di sottoscrivere un'assicurazione di viaggio quando si prenota una vacanza. I dati del nostro Osservatorio evidenziano che in Italia il 45% dei consumatori prenderebbe in seria considerazione la possibilità di stipulare un'assicurazione di viaggio al



## CLAUDIO GARITTA

ricercatore

Osservatorio fintech & insurtech

Politecnico di Milano

momento dell'acquisto di una vacanza e ben il 65% controllerebbe almeno un'offerta di embedded insurance. Pochissimi, almeno per ora, invece verificherebbero offerte embedded da parte di operatori non finanziari per gestire i propri risparmi (solo il 22% ne esaminerebbe almeno una), anche se l'idea del "prestito incorporato" è più comune (il 53% prenderebbe in considerazione almeno una volta un prestito in questa forma).

Non solo i consumatori sono al centro di queste offerte. Tra gli sviluppi B2B, le aziende potrebbero integrare servizi di pagamento o di gestione finanziaria, senza dovere necessariamente uscire dall'applicazione o piattaforma della quale fanno uso. Ad esempio, la forte partnership tra Shopify e Stripe va decisamente in questa direzione.

## LE CHALLENGER BANK

L'Embedded finance non è però da confondere con il BaaS. La prima non è, infatti, l'unica applicazione del Banking-as-a-Service: un altro ambito riguarda, ad esempio, le challenger bank. Queste ultime hanno l'obiettivo di andare incontro alle esigenze bancarie di un target digital-oriented, che spesso richiede solamente poche funzionalità standard, come un conto di pagamento o un conto corrente, gestibili soprattutto (in alcuni casi in modo esclusivo) via mobile. Sono però anche operatori che non sempre hanno licenza propria: delle 120 challenger bank operative in Europa, 56 sono pienamente abilitate dal BaaS e, di



conseguenza, i servizi offerti da queste realtà sono erogati tramite l'autorizzazione di un istituto finanziario partner. Nonostante esistano tutti i presupposti per abilitare nuove proposte innovative funzionanti, permangono criticità da analizzare attentamente. Tramite questi modelli, infatti, gli attori non finanziari possono velocemente e senza legacy abilitare le proprie basi clienti a prodotti o servizi finanziari, non sempre nel perimetro delle attività regolamentate. Questo fatto rappresenta e potrebbe costituire sempre più un vero e proprio problema da risolvere per le autorità, in quanto la concessione di una licenza a una banca potrebbe dare il via a numerosi operatori che offrono servizi finanziari. Allo stesso tempo, i clienti, che difficilmente hanno familiarità con i controlli sulle licenze, potrebbero facilmente non rendersi conto che la propria "banca" di fatto non ha nulla di bancario.

## UN VERO ASSET BANCARIO

Infine, ma non meno importante, il BaaS trasforma la licenza bancaria in un vero

e proprio asset bancario, che può essere sfruttato in nuove strategie, sia per aumentare i ricavi, sia per ridurre i costi. È importante sottolineare che, affinché queste strategie funzionino per le banche storiche, esse dovrebbero essere sempre sostenute da una mentalità aperta alla collaborazione esterna e da infrastrutture tecnologiche all'avanguardia, che consentano un'integrazione efficace ed efficiente con le terze parti. È probabilmente solo un nuovo inizio. Il BaaS e i modelli embedded sono sicuramente una grande opportunità per gli intermediari finanziari e per gli operatori dei più diversi settori, che andranno, sia a ridurre i costi operativi, sia a generare fonti alternative di ricavi, ma faranno anche fronte a una serie di nuove sfide, regolamentari e di gestione del rischio in primis. Le startup che agiscono secondo modelli as-a-Service e abilitano logiche embedded stanno raccogliendo svariate decine di milioni di euro per crescere, e l'Osservatorio fintech & insurtech non mancherà di studiarne l'evoluzione.

## DECARBONIZZAZIONE DEI PORTAFOGLI

**ERIKA KAROLINA WRANEGARD**

PORTFOLIO MANAGER DEL TEAM FIXED INCOME  
LOMBARD ODIER INVESTMENT MANAGERS

Circa due anni, fa **Lombard Odier Investment Managers** ha lanciato quattro strategie Target Net Zero per decarbonizzare i portafogli e contribuire all'accelerazione della transizione verso un'economia più sostenibile. Fondi&Sicav ha incontrato **Erika Karolina Wrangard**, portfolio manager del Team fixed income, alla guida della gestione delle strategie TargetNetZero.

# Bond per azzerare le emissioni entro il 2050

a cura di Pinuccia Parini



**Potrebbe descrivere la strategia TargetNetZero di Lombard Odier?**

«Si tratta di una strategia long only, il cui obiettivo è investire in emittenti che possono contribuire alla riduzione delle emissioni di CO2 a livello globale e al futuro azzeramento delle emissioni nette entro il 2050. La strategia prende in considerazione, sia quelle società che sono già impegnate al raggiungimento della neutralità carbonica, sia quelle che potrebbero allinearsi a questo obiettivo in seguito a disposizioni normative e sollecitazioni da parte degli investitori e del mercato. TargetNetZero utilizza le traiettorie di decarbonizzazione prospettiche, favorendo gli emittenti che sono allineati ai target sanciti nell'Accordo di Parigi. Inoltre, essa limita al minimo l'esposizione a società che non hanno piani di decarbonizzazione credibili e il cui livello di emissioni è elevato. Nello specifico, TargetNetZero è una soluzione d'investimento, presentata sul mercato nel 2021, focalizzata sulle strategie del credito investment grade, long only, con la possibilità di cogliere opportunità anche negli high yield in diversi settori del mercato europeo».

**C'è una metodologia proprietaria alla base di TargetNetZero?**

«Sì, si tratta di Lombard Odier Implied temperature rise (Lo ltr), che consente di prevedere il grado di allineamento delle società rispetto ai target di decarbonizzazione. Nello specifico, gli emittenti vengono distinti in due blocchi: gli "ice cube" (cubetti di ghiaccio, leader nella transizione climatica) e i "burning log" (tizzoni ardenti, fanalini di coda nella transizione climatica). Nel primo, rientrano le aziende che si sono dotate di piani credibili per raggiungere la neutralità carbonica, come le industrie dell'acciaio, del cemento e dei prodotti chimici. Appartengono, invece, al secondo blocco le società che producono



**ERIKA KAROLINA WRANGARD**  
**portfolio manager**  
**Team fixed income**  
**Lombard Odier**  
**Investment Managers**

emissioni elevate e non sono provviste di un programma per ridurle».

### **Quanto pesa la decisione della Bce di decarbonizzare le obbligazioni societarie detenute in portafoglio?**

«È una decisione che, oltre a essere coerente con gli impegni presi dall'Ue nel sottoscrivere l'Accordo di Parigi, avvantaggerà le società con chiari obiettivi di net zero. Il passaggio a un approccio neutrale in termini di emissioni di carbonio significa che la Bce sovrappeserà gli emittenti protagonisti nel raggiungimento degli obiettivi climatici in tutti i settori. Per questa ragione, riteniamo che si assisterà a una maggiore differenziazione degli spread tra i leader e i ritardatari della transizione energetica. La Banca centrale, non va dimenticato, è uno dei maggiori operatori nel mercato delle obbligazioni societarie denominate in euro e, attualmente, detiene 344 miliardi di euro di questi bond nell'ambito del suo Corporate sector purchase programme (Cspp)».

### **Come si articola l'approccio della Bce annunciato lo scorso settembre?**

«L'Istituto di Francoforte assegna un punteggio climatico agli emittenti, basandosi su tre fattori. Il primo riguarda la valutazione delle emissioni retrospettive, ovvero quelle passate rapportate alle loro pari all'interno di uno specifico settore. Il secondo si riferisce agli obiettivi prospettici, fissati cioè dalle singole società per ridurre le emissioni di gas serra nel futuro. Il terzo considera l'informativa sul clima,

in altre parole la qualità della rendicontazione delle emissioni. Il punteggio assegnato a ciascun emittente condizionerà gli acquisti di corporate bond, dove saranno avvantaggiate le aziende che hanno fatto registrare i migliori risultati. È previsto che questo criterio venga utilizzato anche per regolare le offerte sul mercato primario, in modo da favorire gli emittenti con una migliore performance climatica, e per impostare limiti di scadenza alle obbligazioni di emittenti con un punteggio inferiore. La Bce punta a fare sì che le aziende affinino la loro climate disclosure e aumentino i loro sforzi per raggiungere la neutralità carbonica, riducendo così, all'interno del sistema finanziario, i rischi legati al cambiamento climatico. Non è inoltre escluso che la Banca Centrale Europea possa prendere in considerazione una vera e propria riorganizzazione del portafoglio corporate, enfatizzando ulteriormente la presenza di emittenti impegnati nella decarbonizzazione. Ciò è quanto emerso dall'intervento di Isabel Schnable, membro del comitato esecutivo della Bce, lo scorso gennaio, durante il quale ha anche reiterato che la politica restrittiva dell'Istituto non andrà a inficiare l'allineamento agli Accordi di Parigi».

### **Si è trattato di una svolta importante per la vostra strategia TargetNetZero?**

«La strategia NetZeroTarget è stata creata prima che la Bce decidesse di applicare il criterio climatico nell'acquisto di obbligazioni societarie all'interno del Cspp. Ciò che abbiamo potuto rilevare è che la nostra metodologia proprietaria è allineata ai criteri adottati dall'Istituto centrale, pur mantenendo le proprie caratterizzazioni. Abbiamo identificato alcuni target specifici, basati su diversi fattori, che utilizziamo per valutare gli obiettivi di decarbonizzazione di un emittente, come, ad esempio, il livello di compenso dei manager in base al raggiungimento di obiettivi net-zero. Pensiamo, quindi, di essere ben posizionati per capitalizzare dalla svolta climatica della Bce».

### **Il processo di decarbonizzazione come impatta le valutazioni di un emittente?**

«Come investitori nel mercato del credito, prendiamo in considerazione sia gli aspetti fondamentali, sia quelli finanziari

del modello di business di un emittente, valutandone il valore relativo rispetto ai peer di mercato ed esaminando le tecnicità della specifica obbligazione societaria. Grazie all'utilizzo della metodologia proprietaria Lo Itr è possibile valutare la strategia per la transizione climatica delle aziende e quanto sono rilevanti i rischi di transizione. Si fa così un'ulteriore valutazione prospettica per comprendere se un determinato modello di business sia o meno sostenibile e allineato all'obiettivo net zero. Operiamo in questo senso in tutti i settori, perché siamo convinti che, in tema di decarbonizzazione, si assisterà a una dispersione tra gli investimenti in strumenti azionari e a reddito fisso, in base agli impegni assunti dalle società in tema di decarbonizzazione».

### **Qual è la sua valutazione in merito alla climate disclosure delle singole aziende?**

«Un'informazione più ricca, dettagliata e trasparente da parte delle aziende sarà certamente un importante aiuto per una comprensione più completa dell'evoluzione della situazione e dei progressi fatti verso net zero. Detto ciò, anche quando non ci sono informazioni dirette da parte dei singoli emittenti, abbiamo a disposizione un'ampia gamma di risorse alle quali attingere e un team di ricerca dedicato ad analizzarle. Prendiamo in considerazione una corposa serie di dati sulla sostenibilità e il clima con cui alimentiamo il nostro modello proprietario. Va comunque rilevato che, nei passati due anni, c'è stato un generalizzato aumento della consapevolezza dei rischi legati alla sostenibilità e della capacità di valutarli».

### **Come considera i livelli ai quali sta trattando il mercato corporate Ig?**

«Dal momento che i tassi di interesse si sono attestati su livelli mai raggiunti nell'ultimo decennio, l'asset class del reddito fisso sembra nuovamente interessante. Questo fattore e gli ampi spread creditizi hanno provocato afflussi nell'asset class e gli spread creditizi hanno assistito a una compressione dalla fine del 2022. Riteniamo che i rendimenti attuali sul mercato Ig, nonostante il rally, continuino a essere attratti dal punto di vista rischio/rendimento».

# Ritorno in Cina

a cura di **Emanuela Zini**

Dopo la riapertura della Cina, al termine di due anni molto difficili per le borse di Shanghai e di Shenzhen, tra gli operatori si è diffuso un grande ottimismo e c'è chi pensa che, nonostante la persistenza di diversi problemi, ci si trovi di fronte a un'opportunità di notevole valore, sia per il paese del Dragone, sia per le altre economie del Sud-Est asiatico. A parlarne è **Mauro Ratto**, co-fondatore e socio di **Plenisfer Investments Sgr**.

**Vi è molto ottimismo sulla normalizzazione della Cina e il continuo percorso di crescita del Sud-Est asiatico. Pensa che sia giustificato o sono già stati incorporati negli asset locali aspettative troppo ottimistiche?**

«Diversi indicatori, tra i quali le recenti statistiche sui voli interni, confermano la ripresa dell'attività economica in Cina e rimaniamo quindi positivi sulla riapertura del paese e sulla progressiva normalizzazione dell'economia. Alla luce delle attese di ripartenza economica, le valutazioni degli asset cinesi restano quindi oggi interessanti. Rimane comunque indispensabile un attento stock picking, non solo per cogliere le opportunità a maggiore potenziale, ma anche alla luce di alcuni fattori da monitorare con attenzione».

**Quindi possiamo parlare di una Cina che riparte a tutta forza? Possiamo dire che tutti i problemi dei recenti anni passati sono superati?**

«In primo luogo, dobbiamo attenderci tassi di crescita più moderati rispetto al recente passato. Da un lato, inciderà sul ritmo di crescita dell'economia il calo demografico in atto, dall'altro creerà problemi la centralizzazione del potere politico e la conseguente linea dirigista sull'economia, che introduce seri punti di domanda sul futuro del modello cinese. Senza dimenticare l'evoluzione delle relazioni internazionali con gli Stati Uniti, non risolvibili nel breve periodo, che sono un altro fattore chiave da monitorare. Basti pensare alla richiesta Usa di bloccare le esportazioni di semiconduttori sofisticati nella Repubblica Popolare: è una vera e propria dichiarazione di guerra economica. Rimangono, perciò, a mio avviso, a rischio i cosiddetti titoli offshore e di Hong Kong, mentre gli asset più direttamente legati ai temi interni alla Cina continueranno a beneficiare della ripresa economica».

**Al di là dei problemi, comunque, il giudizio resta positivo?**

«Alla luce dei fattori descritti, la Cina



**MAURO RATTO**  
**co-fondatore e co-cio**  
**Plenisfer Investments Sgr**

rappresenta per noi un'opportunità di breve e medio periodo e lo stesso vale anche per il Sud-Est asiatico. In generale, tutta l'Asia mantiene buone prospettive di crescita, perché l'area continuerà a beneficiare indirettamente della ripartenza cinese, ma sarà anche soggetta agli stessi fattori di rischio. Guardando oltre i possibili effetti del ciclo cinese, a mio avviso ci sono due paesi che hanno comunque un forte potenziale di crescita, ossia il Vietnam, dove sono state rilocalizzate molte attività dal Giappone, e l'Indonesia».

**Credete che vi sia spazio per un ulteriore rimbalzo per il comparto tech cinese e per i titoli industriali/tecnologici del Far East (Corea e Taiwan)?**

«Il comparto tech cinese rimane ancora oggi sottovalutato. La fase più acuta di regolamentazione è ormai alle spalle e si è attenuato il rischio di delisting di società cinesi negli Stati Uniti. D'altra parte, alcune società, come Jd o Alibaba, hanno richiesto e ottenuto di quotarsi anche a Hong Kong, decisione che sosterrà ulteriori flussi di investimento domestici, mentre altre aziende, come Pinduoduo, hanno sospeso questa richiesta, segnale che conferma la normalizzazione in corso in Cina. Quanto ai titoli industriali e tecnologici, va ricordato che l'Inflation reduction act statunitense incentiva la rilocalizzazione di produzioni strategiche negli Stati Uniti, tra le quali anche i semiconduttori. La loro domanda mondiale rimane uno dei temi più caldi tra



gli investitori: se da un lato il blocco alle esportazioni dei semiconduttori in Cina condizionerà anche le esportazioni di Corea e Taiwan, dall'altro gli investimenti nel settore dovranno essere ben calibrati per evitare di passare nel giro di pochi anni da una situazione di carenza a una di eccesso di produzione».

**Recentemente è tornato un elevato livello di volatilità sul Forex asiatico: a vostro giudizio, c'è ancora da temere la forza del dollaro e l'azione della Federal Reserve?**

«L'azione della Fed e il suo focus sull'inflazione supportano il dollaro, che potrebbe tornare a rafforzarsi visibilmente in una situazione di risk off legata a qualche "incidente" o a una recessione globale».

**Vedete ancora occasioni sul mercato indiano, date le valutazioni a premio?**

«L'India è un mercato dominato da investitori locali e questa caratteristica ha portato all'eccessiva sopravalutazione degli asset locali. Restiamo convinti che attualmente, a queste condizioni, non vi siano particolari opportunità nel paese».

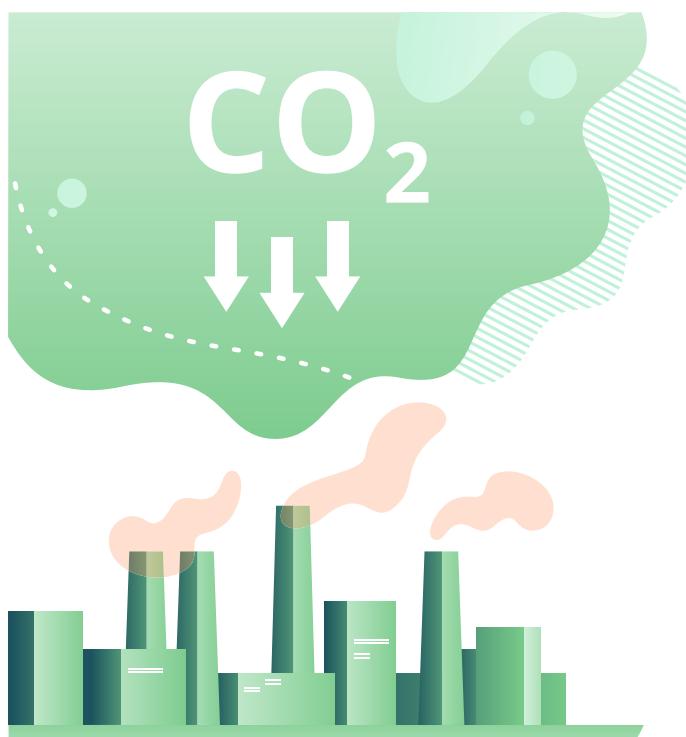
**Siete interessati al tema dell'integrazione e del commercio regionale in Asia? Come si può sfruttare a livello di asset investibili?**

«Gli sviluppi geopolitici ai quali stiamo assistendo confermano una crescente integrazione tra i paesi emergenti proprio mentre assistiamo allo sgretolamento dei processi di globalizzazione. Questa evoluzione comporterà un cambiamento nel ruolo degli emerging all'interno della catena del valore globale, con particolare riferimento alle materie prime: se in passato i paesi emergenti erano solo esportatori, in futuro cercheranno di affermarsi sempre più quale area di riferimento nelle ulteriori fasi di produzione e raffinazione. Sarà quindi da monitorare con attenzione questa evoluzione, che in primo luogo nasce in risposta al reshoring statunitense. In Plenisfer guardiamo peraltro con attenzione al fenomeno, non solo Usa: ci aspettiamo che, per contenere i maggiori costi di produzione connessi a questa rilocalizzazione, si acceleri la digitalizzazione e l'automazione dei processi industriali. Tra i player che abilitano questa trasformazione si possono quindi trovare interessanti opportunità».

## IL MERCATO DELLA CATTURA DELL'ANIDRIDE CARBONICA

# Un futuro nel breve termine

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



- Si prevede che la dimensione del mercato della cattura e del sequestro del carbonio crescerà da 2,01 miliardi di dollari del 2021 a 7,00 miliardi entro il 2028 e che aumenti a un Cagr del 19,5% dal 2021 al 2028.

- Le strutture Ccus attualmente catturano quasi 45 Mt di CO2 a livello globale.

- Il continente nordamericano domina il mercato mondiale. La crescente richiesta di tecnologie pulite è destinata a trainare il settore Ccs in paesi come gli Stati Uniti e il Canada.

- I fattori chiave che stimolano la crescita del mercato di cattura e stoccaggio del carbonio includono l'aumento dell'applicazione delle tecnologie di recupero avanzato del petrolio (Eor) e l'incremento delle emissioni di anidride carbonica a livello globale.

- I principali attori del mercato della cattura e stoccaggio della CO2 includono, tra gli altri, la Occidental Petroleum Corporation, l'Exxon Mobil Corporation, la Dakota Gasification Company, la Nrg Energy Inc. e l'Air Liquide.

La tecnologia di cattura, utilizzo e stoccaggio del carbonio (Ccus) si riferisce all'insieme di tecniche utilizzate per catturare la CO2 da grandi fonti di emissione, come, ad esempio, la produzione di energia e l'industria, per utilizzarla in diverse applicazioni o immagazzinarla in formazioni geologiche profonde. Nonostante ci siano circa 35 impianti commerciali in tutto il mondo che utilizzano Ccus, l'implementazione è ancora inferiore rispetto alle aspettative. Tuttavia, negli ultimi anni, sono stati sviluppati circa 300 progetti di Ccus e i promotori hanno l'ambizione di fare funzionare oltre 200 nuovi impianti entro il 2030.

In questo contesto, la pianificazione strategica dei siti e dei percorsi delle pipeline per la CO2 è essenziale per lo sviluppo dell'industria Ccus. La co-localizzazione dell'infrastruttura di cattura con la realizzazione di prodotti può creare benefici decisivi, evi-

tando ulteriori infrastrutture di trasporto di CO<sub>2</sub>. Per ottenere un impatto significativo sulla mitigazione degli effetti del cambiamento climatico, è necessaria un'intensa attività di ricerca e sviluppo finalizzata al miglioramento delle tecnologie necessarie a catturare la CO<sub>2</sub>, conservarla in modo sicuro e utilizzarla in prodotti. Attualmente vengono impiegati circa 230 milioni di tonnellate di CO<sub>2</sub> all'anno, principalmente nei processi diretti dell'industria dei fertilizzanti per la produzione di urea (~130 milioni di tonnellate) e per il recupero avanzato di petrolio (~80 milioni di tonnellate). Tuttavia, si stanno sviluppando nuove vie di utilizzo nella produzione di carburanti sintetici, prodotti chimici e aggregati edili a base di CO<sub>2</sub>.

### I FATTORI CHIAVE

L'utilizzo della CO<sub>2</sub> non comporta necessariamente una riduzione delle emissioni. I benefici climatici associati all'impiego della CO<sub>2</sub> dipendono dalla fonte di CO<sub>2</sub> (naturale, fossile, biogenica o catturata dall'aria), dal prodotto o servizio a base di CO<sub>2</sub> che viene sostituito, dall'intensità di carbonio dell'energia utilizzata per il processo di conversione, da quanto a lungo la CO<sub>2</sub> viene trattenuta nel prodotto e dalla scala del mercato per questo particolare utilizzo. L'uso di energia a basso tenore di carbonio è particolarmente critico per l'impiego della CO<sub>2</sub> nei carburanti e intermedi chimici, poiché questi processi sono altamente intensivi in termini di energia. I fattori chiave che stimolano la crescita del mercato di cattura e stoccaggio del carbonio includono l'incremento dell'applicazione delle tecnologie di recupero avanzato del petrolio (Eor) e l'aumento delle emissioni di anidride carbonica a livello globale.

Una delle problematiche più rilevanti per il settore è rappresentata dalla necessità di grandi investimenti iniziali necessari alla creazione di nuovi impianti di cattura della CO<sub>2</sub>. Inoltre, la riduzione dei prezzi del petrolio ha ridotto le opportunità di massimizzare la produzione di idrocarburi utilizzando attività di Eor (l'Eor consiste nell'iniettare l'anidride carbonica in un pozzo petrolifero, in modo da ridurre la viscosità del greggio e spingerlo più facilmente in superficie) basate sulla CO<sub>2</sub> (tabella I). Gli Stati Uniti detengono il numero più elevato di programmi di cattura e stoccaggio della CO<sub>2</sub>, con 34 progetti pianificati al 2022. Di recente, il

**TABELLA I - LE PRINCIPALI TECNICHE DI CATTURA DELLA CO<sub>2</sub>**

<b>Assorbimento chimico</b>	È un'operazione di processo comune basata sulla reazione tra CO <sub>2</sub> e un solvente chimico, come i composti di etanolamina. L'assorbimento chimico mediante solventi a base di ammine è la tecnica di separazione della CO <sub>2</sub> più avanzata.	È ampiamente utilizzato da decenni e attualmente applicato in numerosi progetti su piccola e grande scala in tutto il mondo.
<b>Separazione fisica</b>	È basata su adsorbimento, assorbimento, separazione criogenica o disidratazione e compressione. Dopo la cattura per mezzo di un adsorbente, la CO <sub>2</sub> viene rilasciata aumentando la temperatura o la pressione.	Attualmente è utilizzato principalmente nella lavorazione del gas naturale e nella produzione di etano, metanolo e idrogeno, con nove impianti commerciali in funzione.
<b>Separazione ossicombustibile</b>	Viene bruciato un combustibile utilizzando ossigeno quasi puro con la successiva cattura della CO <sub>2</sub> emessa.	Attualmente è in fase di prototipo.
<b>Separazione tramite membrana</b>	Questo processo è basato su membrane polimeriche o inorganiche ad alta selettività per la CO <sub>2</sub> , che lasciano passare la CO <sub>2</sub> , ma fungono da barriera per trattenere gli altri gas nel flusso gassoso.	Nella lavorazione del gas naturale, è principalmente nella fase dimostrativa. L'unico impianto di cattura su larga scala esistente che opera con la separazione a membrana è gestito da Petrobras in Brasile.
<b>Ciclo del calcio</b>	Implica la cattura di CO <sub>2</sub> ad alta temperatura utilizzando due reattori: nel primo, la calce (CaO) viene utilizzata come assorbente per catturare CO <sub>2</sub> da un flusso di gas per formare carbonato di calcio. Esso viene successivamente trasportato al secondo reattore dove viene rigenerato, ottenendo calce e un flusso puro di CO <sub>2</sub> . La calce viene quindi ricondotta al primo reattore.	Attualmente in fase pilota/pre-commerciale.
<b>Ciclo chimico</b>	Anche questa è una tecnologia a due reattori. Nel primo, piccole particelle di metallo vengono utilizzate per legare l'ossigeno dell'aria per formare un ossido di metallo, poi trasportato al secondo reattore dove reagisce con il combustibile, producendo energia e un flusso concentrato di CO <sub>2</sub> , rigenerando la forma ridotta del metallo. Il metallo viene quindi ricollegato al primo reattore.	Questa tecnologia è stata testata attraverso il funzionamento di circa 35 progetti pilota con combustione di carbone, gas, petrolio e biomasse.
<b>Separazione diretta</b>	Comporta la cattura delle emissioni di CO <sub>2</sub> dalla produzione di cemento riscaldando indirettamente il calcare e utilizzando uno speciale calcinatore.	Attualmente in fase di test in progetti pilota come l'impianto Leilac (low emissions intensity lime and cement) sviluppato da Calix presso la HeidelbergCement di Lixhe, in Belgio.
<b>Cicli di potenza sCO<sub>2</sub></b>	Le turbine a CO <sub>2</sub> supercritica (ovvero CO <sub>2</sub> al di sopra della sua temperatura e pressione critica) utilizzano tipicamente ossigeno quasi puro per bruciare il combustibile, allo scopo di ottenere un gas di combustione composto solo da CO <sub>2</sub> e vapore acqueo.	Sono attualmente in funzione due prototipi/progetti dimostrativi con cicli di alimentazione a CO <sub>2</sub> supercritica: il ciclo Allam di Net Power e il ciclo Trigen Clean Energy Systems (Ces).

governo di Washington ha iniziato a fornire prestiti fino all'80% dei costi per progetti Ccus attraverso il dipartimento dell'energia. A partire dal 2018, sono stati lanciati oltre 40 progetti di cattura della CO<sub>2</sub>, con 10 annunciati solo nella prima metà del 2021.

### NORD AMERICA LEADER

Il Nord America domina il mercato e rappresentava una quota di fatturato superiore al 35,0% nel 2021, grazie alla crescente presenza di progetti di cattura e stoccaggio. Ad esempio, nell'ottobre 2022, CarbonCapture, un'a-



zienda di tecnologie legate al clima con sede negli Stati Uniti che produce sistemi di cattura diretta dell'aria (Dac), ha sviluppato il progetto Bison: un impianto di rimozione di carbonio atmosferico situato in Wyoming che dovrebbe essere operativo entro la fine del 2023.

Il Canada costituiva la seconda quota più importante del mercato nel 2021. I quattro progetti esistenti nel paese, che rappresentano il 15% della capacità globale, attualmente catturano 4 milioni di tonnellate all'anno. Entro il 2030, il governo ha previsto di catturare e immagazzinare 15 milioni di tonnellate di anidride carbonica. Ciò dovrebbe contribuire a raggiungere l'obiettivo di ridurre le emissioni di gas serra del 40-45% rispetto ai livelli del 2005.

In Europa, ci sono stati molti sforzi di ricerca e sviluppo per il Ccus e il sistema di scambio delle quote di emissione ha aumentato l'incentivo per l'adozione della tecnologia Ccu. Il Regno Unito e la Germania sono i paesi europei che hanno maggiormente promosso i progetti di Ccu.

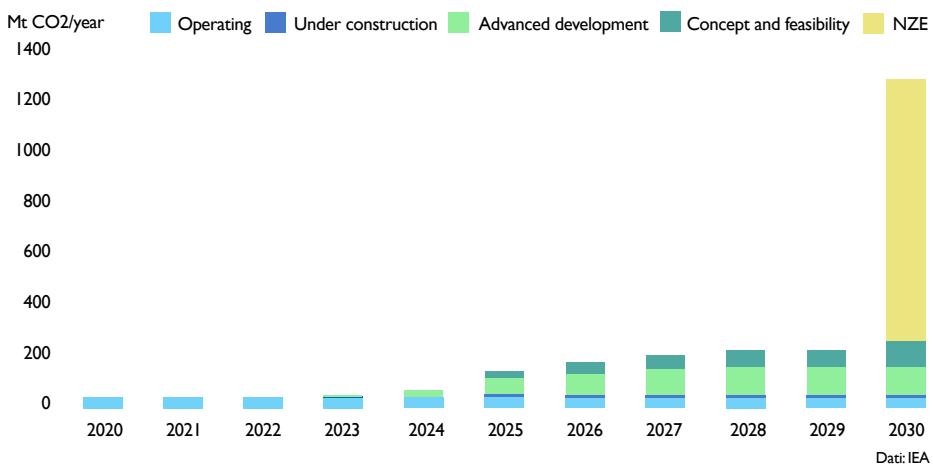
## I PROGETTI DIMOSTRATIVI

Oltre alle strutture Ccus commerciali esiste un gran numero di progetti dimostrativi già operativi o in fase di sviluppo.

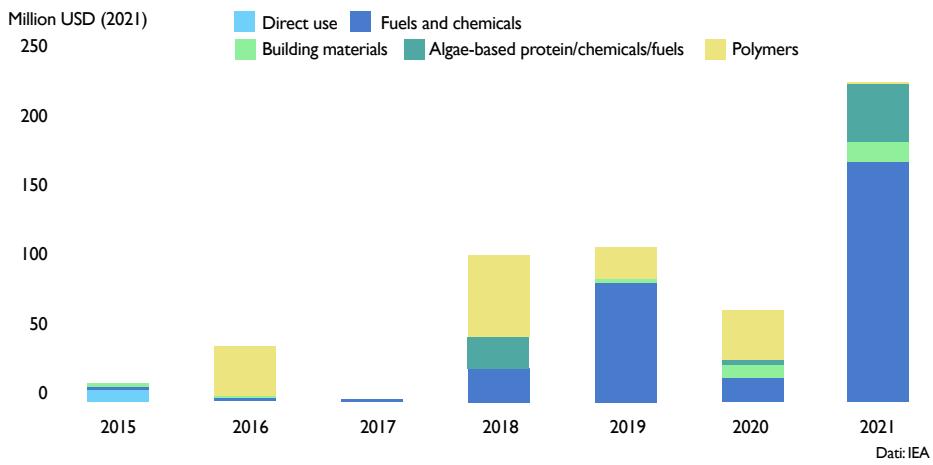
- **Il Tomakomai Ccs Demonstration Project** ha catturato e immagazzinato CO2 da una raffineria di petrolio dal 2016 al 2019. L'unità di produzione di idrogeno della raffineria produce gas di scarico contenente circa il 50% di CO2, che è stato catturato in un processo di ammina attiva e immagazzinato in due falde acquifere saline offshore vicine. Il progetto ha raggiunto il suo obiettivo dimostrativo di 0,3 Mt di CO2 catturato alla fine del 2019.

- **Drax Power Limited** ha due impianti pilota di bioenergia con cattura e stoccaggio del carbonio (Beccs) nella centrale elettrica di Drax nel North Yorkshire, Regno Unito, con l'obiettivo di passare alla cattura su scala commerciale a partire dal 2027. La centrale elettrica sta già usando combustibili rinnovabili e ha interrotto l'attività commerciale delle unità a carbone nel 2021. I progetti possono catturare fino a una tonnellata di CO2 al giorno e il progetto fa parte del proposto hub Zero Carbon Humber Ccus, che mira a diventare il primo cluster industriale net zero al mondo entro il 2040, diventando la prima centrale elettrica del pianeta a emissioni di

**GRAFICO 1 - CAPACITÀ DI RIMOZIONE DELLA CO2 DA PARTE DEI PROGETTI ATTUALMENTE IN CORSO RISPETTO ALLO SCENARIO NET-ZERO**



**GRAFICO 2 - INVESTIMENTI IN START-UP LEGATE ALLE TECNOLOGIE CCUS NEL PERIODO 2015-21**



carbonio negative entro il 2027.

- Il progetto **Northern Lights** è costituito da una rete di infrastrutture di cattura e stoccaggio della CO2 che permette alle aziende europee di immagazzinare in modo sicuro la loro CO2 sotto il fondale marino della Norvegia. Il progetto ha una capacità iniziale di 1,5 milioni di tonnellate di CO2 all'anno e può espandersi a 5 milioni di tonnellate. Northern Lights riceverà, inoltre, la CO2 catturata da almeno nove potenziali impianti in Europa, dimostrando il valore dei sistemi di trasporto e stoccaggio condivisi nell'accel-

re la diffusione della cattura e stoccaggio della CO2.

- **Dac I**, la più grande struttura di cattura diretta di anidride carbonica al mondo, inizierà le operazioni nel 2024 nel bacino permiano degli Stati Uniti, utilizzando la tecnologia Dac della canadese Carbon Engineering. L'impianto utilizzerà contattori d'aria per catturare l'aria atmosferica separando e catturando la CO2 che, una volta compressa e purificata verrà inviata a siti di stoccaggio. Il progetto ha una capacità prevista di 0,5 MtCO2/anno con un potenziale di aumento fino a 1,0 MtCO2/anno.



# FOCUS SOSTENIBILITÀ

**Cresce l'importanza della finanza**



**Allianz**   
Global Investors

 **FIDEURAM  
INTESA SANPAOLO  
PRIVATE BANKING  
Asset Management**



 **EURIZON  
ASSET MANAGEMENT**



# Il ruolo fondamentale dell'engagement

Testo e interviste a cura di Pinuccia Parini



Il 2022 è forse stato un anno di riflessione per gli investimenti sostenibili a causa del deterioramento, sia del quadro geopolitico, sia di quello macroeconomico. I fattori alla base di ciò sono stati diversi: dal conflitto in Ucraina, al rischio di crisi energetica, dall'inflazione, al rallentamento dell'attività economica globale. Ciononostante, la ricerca di un modello di crescita sostenibile non ha perso la sua forza. È una sfida a livello globale, che abbraccia, quindi, tutte le aree geografiche e trova declinazioni in piani di sviluppo nazionali, progetti infrastrutturali e politiche sociali.

In questo contesto, l'incorporazione dei criteri Esg nell'analisi finanziaria tradizionale contribuisce a una comprensione olistica delle opportunità da cogliere e dei rischi da affrontare.

Essa è diventata una priorità per le aziende, che devono guardare con attenzione alle possibili minacce per il loro modello di business, la reputazione e, di conseguenza, la redditività.

Questo tipo di consapevolezza non conosce confini ed è presente, quindi, anche nelle economie emergenti, con le proprie specificità legate al percorso di sviluppo, sia economico, sia sociale. Nonostante quest'area sia in ritardo rispetto all'Europa «nello sviluppo di un framework idoneo a supportare gli investimenti sostenibili», non mostra «blocchi ideologici». I mercati finanziari continuano a ricoprire un ruolo importante nel promuovere e facilitare questa transizione, ci ricordano gli asset manager che hanno aderito a Focus Esg attraverso soluzioni

di investimento che riguardano le diverse asset class, come nel caso degli Gsssb, «strumenti fondamentali per il raggiungimento degli obiettivi climatici e la sostenibilità degli emittenti». Creare, però, un futuro più sostenibile «va oltre la lotta al cambiamento climatico» e significa pensare a un modello di sviluppo che non lascia indietro nessuno. Proprio per questa ragione, l'attività di engagement diventa indispensabile, affinché questo percorso virtuoso possa essere intrapreso. Le aree di intervento degli asset manager vanno dalla protezione della biodiversità alla difesa dei diritti umani, dal capitalismo inclusivo al cambiamento climatico, per arrivare alle tematiche di governo societario.



#### TEAM ESG & STRATEGIC ACTIVISM, DI EURIZON CAPITAL SGR

## «Gsssb, strumenti fondamentali per la transizione energetica»



**SOFIA GALARDUCCI**  
**Esg & strategic activism-corporate governance**  
**Eurizon Capital Sgr**

### Investimenti sostenibili e mercati emergenti. Qual è la situazione attuale?

**Sofia Galarducci:** «Secondo l'organizzazione internazionale Climate Bonds Initiative, nel 2021 i soggetti che operano nei paesi emergenti hanno contribuito all'emissione di green bond per il 21% scala globale. È un dato interessante, che dimostra l'accelerazione nello sviluppo di progetti sostenibili e la necessità, allo stesso tempo, di velocizzare la conver-

genza tra le migliori pratiche di mercato esistenti per facilitare sempre più l'accesso degli emittenti a questo segmento. Inoltre, a riprova del crescente interesse manifestato verso i paesi in via di sviluppo, secondo l'International Monetary Fund<sup>1</sup>, nel 2022 gli investimenti Esg, intesi come prodotti che incorporano i principi di sostenibilità nelle decisioni aziendali e nelle strategie di investimento, coprendo questioni che vanno dal cambiamento climatico alle pratiche di lavoro, hanno rappresentato quasi il 18% dei flussi esteri nei mercati emergenti, Cina esclusa.

<sup>1</sup>Fonte: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/03/01/sustainable-finance-in-emerging-markets-is-enjoying-rapid-growth-but-may-bring-risks>

Ciò è conseguenza, sia delle esigenze di finanziamento legate alla pandemia, sia degli interventi necessari per la mitigazione degli effetti climatici, soprattutto in America Latina. Queste dinamiche possono rappresentare un'importante opportunità di sviluppo verso un ecosistema finanziario sostenibile più maturo e inclusivo.

Ovviamente, è ancora più evidente nei mercati emergenti la sfida che gli investitori istituzionali si trovano ad affrontare riguardo la disponibilità di dati attendibili sul profilo di sostenibilità degli emittenti e dei progetti finanziati. Per questo motivo è importante costruire un dialogo di lungo periodo che coinvolga anche le società che operano in quei mercati».





**ANNA STAGNOLI**  
Esg & strategic  
activism -sustainability  
Eurizon Capital Sgr

### Quali sono, al momento, le vostre attese per le emissioni di Gsssb?

**Anna Stagnoli:** «Il mercato delle obbligazioni green, social, sustainable, and sustainability-linked è notevolmente cresciuto negli ultimi anni, sia per dimensioni, sia per diversificazione geografica e valutaria. Un recente studio di S&P ha stimato che nel 2023 l'emissione glo-

bale di Gsssb raggiungerà 900-1000 miliardi di dollari, avvicinandosi al record toccato nel 2021. Questi strumenti sono fondamentali per il raggiungimento degli obiettivi climatici e di sostenibilità delle imprese emittenti, ma lo sono anche per il settore finanziario, che ricopre un ruolo importante nella realizzazione della transizione energetica. A questo proposito, ad esempio, in seguito alla sottoscrizione della Net zero asset managers initiative, Eurizon ha dichiarato la propria volontà di aumentare gli investimenti nei green bond fino al 4% degli asset under management complessivi entro il 2025. L'obiettivo finale è incrementare il finanziamento di progetti ambientali con un impatto misurabile e positivo in aggiunta al ritorno finanziario».

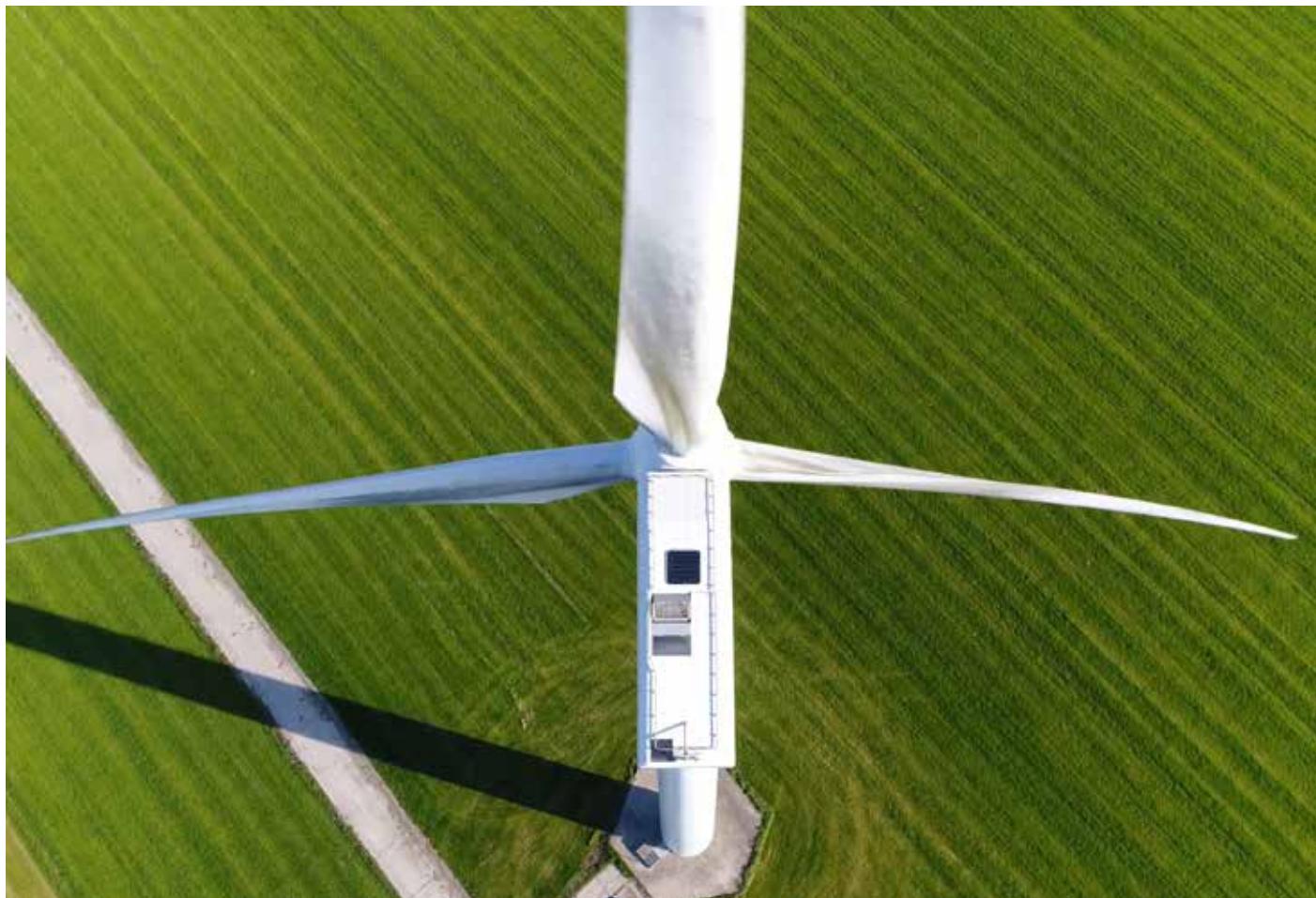
### Quali sono i temi di engagement più importanti per il 2023?

**Sabina Screpis:** «L'engagement per Eurizon rappresenta uno strumento essenziale per instaurare un dialogo trasparente e di lungo periodo con le



**SABINA SCREPIS**  
Esg & strategic  
activism-corporate governance  
Eurizon Capital Sgr

società partecipate. Quest'anno continueremo a incoraggiare gli emittenti appartenenti a settori considerati critici, perché maggiormente inquinanti, a presentare piani di transizione caratterizzati da un'informativa esaustiva che permetta agli investitori di valutarne l'efficacia e la credibilità. Inoltre, la recente evoluzione della normativa europea in materia di conservazione am-



bientale rende necessario un confronto mirato con le società appartenenti a quei settori nei quali il rischio di deforestazione è maggiore, affinché le società siano consapevoli della necessità di mettere in atto processi idonei a mitigarne le conseguenze. Nell'ambito della tutela dei diritti umani, l'attenzione di Eurizon si rivolge anche alla catena di fornitura: auspiciamo, infatti, che le società adottino i presidi necessari a monitorare e gestire gli eventuali rischi derivanti dalla violazione di questi diritti da parte dei propri fornitori.

Infine, l'attenzione di Eurizon alle tematiche di governo societario sarà rivolta al monitoraggio della diversità degli organi amministrativi degli emittenti. Lo scopo è favorire la parità in termini di trattamento e opportunità, valorizzando la diversità, non solo in riferimento al genere, ma in senso più ampio, come, ad esempio, le competenze e l'esperienza di ciascun componente del consiglio di amministrazione».

## Qual è l'impatto della transizione digitale sugli investimenti sostenibili?

**Ilaria Gentili:** «La progressiva integrazione delle tecnologie digitali nei processi produttivi è un'opportunità per incrementare la sostenibilità delle imprese. Le tecnologie 4.0 promuovono l'adozione di modelli di efficientamento energetico dei processi e di estensione della vita utile di prodotti e materiali tramite pratiche di riciclo e riuso. In questo contesto, sono state inaugurate nuove misure destinate alle piccole e medie imprese italiane a sostegno di nuovi investimenti imprenditoriali innovativi e sostenibili (investimenti sostenibili 4.0). Il rapporto tra transizione digitale e sostenibilità ambientale ha trovato piena integrazione nelle recenti politiche del Green deal europeo, in cui la trasformazione digitale e la transizione verde sono i pilastri delle nuove pratiche promosse dall'Unione Europea. A livello nazionale, la transizione digitale è una delle colonne del Piano nazionale di ripresa e resilienza (Pnrr).

Gli investimenti sostenibili 4.0 non si limitano a favorire la trasformazione tecnologica e digitale, ma mirano a orientare le imprese verso il paradigma dell'economia circolare e il miglioramen-



**ILARIA GENTILI**  
**Esg & strategic  
activism-sustainability**  
**Eurizon Capital Sgr**

to della sostenibilità energetica dell'impresa. Eurizon conduce periodicamente un'analisi di come le proprie attività di stewardship siano correlate agli Obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (Sdg): nel 2022 gli engagement da noi condotti hanno avuto maggiore attinenza all'Sdg n. 9-Innovazione industriale e infrastrutture, che si pone proprio l'obiettivo di incentivare l'utilizzo di tecnologie e processi industriali digitali, puliti e rispettosi dell'ambiente».

## JULIE TEDESCHI, DI ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

## «Appoggiare gli emergenti in un percorso sostenibile»



**JULIE TEDESCHI**  
**senior sales manager**  
**Allianz Global Investors,**  
**Certified Esg Analysis & Investing**

**Allianz**   
**Global Investors**

## Investimenti sostenibili e mercati emergenti. Qual è la situazione attuale?

«Sul tema degli investimenti sostenibili riferiti ai mercati emergenti si possono fare diverse considerazioni. Partirei da una notizia di questo inizio d'anno: l'India ha annunciato di volere integrare la finanza sostenibile nell'agenda del G20, di cui è presidente di turno. Il governo di Nuova Delhi, in questa occasione, ha promosso due strategie di investimento che si impegnerà a finanziare con una serie di bond sostenibili a partire dal 2023. La prima è offrire un'assistenza finanziaria ai fragili, per rendere olistiche e inclusive le cure mediche della parte meno abbiente della popolazione. La seconda è l'iniziativa per i "porti verdi", strutture che includono l'acquisizione di attrezzature per il monitoraggio dell'in-

quinamento ambientale, l'acquisizione di sistemi di abbattimento delle polveri e la creazione di impianti di trattamento delle acque reflue. C'è un altro aspetto che è importante ricordare, emerso dalla conclusione di Cop27 nel 2022: il concetto di "just transition" (transizione giusta). In chiusura dell'incontro di Sharm el-Sheikh, è stato raggiunto un accordo che ha portato alla creazione di un "fondo per le perdite e i danni" per i paesi più vulnerabili e, fra questi ultimi, si possono contare diverse economie emergenti. Si tratta di un passo positivo e un riconoscimento formale della necessità di attribuire un onere finanziario a tutti quei paesi che hanno, sia i mezzi finanziari, sia la responsabilità storica delle emissioni. Appoggiare i paesi emergenti nel percorso di uno sviluppo sostenibile è possibile. AllianzGI ha

di recente lanciato l'Emerging Markets Climate Action Fund (Emcaf), un fondo innovativo di blended finance, avviato congiuntamente con la Banca europea per gli investimenti (Bei), per finanziare la mitigazione del clima e l'adattamento per progetti ambientali in Africa, Asia, America Latina e Medio Oriente. Prevediamo, inoltre, un continuo sviluppo di offerte di finanza mista, come la strategia di debito di Allianz climate solutions per i mercati emergenti. Entrambi questi progetti fanno capo alle soluzioni private market di AllianzGI. Per quanto riguarda, invece, i mercati pubblici, le strategie di investimento nei paesi emergenti, attraverso i filtri Esg e con chiari obiettivi di sostenibilità, sono sicuramente la minoranza rispetto a fondi con obiettivi analoghi su aree geografiche considerate già sviluppate. Credo che questo gap andrà a colmarsi nel corso dei prossimi anni, sia per le motivazioni espresse sopra, sia per una maggiore crescita di opportunità riscontrabili all'interno di diversi paesi emergenti che mirano a una crescita sostenibile».

### Quali sono, al momento, le vostre attese per le emissioni di GsssB?

«Il 2022 è stato un anno difficile per il mercato del reddito fisso, comprese le obbligazioni sostenibili. Secondo i dati di Environmental finance data, le emissioni

di obbligazioni green, social, sustainable e sustainability-linked (GsssB) nel 2022 si sono ridotte del 15% a 899 miliardi di dollari rispetto al record di 1,05 trilioni di dollari raggiunto nel 2021. Nonostante i problemi del 2022, il mercato obbligazionario sostenibile è stato in grado di aumentare la sua quota in quello del reddito fisso globale a oltre il 13,5%, con un'accelerazione negli ultimi sei mesi dell'anno. Si tratta di un notevole miglioramento rispetto al 12% registrato nel 2021 e al dato inferiore al 7% nel 2020. Gli esperti di mercato prevedono che nel 2023 si assisterà a una ripresa delle emissioni di obbligazioni sostenibili, anche se l'aspettativa di un nuovo record è attenuata dal contesto macroeconomico sfidante. Condividiamo questo punto di vista e pensiamo che saranno ancora i green bond a prevalere nell'insieme delle nuove emissioni. Ci saranno, inoltre, più scadenze da rifinanziare. Forse la dimensione più interessante di tutto ciò è che il 2023 vedrà probabilmente una serie di operatori di mercato puntare i riflettori sull'importanza del necessario, anche se ancora nebuloso, tema della "transizione" nei mercati obbligazionari sostenibili. In altre parole, una maggiore attenzione alla definizione di ciò che è un piano di transizione credibile e completo non solo aiuterà a sviluppare fiducia su come strutturare meglio gli strumenti di transizione, come gli Slb (Sustainable

ty-linked bond), con un conseguente aumento delle emissioni, ma anche a giudicare meglio tutti gli emittenti di bond e comprendere se le loro azioni sono parte della soluzione, piuttosto che del problema».

### Quali sono i temi di engagement più importanti per il 2023?

«Riprendo le parole del nostro head of sustainable and impact investing, Matt Christensen, che recitano: "Creare un futuro più sostenibile va oltre la lotta al cambiamento climatico. Si tratta di proteggere il nostro ambiente, promuovere la biodiversità e garantire che questa importante transizione avvenga senza lasciare indietro nessuno. È quindi fondamentale che tutti noi lavoriamo insieme per risolvere le sfide che stiamo affrontando. Ogni azione conta". Il nostro engagement parte da tre temi chiave: il cambiamento climatico, i limiti planetari (biodiversità, economia circolare e utilizzo delle risorse) e il capitalismo inclusivo (modalità e condizioni di lavoro, accesso ai servizi sanitari, finanziari e istruzione, capitale umano e mezzi di sostentamento). Questi temi fungono da linee guida per un'attività di engagement che mira a individuare i principali rischi e opportunità per la nostra attività di asset management e per la clientela, così da assicurarci di avere



un impatto positivo. Le nostre attività di engagement si svolgono attraverso un duplice approccio. Il primo guarda alla strategia, alla performance operativa e finanziaria, alla gestione del capitale, alla governance e ai rischi e impatti Esg che un'azienda presenta: ciò ci permette di gestire la componente di rischio materiale. Il secondo focalizza l'attenzione sui temi specifici legati alle tre macroaree evidenziate sopra. All'interno del tema che guarda al cambiamento climatico, ad esempio, argomenti chiave saranno l'analisi del progresso delle aziende in termini di riduzione di emissioni scope 1, 2 e 3, e ancora engagement molto specifici con le aziende legate alla produzione di combustibili fossili. Per quanto riguarda i limiti planetari, la biodiversità è diventata e sarà un argomento sempre più importante, riflettendo il crescente interesse dei clienti e la richiesta di trasparenza riguardo all'impatto su di essa da parte delle economie globali. In AllianzGI, un esempio chiave è stato l'engagement con una società chimica francese che, attraverso l'uso di dati esterni scientifici che misurano l'impatto sulla biodiversità, ne ha evidenziato le molte criticità. Dopo avere contattato il ceo, si è creata una grande apertura che ha portato la società stessa ad associarsi a una serie di iniziative, tra le quali Act4nature international, un'alleanza creata per accelerare l'azione delle imprese ad azioni concrete a sostegno del mondo naturale. Riteniamo che questo duplice approccio ci consenta di raggiungere un migliore equilibrio tra le riduzioni del rischio Esg nei nostri portafogli e di guidare i clienti e le aziende in un percorso di transizione inclusivo verso un futuro sostenibile. Infine, partecipiamo, e continueremo a farlo, a diverse iniziative di engagement collettivo, tra le quali la 30% Club France investor group, di cui nel 2022 siamo anche stati alla presidenza. Si tratta di una campagna globale che mira ad aumentare la diversità di genere nei consigli di amministrazione e nei livelli dirigenziali. È chiaro che abbiamo bisogno di un engagement globale per una soluzione a problemi mondiali: le sfide climatiche, planetarie e sociali non rispettano i confini. Quanto più riusciremo a impegnarci a livello globale, tanto più avremo la possibilità di trovare un percorso equo, solido e credibile verso un'economia in grado di



resistere all'impatto di un mondo a temperatura più elevata».

### **Che cosa è emerso dalle assemblee degli azionisti cui avete partecipato lo scorso anno?**

«Abbiamo partecipato a 10.205 (10.190 nel 2021) assemblee e al voto espresso su oltre 100 mila proposte avanzate da azionisti e vertici aziendali. Sono emersi chiaramente due temi: una maggiore responsabilità nei confronti di obiettivi credibili di transizione climatica e il continuo controllo delle remunerazioni. AllianzGI ha votato contro o si è astenuta su almeno un punto all'ordine del giorno nel 69% di tutte le assemblee a livello globale (68% nel 2021). Sempre a livello globale, si è inoltre opposta al 16% delle proposte in materia di capitale, al 23% di quelle sui membri dei consigli di amministrazione e al 43% delle mozioni sulle remunerazioni. Il principale motivo di disaccordo è stato, ancora una volta, la politica di remunerazione del management. Molte società non adottano incentivi a lungo termine che siano realmente allineati agli interessi degli azionisti, premiando la sovrapreformance

e non solo l'andamento di mercato. Nel 2022 la seconda principale area di interesse è stata l'iniziativa "Say on climate", decollata solo in alcuni paesi europei, soprattutto in Francia e nel Regno Unito, tanto che in futuro AllianzGI riterrà responsabili gli amministratori se l'azienda non disporrà di obiettivi "net zero" e di una strategia credibile per raggiungerli. A partire dal 2024, a seconda dell'assetto del consiglio di amministrazione, voteremo contro il presidente del comitato per la sostenibilità, del comitato strategico o il presidente del cda di determinate società ad elevate emissioni, qualora riterranno non soddisfacenti i loro obiettivi "net zero" o le loro Climate-related financial disclosures. Le perplessità sono elevate per alcune società statunitensi, che spesso sono meno avanzate rispetto ai peer europei. Inoltre, attribuiamo grande importanza alla qualità dei consigli di amministrazione, poiché una buona governance va di pari passo con migliori risultati finanziari ed elevati standard di sostenibilità. Se guardiamo, infine, alla percentuale di voti espressi alle assemblee italiane, AllianzGI si è opposta al 32% delle proposte».

# «Protezione della biodiversità e difesa dei diritti umani»



**PIETRO DI LEO**  
responsabile gestione  
prodotti Esg  
Fideuram Asset Management

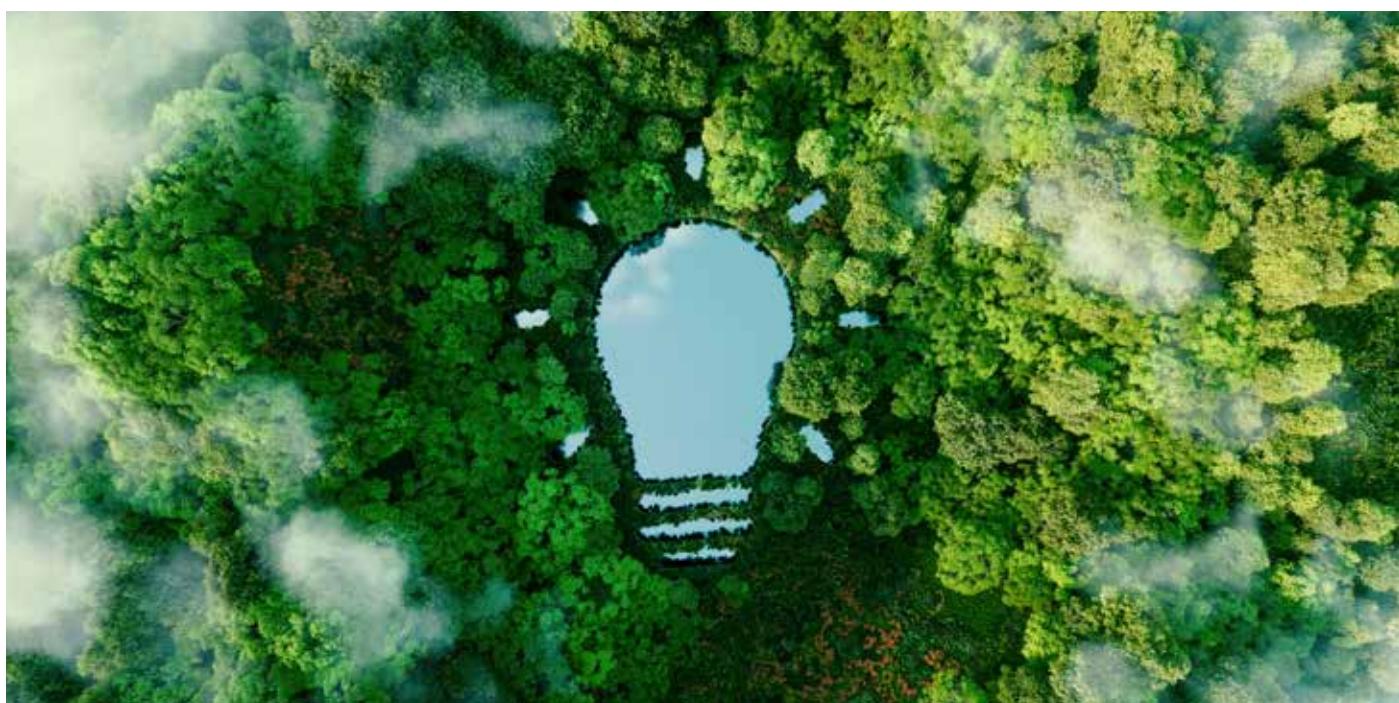


## Investimenti sostenibili e mercati emergenti. Qual è la situazione attuale?

«I mercati emergenti sono indietro rispetto all'Europa nello sviluppo di un framework idoneo a supportare gli investimenti sostenibili, tuttavia non vediamo in quell'area gli stessi blocchi ideologici cui stiamo assistendo negli Usa. I mercati asiatici, in particolare, hanno un approccio molto concreto alla questione: soprattutto sul tema della decarbonizzazione vedono un'opportunità di eccellere e di superare blocchi operativi, come può essere una dipendenza energetica da altre aree. È sorprendente assistere allo sviluppo di schemi regolamentari sulle emissioni di CO2 sul modello europeo, come, ad esempio, nel caso dell'Indonesia. Certamente, non c'è ancora una copertura per molte aree merceologiche e i prezzi sono tuttora scarsamente disincentivanti per rendere antieconomiche attività fortemente emissive, tuttavia sono primi passi che vanno vissuti con entusiasmo e che non erano immaginabili solo fino a un paio di anni fa. È chiaro che le evoluzioni dipendono dal contesto politico di riferimento e, a questo proposito, basterebbe guardare alla svolta ecologica del Brasile con la nomina di Lula. A livello aziendale, un passo importante nella disclosure può certamente arrivare dalla definitiva stesura degli standard Issb, che saranno di prossima pubblicazione. Possiamo aspettarci, che di fronte a un framework internazionale stabilizzato sul fronte della reportistica emissiva, molti paesi, anche emergenti, lo renderanno obbligatorio per le proprie giurisdizioni. Dove vediamo ancora un ritardo nelle economie in via di sviluppo è sui temi sociali e di governance. Aspettiamo ancora una volta che sia l'Europa ad aprire la strada, come sta facendo con le recenti direttive, e speriamo che ciò dia un impulso a uno sviluppo positivo anche sui paesi emergenti».

«Quali sono, al momento, le vostre attese per le emissioni di Gsssb?»

«Il 2023 dovrebbe essere un anno di ripartenza delle emissioni di obbligazioni sostenibili. Vale però la pena precisare che il 2022 non è stato un anno negativo in termini di emissioni, con circa 800 miliardi di dollari di obbligazioni sostenibili portate sul mercato. È stato sì il primo anno di contrazione in un trend secolare, ma bisogna valutare il contesto congiunturale nel quale si è operato, con diffusi rialzi nei tassi e, soprattutto, per il confronto sfavorevole con dodici mesi precedenti di estrema bonanza per i titoli sostenibili. Il 2021 ha fatto infatti registrare emissioni ben sopra i 1.000 miliardi di dollari, oltremodo



aiutate da tutte le emissioni sociali post pandemia dell'Unione Europea. Nel 2020, il valore aveva superato appena 500 miliardi di dollari. Per quanto riguarda l'anno in corso, vediamo un rinnovato interesse per i sustainability linked, dove il risparmio di tasso in emissione può essere concreto, purché siano raggiunti gli obiettivi definiti dall'emittente; viceversa, la tenuta del cosiddetto "greenium", ovvero lo sconto di tasso sull'emissione sostenibile tradizionale rispetto a un'obbligazione ordinaria dello stesso emittente, appare molto volatile e dipendente dalle circostanze di mercato. Tuttavia, il vero tema resta definire un framework operativo certo, che ancora una volta è nelle mani dell'Ue. L'introduzione di un green bond standard farebbe un gran bene al mercato per potere cominciare a distinguere tra emissioni allineate e non. Oggi il mercato è pieno di titoli di scarso valore, con clausole legali difficilmente opponibili in riferimento all'uso del denaro raccolto, mancanza di valutazioni di terze parti e penalità sui linked bond fin troppo leggere. Il mercato va certamente regolamentato e il 2023 potrebbe essere, a tale proposito, un anno cardine per la regolamentazione».

## Quali sono i temi di engagement più importanti per il 2023?

«Due sono i temi per il 2023: protezione della biodiversità e rispetto dei diritti umani. Il primo è rimasto un poco nell'ombra rispetto a quello climatico in generale, ma è, in realtà, estremamente connesso alle questioni del surriscaldamento del pianeta: si pensi, ad esempio, al rischio di deforestazione e al fondamentale contributo offerto dalla vegetazione come elemento naturale di cattura dell'anidride carbonica. Il problema è che il tema non è facilmente quantificabile come quello delle emissioni. Tuttavia, il recente summit sulla biodiversità, tenuto congiuntamente da Cina e Canada, ha stimolato il dibattito e aperto la strada alla Tnfd (Taskforce on nature-related financial disclosure), che ha proprio il compito di definire parametri di valutazione delle ripercussioni sulla natura procurato dalle attività economiche. A prima vista, viene da dire che gli impatti più misurabili sono quelli sulla modifica di ecosistemi marini o terrestri, come lo scarico di emissioni in corsi d'acqua o lo sviluppo di sistemi circolari e di riciclo. Un'area particolarmente importante e abusata è però quella dei



carbon off-set, ovvero quei certificati che le aziende comprano per bilanciare le proprie emissioni di gas serra. Generalmente, sono legati a progetti di riforestazione o di evitata deforestazione, ma il settore è al momento poco regolamentato e i partecipanti al mercato abusano della mancanza di regole. Riuscire a mettere ordine nel settore sarebbe di grande beneficio per il tema della biodiversità, ma anche per un riequilibrio socio-economico nelle aree emergenti. In questo senso, per stimolare la sensibilità del mondo aziendale, gli investitori dovrebbero essere particolarmente inquisitivi sulle politiche di off-set adottate dalle aziende.

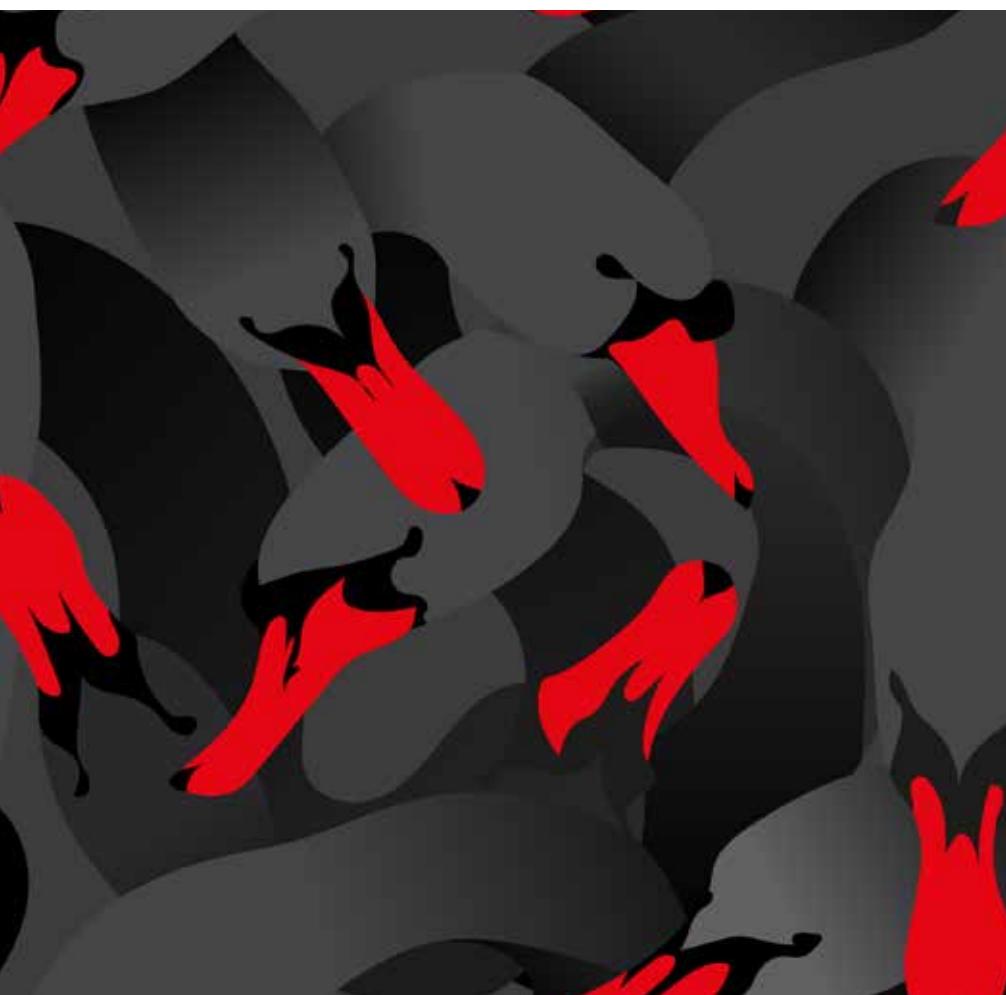
Il tema dei diritti umani è un argomento di engagement molto vivo nei nostri portafogli e trova ultimamente conforto negli interventi del legislatore europeo, che, attraverso varie direttive, sta forzando un aumento di disclosure e di due diligence aziendale. L'obiettivo primario è forzare le aziende a guardare con più attenzione alla struttura delle proprie supply chain. Da un engagement fatto con le società alle quali partecipiamo tramite i nostri fondi articolo 9, abbiamo notato che raramente si avvalgono di auditor esterni per valutare le pro-

prie catene di approvvigionamento: i rischi di pratiche di lavoro e ambientali poco sostenibili sono oggettivamente alti e con essi anche le ricadute reputazionali».

## Qual è l'impatto della transizione digitale sugli investimenti sostenibili?

«La transizione digitale ha un ruolo critico nell'analisi degli investimenti sostenibili: basti pensare allo sviluppo di sistemi di efficientamento energetico, che permettono di gestire il flusso di generazione elettrica in maniera multidirezionale attraverso i dati o le tecniche di agricoltura di precisione che favoriscono semina e irrigazione a basso consumo idrico. Sono migliaia gli esempi che potremmo fare sui benefici che elaborazione di dati e sviluppi dell'Ai apportano al mondo della sostenibilità. Molto importante è potere ricorrere ai dati per individuare emittenti e temi sostenibili o per analizzare controversie potenzialmente dannose per la sostenibilità. Tuttavia, crediamo che nel campo degli investimenti sostenibili sia fondamentale anche metterci la testa, oltre che l'analisi del dato: l'ingaggio con le aziende o la ricerca con un approccio quasi giornalistico aiutano a individuare temi, sia in termini positivi, sia di esclusione».

# Investire nell'era dei cigni neri



Dire che il mondo è cambiato è un dolce eufemismo: in realtà l'umanità è entrata nell'era del rischio. Il mondo di oggi è interconnesso tra tutto e tutti, tant'è che la quotidianità finanziaria ed economica è diventata apparentemente più imprevedibile, perché sempre più caotica, matematicamente parlando. L'effetto farfalla della Teoria del caos rende i mercati più vulnerabili a fenomeni o eventi anche geograficamente lontani da essi o considerati improbabili. Per sopravvivere in quest'era bisogna quindi cambiare paradigma per capire che il rischio è l'elemento sempre più cardine di qualsiasi previsione e acquisisce logicamente sempre più valore. Ma cambiare significa adottare strumenti di intelligenza artificiale (Ai) detti biomimetici, in grado di rispondere a domande precise per quanto riguarda i parametri cardine sui quali attuare le strategie per investire nel 2023.

## STRUMENTI BIOMIMETICI

Qualcuno continua a qualificare questo periodo per i mercati con la parola "incertezza", anche se in realtà rischio e incertezza non sono sinonimi. L'incertezza è la situazione di chi, davanti a un'equazione da risolvere, si è arreso ancora prima di studiarne le caratteristiche, come ad esempio

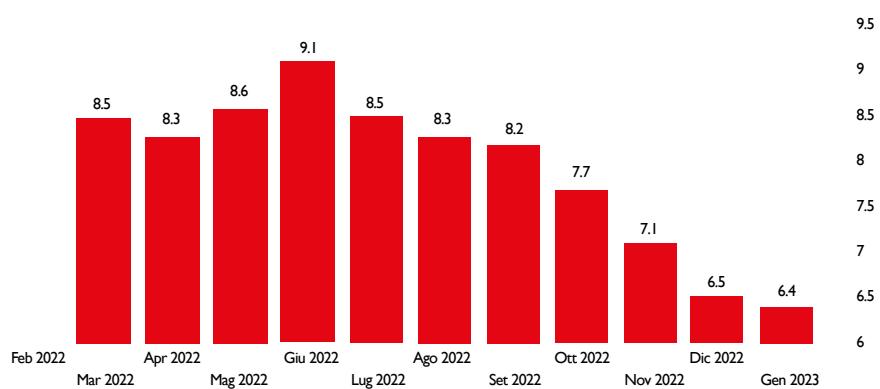
calcolare il determinante. Il rischio, invece, è il risultato quantitativo del calcolo di risoluzione dell'equazione, chiamato nell'ambito delle previsioni: "calcolo del rischio".

Nel processo decisionale dell'investitore sulla scelta del prodotto finanziario più adatto, c'è sempre la medesima tematica al primo posto: la sicurezza dell'investimento, ossia quali sono i rischi associati al prodotto finanziario che si vuole mettere in portafoglio e quali sono le garanzie dell'investimento. A seguire, ovviamente, altri parametri, quali la liquidità, i vantaggi fiscali, la sostenibilità, i costi e, ovviamente, i rendimenti, che sono strettamente collegati con il rischio.

Continuare a considerare il rischio come un elemento incerto, come una probabilità che qualcosa avvenga, significa continuare ad arrenderci, insieme a Nassim Nicholas Taleb, a considerare i rischi più improbabili come aberrazioni statistiche, relegate al rango di "tragiche fatalità" o "cigni neri". Dimenticandoci, però, che in natura i cigni neri (*Cygnus atratus*) esistono in notevoli quantità. Compaiono perfino sull'emblema dell'Australia occidentale. Esattamente come le fluttuazioni da  $5\sigma$  ("5 sigma") su un titolo, eventi con una probabilità pari allo 0,0000003%, ossia un caso su 3,5 milioni, accadono in borsa regolarmente con una frequenza che per alcuni titoli può scendere a soli due anni.

Cambiare paradigma significa, quindi, guardare il rischio come una doppia certezza: la certezza che un determinato evento possa succedere (oppure che sia impossibile e non solo poco probabile), e, se è possibile, la certezza sulla quantità di danni provocati dell'impatto negativo associato. Il calcolo del rischio, ossia l'attività di risk-rating, è fondamentale, perché cerca di determinare la componente più importante di qualsiasi previsione. Nella meteorologia, per esempio, anticipare il maltempo è molto più importante che prevedere il tempo sereno. Il risk-rating associato a notevole potenza di calcolo consente di forgiare intelligenze artificiali predittive di nuova generazione, in grado di prevedere con precisione tendenze, eventi o risultati futuri sui mercati, indipendentemente dal loro comportamento nel passato. Queste AI sono dette biomimetiche. Diversamente dal machine learning, che estrapola da quanto già successo o da algoritmi di performance che

## UN ANNO DI INFLAZIONE USA



Fonte: [tradingeconomics.com](https://tradingeconomics.com) | U.S. Bureau of Labor Statistics

puntano al migliore risultato raggiungibile, le intelligenze artificiali biomimetiche si chiamano in questo modo perché puntano al percorso di minore rischio, imitando per biomimetismo la strategia la più diffusa in natura, cioè la resilienza. Una logica algoritmica diversa, che porta a risultati e conclusioni diverse.

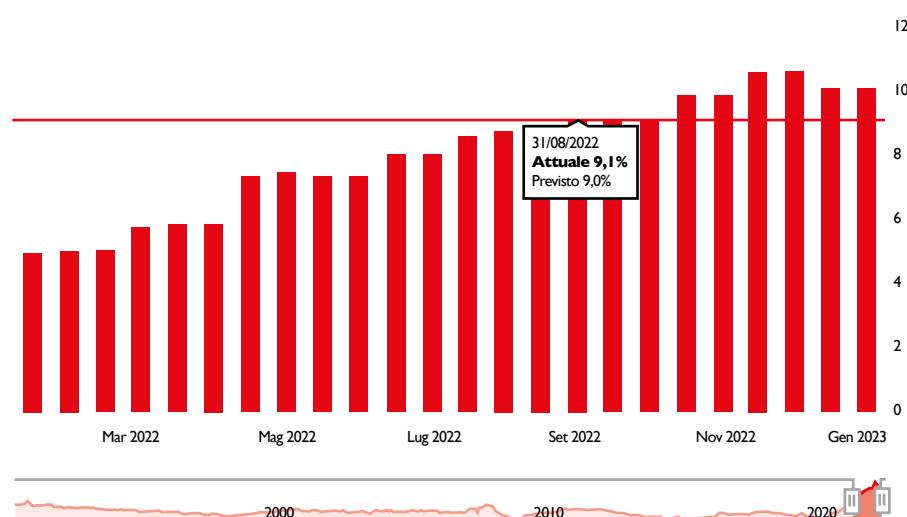
## CINQUE PARAMETRI

È difficile anticipare gli sviluppi del mercato nel 2023, poiché la situazione è senza precedenti e volatile. La biomimetica creata da Kelony® aiuta a mettere in relazione i parametri delle analisi fondamentali e tecniche oltre che l'insieme dei parametri esogeni collegati alle dimensioni della nuova scienza del rischio. Lo scopo è selezionare automaticamente e in modo dinamico i fattori e le priorità che possono influenzare i rendimenti, le tendenze di mercato e, quindi, le previsioni future. Un approccio massic-

ciamente olistico per calcolare i percorsi di minore rischio e risalire ai parametri di resilienza più significativi. Secondo questa logica, i cinque parametri di resilienza concomitanti emersi che oggi condizionano maggiormente il mercato sono quelli che determinano le politiche fiscali e monetarie perseguitate dai governi e dalle banche centrali nelle ultime settimane.

a) Il primo elemento è l'inflazione, a livelli mai più visti dagli anni '70. Alla fine del 2022, l'aumento dei prezzi ha raggiunto il 10% nella zona euro e il 7,2% negli Stati Uniti, tenendo conto anche delle protezioni tariffarie messe in atto. Nonostante il calo dei corsi di molte materie prime, tra le quali l'energia, e la diminuzione della domanda, la battaglia contro l'inflazione non è ancora vinta. Le proiezioni dell'intelligenza artificiale di Kelony® prevedono il 6% nell'Eurozona e il 4% negli Stati Uniti nel 2023, con un calo nel 2024. È previsto

## INFLAZIONE EUROZONA - IPC INDICE PREZZI EUROPA (ANNUALE)





comunque che non si tornerà più ai tassi del 2020, a causa del rallentamento della globalizzazione e dei costi derivanti dalla transizione energetica voluta dall'Europa.

b) Il secondo elemento riguarda i tassi di riferimento. Facendo l'ipotesi di un'inflazione che doveva essere solo temporanea e sbagliando questa previsione, le banche centrali hanno dovuto poi aumentare bruscamente i loro tassi a partire dal 2022. La Federal Reserve ha portato il suo saggio di riferimento al 4,5%, mentre la Banca Centrale Europea al 2,5%; aumenti che non si vedevano dagli anni '70. Il tasso statunitense non dovrebbe salire oltre il 5,5% e questo picco non dovrebbe essere raggiunto prima della metà del 2023, per poi scendere all'inizio del 2024 e assestarsi gradualmente al 3,75% nel corso dell'anno. Il livello dei tassi è un freno alla politica monetaria delle banche centrali e tuttavia la Bce e la Fed continueranno ad aumentare nei prossimi mesi.

c) Il terzo elemento è geopolitico. Sebbene l'Europa non sia ancora in guerra, da un anno la guerra è in Europa. Kelony® prevede che questa situazione si protrarrà ben oltre il 2023. I calcoli portano a dovere integrare il parametro geopolitico con impatti a lungo termine. Le previsioni dell'Fmi sull'impatto delle sanzioni occidentali sulla Russia si sono dimostrate fuorvianti, perché, invece di una contrazione del -2,3%

per il 2023 che l'Fmi aveva previsto per la Russia lo scorso ottobre, prevediamo quest'anno che il paese guidato da Putin crescerà dello 0,4%. In effetti, Mosca rein-dirizza le esportazioni di greggio dai paesi sanzionatori a quelli non sanzionatori, traendo profitto dai prezzi del petrolio e del gas. Perfino le ingenti spese di guerra contribuiscono a sostenere l'attività economica della Russia. In questo contesto, l'impatto delle sanzioni occidentali contro Mosca non si è ancora concretizzato e Kelony® prevede che ciò non avverrà prima del 2025, quando il livello di produzione del paese sprofonderà significativamente; sebbene la sua economia sia dipendente dai beni provenienti dall'occidente, la Russia rimane un gigante del mercato energetico globale.

d) Il quarto elemento da tenere in considerazione per una previsione affidabile è il parallelismo tra azioni e obbligazioni. Per la prima volta, le obbligazioni non hanno svolto un ruolo di diversificazione, perché sono scese insieme alle azioni. I bond dell'Eurozona nel 2022 sono calati del 18%, mentre quelli statunitensi del 12%. Ovviamente, i titoli indicizzati sull'inflazione sono stati più resistenti alle aspettative di aumento del costo della vita, ma non sono riusciti a generare rendimenti positivi a causa della crescita dei rendimenti reali. Un calo importan-

te che non si vedeva da mezzo secolo. Questo crollo è stato tanto più sorprendente perché in controtendenza, poiché le obbligazioni (investment grade e high yield) sono scese, in alcuni casi, più dei titoli azionari più rischiosi. Non solo, ma anche sul fronte dei leader dell'high-tech è stato perso più del 40% nel 2022 rispetto ai massimi del 2021. I prezzi delle azioni di Meta e Tesla sono scesi dai massimi di oltre il 65%, Amazon e Netflix del 50%, Alphabet del 40%, Microsoft e Apple rispettivamente del 28% e del 26%. A differenza dell'high tech, i titoli del settore petrolifero hanno però registrato un'impennata di oltre il 70% per alcuni.

e) Quinto elemento, il mercato del lavoro che continua a reggere con tassi di disoccupazione in Europa e negli Stati Uniti particolarmente bassi. Mercato che è però travolto da cambiamenti profondi collegati al lavoro da remoto, sotto tutte le sue forme, e alla non corrispondenza tra offerta e richieste in alcuni settori specifici. Di fatto, ciò che qualche anno fa si sarebbe ritenuto un indicatore esclusivamente positivo, cela oggi ombre particolarmente negative. In effetti, una delle interpretazioni dei bassi tassi di disoccupazione sta nella perdita di produttività delle aziende in occidente. Le chiavi in questo momento per capire se le nostre economie si stanno dirigendo verso una recessione nei prossimi

mesi sono l'inflazione e il tasso di disoccupazione, stando però bene attenti a interpretarli nel modo corretto a seconda del paese e del settore considerato. Se l'inflazione dovesse scendere più rapidamente del previsto, le banche centrali non avrebbero motivo di continuare ad alzare i tassi, anche se non prevediamo che la Fed abbassi rapidamente i suoi saggi.

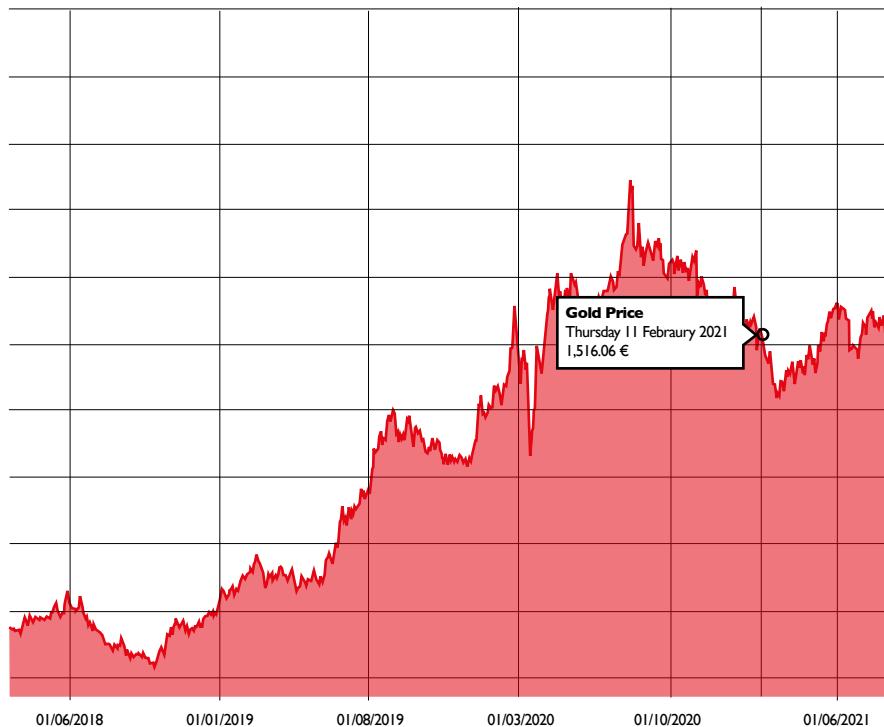
## LE SCELTE DI FONDO

In sintesi, le previsioni di recessione non si sono ancora avvurate perché promosse con strumenti di analisi che cercano nel passato i pattern con i quali identificare la situazione presente. In una logica statistica, un basso coefficiente rende il parametro non determinante, quando, invece, con una logica di minore rischio, anche un parametro dal coefficiente basso può avere conseguenze importanti sulla base dell'effetto domino.

Questa è la logica che vige nell'era del rischio e, seguendo queste indicazioni, la recessione annunciata più volte non è ancora avvenuta. Le condizioni di una recessione sono presenti: inflazione, rialzo dei tassi di interesse, crisi energetica, conflitti geopolitici, calo dell'immobiliare, debito in aumento e fiducia relativa dei mercati. Tranne una, però: il mercato del lavoro. Quest'ultimo,



## CINQUE ANNI DI ORO



seppure con un coefficiente più basso degli altri parametri, è tuttora determinante nella salvaguardia dei mercati.

In questo contesto, riparametrizzato grazie all'intelligenza artificiale, è importante non investire oltre due o tre anni e senza mai basarsi sulle performance del passato. Più che sulle azioni, puntiamo su investimenti obbligazionari a breve termine con il 3% o il 5% di rendimento. Il rischio sul mercato azionario è condizionato da valORIZZAZIONI con indici particolarmente alti e da correzioni sugli utili al ribasso per il 2023. La situazione attuale indirizza a diversificare azioni high-tech e sul lusso con titoli del settore sanitario, dei beni di consumo, delle banche e dell'energia. Ovviamente, anche l'oro viene considerato come un investimento interessante per via dell'inflazione, ma anche in uno scenario più a lungo termine, data la volontà di alcune banche centrali e di grandi paesi di scollegare sempre più le proprie economie dal dollaro.

# Il fascino eterno del metallo giallo

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

Quando Musa Keita I°, più conosciuto come Mansa Musa, molto probabilmente l'uomo più ricco della storia con un patrimonio stimato in 400 miliardi di dollari odierni (altro che Jeff Bezos o Elon Musk!) partì, presumibilmente nella seconda metà del 1323, dal nativo Mali per un pellegrinaggio alla Mecca, il suo corteo comprendeva un seguito di 60 mila uomini, 12 mila schiavi carichi di 4 libbre d'oro in barre a testa, 500 araldi che impugnavano aste d'oro e 80 cammelli, ciascuno con in groppa una somma da 50 a 300 libbre in polvere d'oro. Queste ricchezze venivano donate a ogni povero incontrato sul cammino. Lungo il tragitto, circa 5.600 chilometri coperti in non meno di sette

mesi, distribuì a vario titolo un'enorme quantità d'oro ai bisognosi che incontrava e ogni venerdì lasciava nel luogo dove si fermava somme destinate all'edificazione di una nuova moschea.

Mansa Musa giunse al Cairo il 10 maggio 1324 e l'oro elargito durante quel viaggio fu tale da causare in Egitto un periodo di inflazione che durò per 12 anni. Questo, almeno, è ciò che racconta nelle sue cronache Ibn Fadl al-Umari, lo storico arabo che visitò la capitale egiziana dopo il suo passaggio e, grazie al quale, conosciamo l'esistenza e la storia di questo illustre sovrano africano.

## UNO SPETTRO CHE SI AGGIRA

Già, l'inflazione. Questo spettro si aggira ciclicamente (lo abbiamo visto in questo ultimo anno) sui mercati di beni e servizi e influisce sul potere d'acquisto della moneta e, di conseguenza, sulle scelte di allocazione degli investimenti di privati e operatori. Ebbene, l'oro è stato visto spesso come una sorta di antidoto a questo fenomeno, ovvero come qualcosa in grado di neutralizzare gli effetti negativi che l'inflazione causa ai nostri portafogli. Ma è stato sempre veramente così? Analizziamo qualche dato.

Fino all'inizio degli anni '70, questa risorsa svolse la funzione di garanzia delle valute degli stati nazionali; in pratica il numero di banconote emesse da ciascun paese era in qualche modo collegato e garantito, appunto, dalla quantità di riserve auree custodite nei caveau della propria banca centrale. Nel 1971 gli Stati Uniti, che,

avendo la più grande riserva d'oro del mondo, avevano ricoperto il ruolo di nazione leader, anche in seguito agli esiti a dir poco catastrofici della guerra del Vietnam sull'economia nazionale e del conseguente oneroso impatto sulla propria bilancia dei pagamenti, disdettarono col presidente Nixon gli accordi di Bretton Woods del 1944, nei quali era stato stabilito di fissare il prezzo di un'oncia d'oro (l'oncia troy è universalmente l'unità di misura del pregiato metallo) a 35 dollari. Da allora, il prezzo dell'oro iniziò a fluttuare e, come ricorda **Bert Flossbach**, azionista e fondatore della casa di investimento tedesca **Flossbach von Storch**, in breve schizzò sopra i 100 dollari per arrivare oltre gli 800 con la crisi petrolifera della seconda metà degli anni '70.

## UNA LUNGA RISALITA

Quando l'allora presidente della Federal Reserve Paul Volker tirò il freno, aumentando il tasso di riferimento a livelli oggi inimmaginabili, attorno al 20%, si ridussero, sia le aspettative inflazionistiche, sia il prezzo del metallo giallo, che arrivò a quotare dopo un ventennio, nel marzo del 2001, intorno a 250 dollari. Da quel momento, è partita una lunga ma costante risalita delle quotazioni che, in un decennio, hanno rag-

\* Esperto di formazione bancaria e assicurativa.

\*\* Consulente finanziario.

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

giunto un primo massimo fatto segnare a circa 1.900 dollari nell'agosto 2011. Dopo una successiva discesa fermatasi a fine 2015, il valore è risalito a un successivo nuovo record, toccando 2063 dollari nell'agosto 2020, seguito da una nuova discesa. Si è riavvicinato ai massimi storici, sfiorandoli, nel febbraio 2022, poi è di nuovo diminuito e si aggira in questi giorni attorno a 2.000 dollari per oncia troy. Una traiettoria alta-



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

anno, ma anche la direzione e la velocità dei movimenti in entrambe i sensi, possiamo osservare che, sebbene l'oro sembri offrire una ragionevole copertura contro l'inflazione nel lungo termine, non altrettanto avviene su periodi di tempo più brevi. Secondo **Chris Mellor**, head of Emea Etf equity & commodity product management di **Invesco**, due sono i principali driver del prezzo dell'oro: la paura degli eventi imprevisti e il livello dei tassi reali. Poiché non paga un dividendo, non ha una data di scadenza e ha una qualità "emotiva", è difficile valutarlo utilizzando i modelli finanziari tradizionali. Il metallo giallo, probabilmente più di qualsiasi altro bene, vale ciò che le persone sono disposte a pagare per averlo.

hanno continuamente incrementato le proprie riserve (gli Usa ne hanno 8 mila tonnellate, la Germania 3.300, l'Italia 2.450, la Francia 2.300, la Russia 2.300, la Cina 2.000, la piccola Svizzera 1.000). Lo comprano o lo vendono, sia per scopi finanziari, sia per variare il livello delle riserve; inoltre può essere dato in deposito per ricavarne un reddito e, infine, è possibile utilizzarlo come garanzia per ottenere prestiti sul mercato, come accadde alla Banca d'Italia nel 1976 nei confronti della Bundesbank. Tra l'altro, forse non tutti sanno che, sia per obbedire a un intuitivo sistema di diversificazione del rischio, sia per ridurne i costi di trasferimento, gli istituti centrali non detengono fisicamente le proprie risorse aurifere in un unico luogo e neppure solo nel proprio paese. Il nostro istituto d'emissione, ad esempio, conserva il 5% delle proprie riserve nel Regno Unito, il 6% nella Confederazione Elvetica e il 43% negli Stati Uniti: oltre la metà del "nostro" oro si trova, dunque, oltre frontiera!

### È RARO

Ma piace anche ai privati. Innanzitutto perché è estremamente raro: si stima che tutto l'oro estratto dalla notte dei tempi equivalga approssimativamente al contenuto di 70 piscine olimpiche. E certamente anche per alcune caratteristiche intrinseche di questo metallo. Innanzitutto la sua origine: probabilmente è un prodotto della fusione chimica del ferro stellare in metalli più pesanti (come l'uranio) che non si trovano naturalmente sul nostro pianeta. Inoltre, la sua sostanziale indistruttibilità: può essere sciolto con mezzi chimici, ma non si dissolve; semplicemente si disperde, ma può essere sempre recuperato ed è praticamente eterno. Infine, è un buon conduttore termico ed elettrico, essendo estremamente duttile (cioè può essere allungato senza rompersi) e malleabile: un solo grammo può essere modellato fino a formare un foglio largo un metro, o allungato in trazione così da creare un filo lungo 165 metri. È inerte dal punto di vista chimico, il che significa che è resistente alla corrosione e in grado di mantenere il suo stato invariato per millenni. Allo stato puro, poi, l'oro è un metallo lucido e giallastro, un aspetto che conserva anche quando viene unito ad altri elementi. Poiché ha bassi stati di ossidazione, è molto resistente alla corrosione e agli agenti atmosferici e non perde la sua naturale lucentezza anche quando, come avviene di solito, è legato ad altri metalli per indurirlo e poterlo utilizzare commercialmente, industrialmente o in modo decorativo. Tutto ciò contribuisce da sempre a mantenerne il fascino inalterato nel tempo.

**“ Due sono i principali driver del prezzo dell'oro: la paura degli eventi imprevisti e il livello dei tassi reali. Poiché non paga un dividendo, non ha una data di scadenza e ha una qualità "emotiva", è difficile valutarlo utilizzando i modelli finanziari tradizionali. Il metallo giallo, probabilmente più di qualsiasi altro bene, vale ciò che le persone sono disposte a pagare per averlo ”**

lenante, che spesso ha avuto poco a che vedere con l'inflazione. Il prezioso metallo, quindi, più che proteggere a breve contro l'inflazione mostra di essere «una riserva di valore nel lungo termine», aggiunge Bert Flossbach.

### NON PAGA DIVIDENDO

Se, tuttavia, esaminiamo ulteriormente i dati e consideriamo non solo le variazioni anno su

riuscissero a controllare l'inflazione e a portarla in modo duraturo verso il loro target del 2%, rimarrebbero poche valide ragioni per investire in oro. Almeno per gli investitori in dollari, che possono acquistare obbligazioni indicizzate all'inflazione», conferma Flossbach.

Di sicuro l'oro piace. Piace anche alle banche centrali, che fino a 10 anni fa erano venditrici nette del costoso metallo e che, invece, da allora

### BANCA GENERALI

# Nuove opportunità di investimento con i certificati

a cura di Emanuela Zini

In un contesto di mercato caratterizzato dal cambio di paradigma delle politiche monetarie e dalle crisi geopolitiche e climatiche, le obbligazioni e i prodotti di investimento strutturati come i certificate confermano di essere un buon aiuto nella diversificazione di portafoglio, aprendo nuove opportunità di investimento. «Le situazioni di incertezza mondiali, espresse da livelli di volatilità implicita consistentemente elevati, sono condizioni che danno un ampio margine di manovra per la strutturazione di certificate e di bond», commenta **Melania D'Angelo**, responsabile della direzione risparmio amministrato di **Banca Generali**, che aggiunge: «Si tratta di soluzioni camaleontiche, che hanno la capacità di adattarsi alle richieste di protezione e rendimento dei risparmiatori e che si contraddistinguono per le caratteristiche migliorative rispetto a quelle precedenti, a partire dai livelli del premio, sino all'esposizione al rischio equity di sottostanti value, nel sentiero della costante innovazione di prodotto».

#### SERVIZIO DEDICATO

L'offerta dei certificate e dei bond in Banca Generali viene realizzata, sia attraverso collocamenti aperti a tutta la rete in public offer, sia tramite collocamenti in private placement con l'obiettivo di intercettare richieste sempre più personalizzate da parte della clientela Hnwi, con un servizio dedicato, sia pre, sia post collocamento.

«La banca, guidata dall'amministrato-

re delegato Gian Maria Mossa, grazie al servizio "Hub certificate & bond", si conferma come uno dei più importanti player di mercato nella distribuzione di questi prodotti e ha vinto per quattro volte consecutive l'Italian certificate Awards come migliore distributore reti private», fa notare Banca Generali.

#### NUOVE SFIDE

Continua poi il percorso della banca privata nel sentiero dell'ampliamento della piattaforma emittenti, dell'ottimizzazione dei costi e dell'innovazione di prodotto e servizi. Un focus particolare è stato dedicato ai servizi pre e post collocamento che si sono arricchiti con le "Video Brochure" e la sezione "Opportunità di acquisto sul



**MELANIA D'ANGELO**  
responsabile della direzione  
risparmio amministrato  
Banca Generali

mercato secondario" all'interno della newsletter settimanale a disposizione, sia dei consulenti, sia dei clienti.

«In questo contesto di mercato sempre più ondivago, la vicinanza da parte della banca ai propri consulenti, sia in termini di costante formazione e conoscenza del prodotto, sia di supporto alle quotidiane richieste che provengono dalla clientela, sono gli elementi fondamentali per offrire un servizio sempre più distintivo e di eccellenza», conclude Melania D'Angelo. «Anche per il 2023, Banca Generali, con il servizio Hub certificate & bond, cercherà di alzare sempre più l'asticella ponendosi nuove sfide per continuare a offrire un servizio di eccellenza nell'industria dei certificate e dei bond».



### CAPITAL GROUP

# L'Opec dei chip

a cura di Boris Secciani

Il comparto dei semiconduttori nell'ultimo triennio ha conquistato un'attenzione mediatica come non era mai successo in precedenza. La pandemia, con l'esplosione della domanda di tutto ciò che è connesso alla digitalizzazione, e la frattura politica epocale fra Cina e Stati Uniti hanno portato questo segmento dell'elettronica, prima a registrare tassi di crescita del fatturato, degli utili e dei profitti notevolissimi, poi ad andare incontro, nell'annus horribilis 2022, a cali ingenti delle quotazioni e a deterioramenti dei margini. Simili sviluppi in sé non rappresentano certo una novità: notoriamente, infatti, si tratta di un settore che, pur nell'ambito di un imponente trend di crescita strutturale, tende a essere caratterizzato da ciclici fenomeni di boom and bust. Di conseguenza, viste le necessità non esattamente ridotte a livello di capex, investire sui protagonisti dei microchip non è mai stato un compito facile.

#### RIPRESA DURATURA?

Nello specifico, dopo il pessimo anno passato e il rimbalzo recente, diversi osservatori si stanno chiedendo se siamo di fronte a una ripresa duratura oppure se ad attenderci ci sono ancora diversi trimestri di scarico delle tossine in eccesso. Se si analizzassero le prospettive del complesso dei semiconduttori con la logica del passato, la conclusione più ovvia sarebbe improntata a un certo pessimismo. Probabilmente, ancora uno, o forse due anni, di forche caudine dovrebbero essere messi in conto.

#### CICLI MENO VOLATILI

**Shailesh Jaitly**, investment analyst di **Capital Group**, ritiene, però, che il settore sia andato incontro, negli ultimi decenni, a un tale consolidamento da rendere meno volatili i cicli: «Le cose possono cambiare molto rapidamente: all'inizio della pandemia c'era una significativa carenza di semiconduttori, mentre ora, in alcune parti della filiera, il settore è alle prese con un eccesso di scorte. Questa situazione ha portato a un sell-off dei titoli dei semiconduttori e ha fatto sorgere alcuni interrogativi in merito alla portata e alla durata di questa flessione. Un primo interrogativo riguarda il fatto se l'attuale calo sia diverso dai precedenti cicli dei semiconduttori. Ogni ciclo è differente dall'altro ed è difficile stimare la durata e la gravità di un crollo. Tuttavia, sarebbe un errore paragonare questo periodo alle precedenti flessioni. Nel decennio 2000-2010, la maggior parte delle flessioni del settore dei semiconduttori era correlata a squilibri dell'offerta la cui risoluzione richiedeva in genere un po' di tempo. Diverse fonderie erano in concorrenza tra loro, talvolta anche con i loro stessi clienti, e le aziende produttrici di memorie di Taiwan e del Giappone aspiravano a conquistare quote di mercato. Anche il mercato delle apparecchiature per semiconduttori era frammentato. Oggi, invece, il settore è più consolidato e la domanda è più sostenuta, poiché i semiconduttori sono proliferati all'interno delle applicazioni che utilizziamo quotidianamente. Tre società controllano la produzione globale di chip all'avanguardia: Tsmc (Taiwan



**SHAILESH JAITLEY**  
investment analyst  
Capital Group

Semiconductor Manufacturing), Samsung Electronics e Intel. Inoltre, la quota di mercato dei cinque principali produttori di apparecchiature è salita a circa il 75% rispetto al 40% dei primi anni 2000». Quasi un'Opec dei semiconduttori.

#### PICCO DELLE SCORTE

La continua ascesa della complessità tecnologica di questi prodotti, il salto di qualità e di potere finanziario delle economie del Nord-Est dell'Asia e il processo di consolidamento complessivo del sistema globale, hanno portato a una concentrazione e a un altissimo grado di efficienza, che si fa sentire soprattutto dove è generata la maggior parte del valore aggiunto dei chip. Ancora Jaitly sostiene: «In generale, riteniamo che le scorte di semiconduttori logici, che costituiscono il cervello dei dispositivi elettronici, abbiano probabilmente raggiunto il picco nel terzo trimestre, mentre le scorte di chip di memoria, che consentono di memorizzare i dati, sono ancora in aumento e potrebbero raggiungere il picco a metà del 2023. La correzione dei chip analogici (utilizzati nei circuiti per controllare i segnali trasmessi ai chip logici) sarà probabilmente più lenta, dato il ciclo di obsolescenza dei prodotti più lungo e i prezzi relativamente stabili. Il rischio di accumulare scorte in eccesso di chip più avanzati è minore, perché la minaccia dell'obsolescenza del prodotto limita il comportamento di accumulo da parte di distributori e produttori». Su questa base, pur con le cautele del caso, si può tornare a guardare i semiconduttori come un tema fondante di qualsiasi strategia azionaria tesa a generare alfa.

### RISCHI CLIMATICI E AMBIENTALI. LE ASPETTATIVE DELLA VIGILANZA PER GLI INTERMEDIARI

# Il piano d'azione suggerito dalla Banca d'Italia

di Lorenzo Macchia (Zitiello Associati)

Nel mese di aprile 2022 Banca d'Italia ha pubblicato un documento con le aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali (di seguito, "Aspettative") delineando gli ambiti che gli intermediari vigilati bancari e finanziari dovrebbero adottare al fine di adempiere ai principi enunciati dalla normativa di derivazione comunitaria in tema di sostenibilità ambientale e rischi climatici.

Le Aspettative, pur richiamando in vari passaggi il Regolamento Sfdr (2088/2019) e il Regolamento Taxonomy (852/2020), normative di riferimento in ambito Esg, mirano a fornire indicazioni di carattere generale e non vincolanti per i soggetti vigilati circa l'integrazione dei rischi climatici e ambientali nei sistemi di governo e controllo, nel modello di business e nella strategia aziendale, nel sistema organizzativo e nei processi operativi, nel sistema di gestione dei rischi e nell'informativa al mercato.

#### UN APPROCCIO UNITARIO

È stato seguito un approccio unitario rivolto a tutte le tipologie di intermediari vigilati dalla Banca d'Italia che dovrebbe garantire la coerenza dell'azione di vigilanza e l'applicazione di uguali principi alla stessa attività indipendentemente dalla forma giuridica adottata.

Ad esempio, le Sgr che gestiscono fondi di credito sono chiamate a valutare i rischi climatici e ambientali nel processo di erogazione del credito, nella duplice forma di rischi fisici e di transizione, come le banche e gli intermediari finanziari ex art. 106 del T.U.B. Allo stesso modo, le banche che prestano servizi di gestione di portafogli e le compagnie assicurative che commercializzano soluzioni assimilabili a prodotti di investimento sono esposte a profili di rischio Esg simili a quelli del settore del risparmio gestito. L'adozione interna delle indicazioni di Banca d'Italia è rimessa al singolo intermediario secondo un principio di proporzionalità da declinarsi in base alla complessità operativa, dimensionale e organizzativa nonché alla natura dell'attività svolta.

In seguito alla pubblicazione delle Aspettative l'autorità di vigilanza ha distribuito a un campione di 86 intermediari non bancari (tra cui alcune società di gestione) un questionario di autovalutazione, volto ad apprezzare il livello di integrazione

dei rischi climatici e ambientali nei paradigmi gestionali così come delineati e raccomandati nelle Aspettative.

#### PROSEGUIRE GLI SFORZI

Con comunicazione del 10 gennaio 2023 Banca d'Italia ha dato conto delle criticità emerse dall'esame dei questionari rilasciati dagli intermediari non bancari e ha cercato di sollecitare il comparto a proseguire gli sforzi nel valutare approfonditamente l'esposizione ai rischi Esg e adottare piani di azione in grado di favorire nel medio termine una progressiva integrazione dei rischi climatici e ambientali nelle strategie aziendali, nei sistemi di governo e controllo e nel risk management framework.

Nello specifico, in relazione al modello di business, è stata rilevata scarsa attenzione al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità

«È stata riscontrata una scarsa integrazione dei rischi di sostenibilità nel sistema di risk management aziendale. A tale proposito l'autorità di vigilanza ha suggerito agli intermediari di completare la mappatura degli eventi di rischio che potrebbero manifestarsi in relazione a fattori climatici e ambientali per poi definire un adeguato sistema di limiti e indicatori di rischio integrando, laddove presente, il cosiddetto Risk Appetite Framework»



tà della strategia aziendale: gli intermediari si sono limitati, nella maggior parte dei casi, a ricondurre il tema della sostenibilità delle strategie aziendali alla presenza nella propria offerta commerciale di prodotti "green" o "socialmente responsabili".

Secondo la Banca d'Italia gli intermediari non bancari dovrebbero adottare specifici indicatori di performance ambientale e climatica in funzione dei diversi modelli di business adottati.

#### **PIÙ IMPEGNO NELLA FORMAZIONE**

Con riferimento ai sistemi di governo e controllo è emersa la consapevolezza dei vertici aziendali del tema della sostenibilità, tuttavia, è stato rilevato che gli organi amministrativi al momento non hanno competenze sui temi climatici e ambientali. L'autorità di vigilanza auspica un maggiore impegno nell'utilizzo della leva formativa, attesa la complessità delle materie e la sua continua

evoluzione, nonché l'adozione di strutture aziendali dedicate al tema sostenibilità, il rafforzamento del coinvolgimento delle funzioni di controllo e l'integrazione dei sistemi informativi e di reporting.

Infine, è stata riscontrata una scarsa integrazione dei rischi di sostenibilità nel sistema di risk management aziendale. A tale proposito l'autorità di vigilanza ha suggerito agli intermediari di completare la mappatura degli eventi di rischio che potrebbero manifestarsi in relazione a fattori climatici e ambientali per poi definire un adeguato sistema di limiti e indicatori di rischio integrando, laddove presente, il cosiddetto Risk Appetite Framework. La Banca d'Italia si aspetta un piano di azione entro il 31 marzo 2023, approvato dal consiglio di amministrazione di ciascun intermediario non bancario, contenente i presidi che i soggetti vigilati intendono adottare al fine di colmare le lacune rappresentate.

Kairos International Sicav

# BOND PLUS



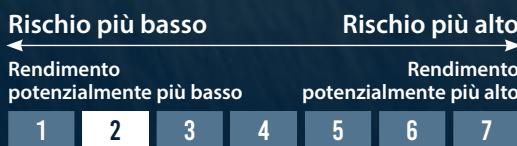
## LA FLESSIBILITÀ SI FA RESILIENZA

Flessibilità, elevata diversificazione del portafoglio e una ultradecennale storia di successo sono i punti di forza di KIS BOND PLUS, la soluzione di Kairos Partners SGR. Mai come oggi è il momento opportuno per investire nei mercati obbligazionari.



I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

	+17,7%	+5,9%	+7,4%	+2,0%	+1,0%	+6,2%	-6,1%	+6,0%	+9,0%	+2,2%	-8,4%	RENDIMENTO CUMULATIVO A 5 ANNI*	RENDIMENTO CUMULATIVO A 10 ANNI**
KIS BOND PLUS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	+1,67%	+26,00%



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

**KAIROS**  
a Julius Baer Group company

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

Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa, non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento e non sono dirette a persone residenti negli Stati Uniti o ad altri soggetti residenti in Paesi dove il Fondo non è autorizzato alla commercializzazione. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espresa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivati da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazione senza preavviso né successiva comunicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web [www.kairospartners.com](http://www.kairospartners.com). La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari. (\*) Dati dal 30/12/2017 al 30/12/2022, Classe P-EUR. (\*\*) Dati dal 30/12/2012 al 30/12/2022, Classe P-EUR.

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

# CONSULENTI &

# RETI



«Con la crescente maturità della rete, può

migliorare la consapevolezza delle reali potenzialità del nostro modello di business integrato e sinergico. Vedo tre driver principali:

- investire su formazione e strumenti per i nostri life banker, in modo da favorire al meglio una proposizione commerciale a tutto tondo;
- coinvolgere e responsabilizzare in misura crescente la linea manageriale nell'evoluzione strategica del nostro ruolo nel mercato;

- puntare sull'innovazione tecnologica quale fattore abilitante, sia per l'efficienza operativa, sia per lo sviluppo della relazione su una dimensione

ibrida (fisica e digitale) che guardi ai clienti di oggi, ma anche alle generazioni

più giovani».

**LUCA ROMANO**  
responsabile  
**Bnl Bnp Paribas Life Banker**

# Un impegno molto sfidante

a cura di Alessandro Secciani

Il ruolo di responsabile di **Bnl Bnp Paribas Life Banker** è passato senza particolari traumi da **Ferdinando Rebecchi**, che nove anni fa aveva fondato la rete di consulenti, a **Luca Romano**, 51 anni, che ricopriva la carica di deputy head già da diverso tempo. Del resto, lo stesso Rebecchi, che vanta oltre 43 anni di carriera nel mondo della finanza, con importanti responsabilità di vertice, mantiene un incarico all'interno della struttura, come di consulente per lo sviluppo commerciale del network.

In realtà, il mandato che Romano ha appena assunto, dopo un percorso di 25 anni all'interno del gruppo Bnl, non comporta responsabilità lievi: la struttura che va a dirigere ha circa 700 banker in attività e oltre 13 miliardi di Aum, ma il programma di crescita prevede che i professionisti salgano a 1.000 unità in tutta Italia e gli asset in gestione arrivino a 20 miliardi. In pratica, in un triennio

scarso è prevista una crescita complessiva di circa il 50%. Sicuramente un impegno non da poco, soprattutto in un momento come l'attuale che vede grandi incertezze sui mercati.

Fondi&Sicav ha chiesto a Romano come si muoverà nel suo nuovo incarico e quali novità sostanziali apporterà alla struttura di consulenza finanziaria del gruppo francese.

**Prima domanda quasi ovvia: come mai si è arrivati a questo cambio della guardia? Quali sono state le motivazioni?**

«È stata una scelta che guarda al futuro, facendo leva sul prezioso lavoro fatto insieme in questi anni. Un passaggio preparato e programmato con il quale pensiamo di potere valorizzare al meglio una squadra che oggi ha solo cambiato modulo di gioco: l'ottica è sperimentare una formula di governo della rete ancora più



vicina ai nostri life banker e ai clienti».

**In un anno molto difficile per i mercati le reti, hanno tutte incrementato con ottimi numeri la raccolta: forse è la prima volta che succede un fatto di questo genere. Quali sono stati secondo lei i motivi alla base di questo fenomeno?**

«È vero, alla fine il 2022 è stato un anno molto positivo, secondo solo al 2021, l'annus mirabilis nella storia della consulenza finanziaria. Al di là della raccolta, come evidenziato, il dato più importante è la continua crescita dei clienti che si rivolgono ai consulenti finanziari. Credo

che si tratti di un segnale, ancora una volta, del valore della nostra professione sul mercato, che continua a riscuotere fiducia soprattutto nei momenti di maggiore incertezza e quanto la vicinanza qualificata ai risparmiatori assuma una rilevanza anche sociale, fondamentale per il sistema Paese, oggi e per il futuro».

**Quali sono stati gli strumenti più richiesti da parte dei vostri clienti? Azionario od obbligazionario? Amministrato o gestito?**

«Negli ultimi mesi dell'anno abbiamo assistito a un ritorno di interesse per il mercato obbligazionario, visti i rendimenti offerti, sia dai titoli governativi,

sia da quelli corporate investment grande. Mentre, per quanto riguarda la parte azionaria, il ricorso a un avvicinamento graduale, come avviene con i piani di accumulo o gli ingressi frazionati (questi ultimi per importi più consistenti già disponibili, ma non investiti), si sono rivelati soluzioni apprezzate in questa fase di particolare volatilità. Le polizze assicurative hanno mantenuto attrattività considerando, ovviamente, le molteplici funzioni che svolgono, ma anche grazie alle soluzioni flessibili di investimento sottese, come ad esempio, nelle nostre multiramo».

**Quanto ha contato, nei comportamenti della clientela, l'arrivo, dopo tanti anni, dell'inflazione? Ha costituito uno shock positivo?**

«È un dato che ha certamente condizionato i comportamenti della clientela nel corso del 2022. I livelli di inflazione record, i violenti rialzi dei tassi da parte delle banche centrali con la conseguente correzione del mercato obbligazionario e le tensioni geopolitiche hanno spinto i clienti sprovvisti di un supporto a un atteggiamento più prudente, arrivando addirittura ad accrescere ulteriormente la liquidità sui conti correnti. La corretta e disciplinata guida dei nostri consulenti ha, invece, ridotto di molto questo dannoso immobilismo e svolto un ruolo fondamentale nell'individuazione delle corrette strategie e soluzioni, tese a salvaguardare il valore reale dei risparmi, oltre che la loro crescita».

**Quali sono stati i vostri consigli a una clientela certamente molto preoccupata nel momento in cui tutto andava malissimo?**

«In un contesto così difficile abbiamo suggerito di aumentare il livello di diversificazione all'interno dei portafogli, ad esempio utilizzando in ottica "satellite" i fondi tematici, che consentono di investire nei trend secolari che si stanno consolidando. Inoltre, l'incremento delle asset class di riferimento è stato reso possibile anche attraverso l'uso dei certificati, che negli ultimi anni hanno aiutato i clienti nella ricerca di cedole in un mondo a tasso zero e oggi possono continuare ad aiutarli con la protezione del



capitale. Pensiamo, ad esempio, agli equity protection. Tutti questi strumenti hanno svolto la loro funzione appieno, grazie e insieme ai servizi di investimento che possiamo mettere a disposizione dei nostri clienti. Al fianco delle piattaforme assicurative, per esempio, abbiamo suggerito di inserire servizi di investimento come le gestioni patrimoniali che, grazie alla delega a un gestore dedicato di una parte del portafoglio, possono sfruttare in modo dinamico le opportunità che si presenteranno nel corso dell'anno e oltre. Infine, con il servizio di consulenza evoluta, i nostri life banker possono mettere a disposizione dei loro clienti tutta l'expertise del wealth management di Bnp Paribas, con una strategia di investimento globale, servizi di analisi e selezione di titoli e fondi e un desk di advisory dedicato».

**Come vedete i mercati nel 2023? Quali messaggi state dando agli investitori su questo tema?**

«È probabile che anche il 2023 possa essere un anno piuttosto complesso per

i mercati, seppure con connotazioni più positive rispetto al 2022. Dallo scorso novembre, per quanto molti dei fattori che hanno penalizzato i listini lo scorso anno siano ancora sul terreno, abbiamo un approccio più costruttivo. Per questo motivo, crediamo che sarà indispensabile interpretare i mercati in modo più opportunistico, sia sul mercato azionario, sia su quello obbligazionario, che è tornato a offrire alcune chance, soprattutto sfruttando prodotti flessibili e molto diversificati. Rivolgersi a professionisti e avvalersi di servizi di consulenza avanzata sarà sempre più importante».

**Quali sono i vostri obiettivi di recruiting? Che cosa offrite in concreto a un consulente esperto che voglia entrare a lavorare con voi? Ci sono aree nelle quali siete più interessati a incrementare la vostra presenza?**

«Per fare crescere la squadra dei life banker, stiamo agendo su tre direttive: la proposizione rivolta a consulenti finanziari con esperienza e portafoglio consolidato;

l'opportunità offerta a dipendenti di banca di valutare un approccio imprenditoriale alla professione, che potenzialmente restituisca maggiore soddisfazione lavorativa e gratificazione economica e, da ultimo, ma non per questo meno importante, la ricerca di giovani, brillanti neolaureati o professionisti che stanno iniziando a muovere i primi passi in questo settore. Chi ci sceglie sa di potere lavorare nel gruppo bancario leader in Europa, di contare su un contesto di grande collaborazione da parte di una rete solida di professionisti e di fare leva su un'offerta al cliente davvero completa di prodotti e servizi di investimento, di finanziamento e patrimoniali, per famiglie e aziende. Abbiamo realizzato un modello di business veramente unico sul mercato e nel quale il consulente è immerso in un ecosistema veramente completo di soluzioni e competenze in cui muoversi, aiutato da figure pronte di riferimento, in piena libertà. Pur con pochi anni di storia, siamo diventati uno dei principali player del settore e gli spazi di crescita che il nostro modello ci offre sono tali e tanti che la nostra presenza

potrà ulteriormente consolidarsi in tutte le regioni d'Italia».

#### **E sul piano della raccolta avete obiettivi già stabiliti?**

«I target da realizzare sono quelli ben delineati dal piano di crescita 2025, che vede un incremento sostenuto degli asset complessivi. È un impegno molto sfidante, ma in linea con l'evoluzione anche del nostro modello di business che migliora sempre di più la possibilità di interagire sinergicamente con tutte le anime che compongono la nostra realtà di gruppo».

#### **Offrite prodotti illiquidi alla clientela private?**

«Facendo parte di un grande gruppo internazionale, possiamo mettere a disposizione della clientela private anche prodotti illiquidi. In particolare, su questa tipologia di prodotti abbiamo un team dedicato che analizza gli strumenti, non sempre di facile interpretazione, e ci aiuta nella selezione e nell'individuazione dei prodotti più adatti alle esigenze del cliente».

#### **Quali sono i servizi che vi caratterizzano nei confronti del cliente imprenditore?**

«Grazie all'appartenenza al Gruppo Bnp Paribas, i life banker sono in grado di accompagnare gli imprenditori in tutte le scelte riguardanti l'azienda: dall'affiancamento con gli affidamenti per supportare il ciclo produttivo, le progettualità e investimenti di medio-lungo periodo, allo smobilizzo di crediti e alle soluzioni di leasing, dalla valutazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare aziendale, alla gestione delle flotte aziendali. Siamo in grado di offrire un concreto supporto anche nelle operazioni di M&A o leverage/family buy out, anche nell'ottica del passaggio generazionale. Inoltre, per l'imprenditore, risultano interessanti anche soluzioni quali il patto di famiglia, la costituzione di holding, l'intestazione fiducaria o il trust, che i life banker possono offrire grazie alla piattaforma professionale che mettiamo loro a disposizione con risorse interne e/o partner selezionati».

**Si parla sempre in questi tempi di clienti private, ma ci sono anche i clienti piccoli, con po-**



Luca Romano con Ferdinando Rebecchi

#### **che migliaia di euro da investire. Che cosa offrite loro? Quale tipo di consulenza?**

«È un tema molto caldo in questo momento nel quale si parla di "eliminazione degli incentivi". Voglio dire subito che l'approccio del consulente finanziario è storicamente orientato a fornire ai propri clienti un modello di servizio di qualità al di là del "segmento" di appartenenza, pur rilevando le ovvie differenze di offerta in relazione ai diversi fabbisogni. Cosa che auspico rimanga sempre possibile con un framework normativo che non vada a invece creare barriere di accesso alla consulenza finanziaria, facendo riferimento a modelli realizzati altrove. I nostri life banker hanno a disposizione una gamma di offerta, sia nel mondo degli investimenti, sia in quello dei finanziamenti a individui e imprese, talmente vasta da potere soddisfare veramente ogni tipo di esigenza: dal prodotto di investimento sartoriale, costruito con le nostre fabbriche prodotto o realizzato dai nostri partner, ai certificati di deposito; dal credit lombard, al mutuo o al prestito personale».

#### **Sia pure in un quadro di continuità, che cosa le piacerebbe portare di nuovo nella rete che ha cominciato a dirigere?**

«Sicuramente un numero sempre maggiore di nuovi colleghi di valore che si uniscano alla nostra squadra. Spirito a parte, con la crescente maturità della rete, può migliorare la consapevolezza delle reali potenzialità del nostro modello di business integrato e sinergico. Vedo tre driver principali:

- investire su formazione e strumenti per i nostri life banker, in modo da favorire al meglio una proposizione commerciale a tutto tondo;
- coinvolgere e responsabilizzare in misura crescente la linea manageriale nell'evoluzione strategica del nostro ruolo nel mercato
- puntare sull'innovazione tecnologica quale fattore abilitante sia per l'efficienza operativa, sia per lo sviluppo della relazione su una dimensione ibrida (fisica e digitale) che guardi ai clienti di oggi, ma anche alle generazioni più giovani».

**CONSULENTI & RETI**

**RACCOLTA ALLE STELLE NELL'ANNO PIÙ DIFFICILE  
PER I MERCATI**

**CONSULENTI &  
RETI**

# Nuovi e vecchi investitori crescono

a cura di Alessandro Secciani

**L'ottima raccolta netta delle reti è arrivata non soltanto dai clienti più affezionati, ma si sono rivolti ai professionisti della finanza anche nuovi investitori, che hanno deciso di farsi assistere in un momento difficile come l'attuale. In ogni caso, non sono mancati gli sforzi di consulenti e banker di restare vicini e di rassicurare le persone più preoccupate di vedere svanire anni di guadagni sui mercati e che magari contavano di monetizzare presto i loro capital gain. Una grande spinta ai nuovi flussi positivi è venuta dall'inflazione, che ha convinto molti a non tenere più i capitali fermi nei conti correnti**

Nello scorso numero di Fondi&Sicav erano stati sentiti, in una sorta di intervista parallela, alcuni manager delle diverse società di distribuzione di prodotti finanziari che hanno commentato i sorprendenti ottimi risultati delle reti. Sorprendenti perché in un anno difficilissimo per tutti i mercati, nel quale hanno perduto sia gli investitori più propensi al rischio, sia quelli più prudenti che avevano puntato sul reddito fisso, ci si aspettava che si manifestasse una certa disaffezione nei confronti di chi aveva consigliato le strategie finanziarie. In realtà, nonostante da parte dei clienti sia stata spesso manifestata preoccupazione e, talora, chiara paura, la fiducia non è mancata e la raccolta netta al di sopra di ogni aspettativa lo ha dimostrato.

Alla base di questo fenomeno ci sono stati diversi punti di forza: da una parte, il contatto continuo con i risparmiatori, anche nei momenti più difficili, elemento questo che gli sportelli bancari non sempre sono riusciti a garantire. Dall'altra parte, ha molto contribuito il fatto che l'inflazione ha convinto sempre più persone a togliere liquidità inutilizzata dai conti correnti: i consulenti sono riusciti a spiegare che in un momento di forte incremento del costo della vita tenere i soldi fermi significava incassare perdite certe. E, probabilmente, su questo tema c'è ancora moltissimo lavoro da fare.

Di questi e altri argomenti hanno discusso **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**





**FABIO CUBELLI**  
condirettore generale  
**Fideuram-Intesa Sanpaolo**  
**Private Banking**

*«Un terzo della raccolta viene da consulenti neoreclutati e, quindi, per definizione da nuovi investitori, mentre la rimanente è suddivisa in maniera abbastanza paritaria tra clienti nuovi e già gestiti. L'attività di sviluppo di nuova clientela è fondamentale per tutti i nostri consulenti finanziari, anche quelli con molti anni di esperienza alle spalle, perché la crescita è un presupposto indispensabile per tutti i nostri professionisti»*

**FABIO CUBELLI**

**Widiba, Gianluca Scelzo**, consigliere delegato di **Copernico Sim, Massimo Taricco**, vicedirettore commerciale di **Banca Patrimoni Sella & C.**, e **Stefano Volpato**, direttore commerciale di **Banca Mediolanum**.

**La raccolta della vostra società è stata spinta soprattutto da nuovi clienti o da clienti già acquisiti che hanno incrementato le loro posizioni?**

**Marco Bernardi:** «Entrambi. Continuiamo a crescere nel nostro posizionamento

private con tanti imprenditori e professionisti che ci hanno raggiunti lo scorso anno. Ci tengo a sottolineare che la quasi totalità dei nostri flussi proviene dal lavoro della struttura esistente, che prosegue a raccogliere fiducia da clienti già acquisiti, così come da nuovi interlocutori».

**Fabio Cubelli:** «Un terzo della raccolta viene da consulenti neoreclutati e, quindi, per definizione da nuovi investitori, mentre la rimanente è suddivisa in maniera abbastanza paritaria tra clienti nuovi e già gestiti. L'attività di sviluppo di nuova clientela è fondamentale per tutti i nostri consulenti finanziari, anche quelli con molti anni di esperienza alle spalle, perché la crescita è un presupposto indispensabile per tutti i nostri professionisti, che sono di fatto degli imprenditori. E, a riprova di ciò, il driver fondamentale delle incentivazioni per tutte le nostre reti è proprio la crescita e quindi la raccolta netta».

**Luigi Provenza:** «La raccolta dello scorso anno è ugualmente distribuita tra nuovi clienti che hanno aperto i rapporti nell'anno e clienti già acquisiti che hanno incrementato le posizioni. Non c'è stata una catalizzazione».

**Gianluca Scelzo:** «I dati di raccolta dimostrano in maniera inequivocabile che i nostri clienti hanno aumentato mediamente le loro posizioni, ma allo stesso tempo



**MARCO BERNARDI**  
vicedirettore generale  
**Banca Generali**

*«I numeri dei flussi parlano da soli, ma soprattutto la crescita dei nostri banker, che ormai hanno un portafoglio nell'ordine di 36 milioni pro capite, riflette la qualità della vicinanza che esprimiamo e dell'offerta con la nostra struttura che è ormai un punto di riferimento nella sfera del private banking tra le reti»*

**MARCO BERNARDI**





**MASSIMO TARICCO**  
vice-direttore commerciale  
Banca Patrimoni Sella & C.

«Nella seconda parte del 2022, con i tassi che sono tornati a esprimere rendimenti a scadenza interessanti, abbiamo potuto confezionare, anche grazie alla nostra Sgr, prodotti tarati sulle esigenze espresse dalla clientela e dal mercato che proponessero un maggiore equilibrio tra prudenza e rendimento»

**MASSIMO TARICCO**

è chiaro che nell'ultimo anno, anche grazie a diverse iniziative commerciali mirate, abbiamo raggiunto molti clienti nuovi».

**Massimo Taricco:** «Nel corso dell'anno la raccolta è stata straordinaria e motivo di grande soddisfazione. Abbiamo assistito sostanzialmente a un pareggio tra i nuovi clienti e coloro che hanno incrementato le posizioni. Tutto ciò ha confermato l'efficacia del nostro modello di assistenza, di offerta commerciale e di organizzazione per coloro che sono già clienti, che hanno espresso la loro soddisfazione dandoci ulteriore fiducia. Nel contempo, ci incoraggia che il nostro brand risulti attrattivo e che si stia affermando sul mercato come un modello attento alle esigenze del cliente, la qual cosa ha certamente giovato ai nuovi conferimenti».

**Stefano Volpato:** «Abbiamo rilevato una condizione di equilibrio tra i nuovi clienti e quelli che già lo erano. Sicuramente



la fiducia di coloro che hanno incrementato la propria quota di portafoglio in Banca Mediolanum e di coloro che hanno iniziato ad avvicinarsi a noi l'anno scorso ci riempie di orgoglio. Ci tengo a evidenziare un dato: il 2022 è stato il nostro migliore anno in termini di acquisizione di nuova clientela. A fine novembre, tra Italia e Spagna, contavamo 155.100 nuovi clienti, che hanno fatto lievitare il dato complessivo a 1.679.500 clienti».

**Quali sono stati i vostri consigli a una clientela certamente molto preoccupata?**

**Marco Bernardi:** «Non farsi prendere dall'emotività. Avere pazienza e tenere la barra dritta sugli obiettivi di lungo periodo. La storia ci insegna che i mercati hanno sempre recuperato le posizioni e fatto passi avanti dai momenti più difficili. Guerra, inflazione e stretta monetaria sono fenomeni che hanno zavorrato il 2022, ma resta valida l'indicazione di valutare i fondamentali e farsi accompagnare dalle competenze dei nostri banker. Risparmio progressivo, gestioni attive e analisi accurata delle opportunità nel credito con tassi tornati appetibili rappresentano ancora di più un modo efficiente di investire».

**Fabio Cubelli:** «In queste fasi, bisogna dominare l'emotività che purtroppo è una naturale conseguenza della volatilità e dei cali di mercato. I suggerimenti principali sono sempre: diversificazione, orizzonte di medio periodo, coerenza degli investimenti col profilo di rischio del cliente e, nei casi di nuovi impegni, ingresso diluito nei mercati. È fondamentale affidarsi a un professionista della consulenza, evitando gli investimenti fai-da-te, se non si conoscono molto bene i mercati finanziari, anche perché molto spes-



**STEFANO VOLPATO**  
direttore commerciale  
Banca Mediolanum

«L'inflazione ha contribuito a rendere urgente un'inefficienza storica del nostro sistema economico. Mi riferisco alla montagna di liquidità ferma da anni, in maniera infruttuosa, sui conti correnti degli italiani, che ha continuato a incrementarsi anche durante gli anni della pandemia. Sui 2 mila miliardi di euro bloccati nei conti degli italiani, un'inflazione all'11,8% crea un'erosione pari a un altro Piano nazionale di ripresa e resilienza!»

**STEFANO VOLPATO**



**GIANLUCA SCELZO**  
consigliere delegato  
Copernico Sim

*«Già dalla fine del 2021, i nostri portafogli erano passati verso strumenti più prudenti e, sebbene la discesa nell'arco dell'anno sia stata da parte tutte le asset class abbastanza consistente, in termini di portafoglio siamo riusciti a reggere bene l'urto e quindi adesso cerchiamo di sfruttare le opportunità che si dovessero presentare sul mercato»*

**GIANLUCA SCELZO**

so questo tipo di investimenti risulta troppo concentrato in termini di rischio, di emittente o di area geografica».

**Luigi Provenza:** «Di non perdere mai di

vista gli obiettivi. Una corretta pianificazione finanziaria contribuisce, con l'aiuto del proprio consulente, a definire gli obiettivi, cioè le motivazioni per le quali stiamo investendo. Se non le perdiamo di vista, è possibile vivere meglio tutte le fasi di mercato e trasformare le situazioni complesse in opportunità».

**Gianluca Scelzo:** «La clientela che si è dimostrata preoccupata in percentuale è stata davvero poca: la moltitudine di strumenti a nostra disposizione, infatti, ci permette di diversificare gli investimenti in modo molto importante. Inoltre, già dalla fine del 2021, i nostri portafogli erano passati verso strumenti più prudenti e, sebbene la discesa nell'arco dell'anno sia stata da parte tutte le asset class abbastanza consistente, in termini di portafoglio siamo riusciti a reggere bene l'urto e, quindi, adesso cerchiamo di sfruttare le opportunità che si dovessero presentare sul mercato».

**Massimo Taricco:** «Qui torniamo un po' al concetto dell'assistenza continua e a un modello di servizio vicino ai clienti. Nelle fasi di mercato più turbolente, è sempre necessario ragionare insieme a loro sul contesto in cui ci si muove, oltre che sulle esigenze e sugli orizzonti temporali specifici. Un modello di vicinanza che aiuta, tra l'altro, a gestire l'emotività. Sul fronte più concreto dei suggerimenti, abbiamo caldeggiato un ingresso graduale sui mercati, ad esempio con i piani di accumulo, ed evidenziato già dall'inizio dell'anno l'opportunità di esaminare la parte assicurativa multiramo o di gestione separata come una componente prudente in un anno che si preannunciava volatile. Nella seconda parte del 2022, con i tassi che sono tornati a esprimere rendi-



**LUIGI PROVENZA**  
chief commercial officer  
investment & wealth management  
Banca Widiba

*«Una corretta pianificazione finanziaria contribuisce, con l'aiuto del proprio consulente, a definire gli obiettivi, cioè le motivazioni per le quali stiamo investendo. Se non le perdiamo di vista, è possibile vivere meglio tutte le fasi di mercato e trasformare le situazioni complesse in opportunità di investimento»*

**LUIGI PROVENZA**

menti a scadenza interessanti, abbiamo potuto confezionare, anche grazie alla nostra Sgr, prodotti tarati sulle esigenze espresse dalla clientela e dal mercato che proponessero un maggiore equilibrio tra prudenza e rendimento».

**Stefano Volpato:** «Nessuno vuole negare la complessità del momento attuale, ma non si tratta dell'unica crisi degli ultimi 60 anni e anche questa finirà. Può sembrare scontato a mente lucida e in una condizione di serenità d'animo, ma, quando si vive immersi nel presente, continuamente sollecitati da notizie negative che rimbalzano da un mezzo all'altro, si tende a pensare che questa fase sia unica e che durerà decenni. Invece, analizzando gli andamenti dei principali indici di borsa, emerge che i cicli di ribasso sono molto più corti rispetto a quelli di rialzo.



# Una grande spinta dall'inflazione

**Dopo decenni che non si vedeva più, l'inflazione ha rappresentato un elemento trainante per la raccolta delle reti. Le famiglie hanno colto il pericolo che i loro risparmi venissero brutalmente falciati da tassi di aumento del costo della vita anche superiori al 10%. E molte persone che si crogiolavano nella tranquillità di un conto in banca hanno deciso di reagire. Ma quanto è davvero contata l'inflazione sugli ottimi risultati dei consulenti finanziari?**

**Marco Bernardi (Banca Generali):** «L'inflazione genera paura e incertezza. La nostra raccolta si conferma su livelli molto forti da diversi anni, poiché è il bisogno di professionalità a spingere i risparmiatori verso il nostro modello di offerta e consulenza. La dinamica dei prezzi ha influito sulle soluzioni amministrate e sulla paura di breve, ma il trend delle reti ha una base d'eccellenza che proviene da lontano. Dieci anni fa avevamo 5 miliardi di masse e oggi 83, con una tenuta anche in un anno difficile come il 2022».

**Fabio Cubelli (Fideuram Ispb):** «Certamente l'inflazione nel 2022 è stato il fenomeno che ha generato maggiore incertezza sui mercati, mettendo fine a un lungo periodo di tassi negativi e di prezzi stabili. È chiaramente stato un game-changer al quale, però, le banche centrali hanno reagito con fermezza e con interventi rilevanti. Il settore, comunque, ha dimostrato di essere reattivo e preparato a gestire una fase di storno anche consistente. Le nostre reti sono costituite da moltissimi professionisti con esperienza pluriennale: sono advisor che di crisi ne hanno viste e gestite tante negli anni passati e, quindi, sono in grado di gestire l'emotività dei clienti. Dove, invece, siamo in presenza di consulenti giovani, questi lavorano in team con professionisti senior, che garantiscono formazione e affiancamento».

**Luigi Provenza (Banca Widiba):** «L'inflazione è qualcosa di nuovo per molti investitori. I più giovani ne hanno scoperto da poco l'esistenza, venendo da anni con bassi livelli. Trovarsi a fare i conti con un potere di acquisto ridotto rispetto al passato sicuramente ha modificato alcuni comportamenti e scelte di investimento. Gli interessi reali possono essere anche molto distanti da quelli generati dai propri investimenti: di conseguenza, sempre di più, serve l'assistenza di un professionista della finanza».

**Gianluca Scelzo (Copernico Sim):** «L'inflazione ha certamente provocato forti problemi ai portafogli fermi dei clienti, ma ancora l'italiano medio non ha la completa percezione di quanto sia per lui un danno lasciare i soldi nel conto corrente. Spesso, si tende a credere che aspettare sia una soluzione, ma nella maggior parte dei casi il non prendere una decisione è la peggiore delle decisioni».

**Massimo Taricco (Banca Patrimoni Sella & C.):** «L'inflazione, insieme al conflitto russo-ucraino, che ha ulteriormente alimentato la stessa inflazione, è stata l'elemento caratterizzante del 2022 e un driver importante sul quale si è immediatamente focalizzata l'attenzione dagli addetti ai lavori. Un elemento percepito, invece, con un certo ritardo da parte degli investitori, almeno nella prima parte dell'anno, legato forse alla concezione che se ne aveva negli anni passati di un indicatore stabile, contenuto e basso. In questa occasione, dal punto di vista tecnico, il combinato disposto di guerra, carenza di materie prime e maggiori consumi ha fatto assistere a un cambio di politica monetaria piuttosto importante, con impatti significativi. Ciò, chiaramente, ha costituito una sfida nel rassicurare e assistere i clienti: mentre la volatilità dei mercati azionari è stata facilmente compresa, sono state metabolizzate con maggiore difficoltà le dinamiche di un mercato obbligazionario estremamente debole e negativo per effetto di una politica monetaria restrittiva volta a contenere la crescente inflazione».

**Stefano Volpato (Banca Mediolanum):** «L'inflazione ha contribuito a rendere urgente un'inefficienza storica del nostro sistema economico. Mi riferisco alla montagna di liquidità ferma da anni, in maniera infruttuosa, sui conti correnti degli italiani, che ha continuato a incrementarsi anche durante gli anni della pandemia. Sui 2 mila miliardi di euro bloccati nei conti degli italiani, un'inflazione all'11,8% crea un'erosione pari a un altro Piano nazionale di ripresa e resilienza! Quando l'inflazione era prossima allo zero, era più difficile convincere le persone che lasciare i soldi parcheggiati in conto era una scelta a dir poco inefficiente. Agli attuali livelli dell'inflazione a tutti è ben chiaro che la liquidità in conto è un costo. Meno scontate sono le soluzioni percorribili».





Tornando alla domanda, un buon consulente finanziario deve essere in grado, non solo di portare valore aggiunto rispetto ai bisogni e ai progetti di vita e di aiutare le persone ad assumere la giusta prospettiva rispetto al presente, ma soprattutto dare prospettive per il futuro. Fermarsi alle sole notizie quotidiane può creare distorsioni nella percezione della realtà, che si compone anche di tanti imprenditori che tutti i giorni si rimboccano le maniche per le proprie aziende e per tutto l'indotto in cui sono inserite. Finché l'essere umano sarà animato da questo impeto di miglioramento continuo, lo sviluppo economico continuerà a progredire e con esso i mercati azionari che lo rappresentano».

**Avete organizzato eventi che hanno dato buoni risultati? Li state organizzando ancora? Quanto sono strategici per voi?**

**Marco Bernardi:** «Anche nei momenti più difficili della crisi siamo sempre stati vicini alla rete e ai clienti. Continuiamo a organizzare a diversi livelli incontri con i nostri professionisti e con la clientela, sia in chiave di formazione, sia di confronto sullo scenario. I numeri dei flussi parlano da soli, ma soprattutto la crescita dei nostri banker, che ormai hanno un portafoglio nell'ordine di 36 milioni pro capite, riflette la qualità della vicinanza che esprimiamo e dell'offerta con la nostra struttura che è ormai un punto di riferimento nella sfera del private banking tra le reti».

**Fabio Cubelli:** «Le nostre reti hanno sempre continuato a organizzare eventi, anche durante il periodo del Covid: in quelle occasioni abbiamo sfruttato i mezzi tecnologici a disposizione, con webinar, salotti

finanziari a distanza, etc. Gli eventi sono occasioni formidabili per estendere la cultura finanziaria, attività indispensabile nel nostro Paese. E servono tantissimo, sia a cementare il rapporto con i propri clienti, sia per farsi conoscere da clienti prospect attraverso il meccanismo dei referral. Ad esempio, le nostre reti organizzano molti incontri in occasione del lancio di fondi che investono nei mercati privati, per fare conoscere le logiche di queste tipologie di prodotti e come tali strumenti aiutano la crescita dell'economia reale attraverso investimenti diretti».

**Luigi Provenza:** «Sul fronte degli eventi abbiamo sempre una buona risposta da parte dei clienti. Nel corso del 2022, abbiamo realizzato più di 40 incontri formativi rivolti alla clientela e, come ogni anno, ne abbiamo intensificato l'organizzazione durante l'Octobre Edufin. Inoltre, abbiamo rinnovato la partnership con Feduf (Abi), sempre allo scopo di diffondere la cultura finanziaria in un'ottica di cittadinanza consapevole nella gestione dei risparmi».

**Gianluca Scelzo:** «Nel 2022 abbiamo organizzato diversi eventi commerciali, convegni e serate di educazione finanziaria online e in presenza, sia a livello aziendale, sia in collaborazione con alcune delle nostre società partner e stiamo programmando per il 2023 altri eventi simili, in numero ancora maggiore».

**Massimo Taricco:** «Abbiamo organizzato moltissimi eventi; è stato, in effetti, un anno molto importante per l'impegno profuso in questa direzione. Non tutti sono stati caratterizzati da specifiche tematiche di mercato, ma hanno avuto l'importante funzione di

valorizzare la vicinanza alla clientela e ai territori in cui operiamo. Abbiamo confermato il nostro desiderio di coinvolgere gli investitori, sia in eventi dimensionalmente ridotti, sia nell'ambito di iniziative di stampo più istituzionale. Esserci sempre ed essere vicini è parte fondante del nostro modello di servizio, motivo per cui continueremo in questa direzione anche nel 2023».

**Stefano Volpato:** «Sì, certamente, gli eventi sono l'occasione per raggiungere più persone e insieme riflettere sugli spunti che emergono dall'analisi di economisti, professori universitari ed esperti di geopolitica. A pochi giorni dallo scoppio della guerra abbiamo organizzato una puntata del format "Mediolanum Market Forum" per informare i nostri risparmiatori su che cosa stava accadendo a poche centinaia di chilometri dal nostro confine e sulle ripercussioni in economia e nelle nostre tasche. Questo filone di analisi si è evoluto in un format intitolato "Uno sguardo al futuro" organizzato dall'Università Bocconi di Milano, dal Salone del Risparmio e poi da Roma. A questi incontri nazionali sono seguiti momenti di confronto sul territorio per essere ancora più vicini alle province e ai piccoli centri. Il 13 febbraio, abbiamo realizzato un incontro, sempre di approfondimento e di orientamento delle scelte verso la "giusta prospettiva" (nome degli eventi sul territorio, n.d.r.), che ha collegato tra loro contemporaneamente i teatri e i cinema di 107 città. Contribuire a creare la giusta consapevolezza nelle persone è uno dei compiti fondamentali per un consulente finanziario che voglia veramente fare la differenza per le persone che si affidano a lui».

# Consapevolezza e responsabilità

a cura di Pinuccia Parini

**Tommaso Aiello**, partner e ceo di **The Good Idea**, prima B Corp del suo settore in Italia, racconta a Fondi&Sicav il processo di trasformazione del modello di business di un'azienda leader nel corporate merchandising, che ha deciso di investire nell'innovazione e in nuovi modi di realizzare le idee.

#### **Che cosa fa The Good Idea?**

«Siamo una società B Corp che produce merchandising corporate e promozionale per multinazionali, grandi aziende e private label a supporto di attività di marketing e comunicazione. In The Good Idea concepiamo, sviluppiamo e realizziamo i gadget che una società vuole abbinare alla vendita di un prodotto, ma anche oggetti brandizzati di ogni tipo, tra i quali prodotti private label. Siamo specializzati nel design, nello sviluppo creativo, nella produzione e nella logistica di questi oggetti. La nostra struttura, organizzata in team, ci consente di ottenere elevati standard qualitativi, offrendo ai nostri clienti un servizio rapido e flessibile in tutto il mondo. All'interno di The Good Idea lavorano professionisti con più di 20 anni di esperienza internazionale che ogni giorno si impegnano per rendere la nostra filiera e i nostri progetti sempre più sostenibili».

#### **Come si coniuga l'attività di merchandising con la sostenibilità?**

«Il nostro business, per sua connotazione, è poco sostenibile, perché si occupa della produzione di una vasta quantità di oggetti la cui

durata, nel tempo, può essere molto limitata. Proprio perché consapevoli di questo nostro limite, abbiamo iniziato una ricerca su vasta scala di materiali che ridimensionassero, anche sensibilmente, l'impatto ambientale dei prodotti realizzati. L'esigenza di muoverci in questa direzione è nata anni fa, quando ancora la sostenibilità non era un concetto così condiviso. È emersa da un lato da una nostra consapevolezza del problema, dall'altro dall'ispirazione che abbiamo ricevuto da parte di alcuni dei nostri clienti a muoverci in questa direzione. Abbiamo così sviluppato un nuovo percorso che ci ha portati a formulare alcune proposte di merchandising con prodotti meno impattanti, grazie a un approfondito studio sui materiali e i luoghi di produzione. Ne è conseguita anche un'operazione di sensibilizzazione sul tema presso tutte le aziende con le quali lavoriamo».

#### **Può fare degli esempi?**

«Le posso citare alcuni esempi, che possono aiutare a comprendere meglio il nostro sforzo di innovazione. Tra i nostri materiali sostenibili, c'è Jacroki, che è un brevetto al 100% italiano. Si tratta di un foglio flessibile in fibre naturali e carta riciclata, che si pone come alternativa ai materiali più comuni come il poliestere. Il Sequal, invece, è un tipo di materiale proveniente dal riciclo della plastica raccolta dal fondo del mare, che viene pescata dalle reti di più di 400 barche di pescatori e portata a riva ogni giorno. I rifiuti vengono quindi classificati e ca-



tegorizzati in modo che ogni materiale venga indirizzato verso la giusta catena di riciclaggio, dove la plastica Pet viene trasformata prima in "fiocchi" e successivamente in polimeri, ottenendo un filato che viene unito al cotone riciclato dando vita a tessuti sostenibili di alta qualità. Utilizziamo anche cuoio rigenerato, cioè materiale riciclato ed ecosostenibile contenente fibre di cuoio al 100% riciclate dagli scarti di lavorazione del cuoio con l'aggiunta di collanti naturali. Per citare un ultimo esempio, c'è il Green Pe, o polietilene verde, che mantiene le proprietà, le prestazioni e la versatilità del polietilene di origine fossile, ma cattura CO2 durante la sua produzione, anziché immetterne in atmosfera. Le sue origini al 100% vegetali permettono, infatti, durante il ciclo di vita dalla materia di origine al prodotto finito, di ridurre le emissioni nocive di gas serra. Rispetto al polietilene tradizionale, la differenza principale è che l'etanolo utilizzato per Green Pe non viene prodotto dalla lavorazione del petrolio greggio, ma derivato dalla lavorazione della canna da zucchero. Ogni tonnellata di Green Pe prodotta determina pertanto una riduzione di emissioni di CO2 sino a 3,09 tonnellate, contribuendo alla riduzione delle emissioni di gas climalteranti (gas serra). Il Green Pe viene riciclato con un processo industriale analogo al polietilene tradizionale, risultando quindi riciclabile al 100%».

#### **L'innovazione è legata solo ai materiali utilizzati?**

«Non solo, perché la sostenibilità passa anche attraverso il pensiero dietro al design dell'oggetto che viene realizzato: è cruciale lo sforzo



## THE GOOD IDEA



creativo dietro ognuno di essi per realizzare prodotti che possano essere il più possibile longevi».

#### **Vi occupate anche della produzione del merchandising?**

«Non internamente. Agiamo da trading company e, in quanto tale, cerchiamo di identificare realtà produttive, anche all'estero, che possono diventare nostri partner cui appaltare la realizzazione del prodotto. Esse devono soddisfare i nostri standard di qualità che sono elevati, a partire dal controllo della qualità dei prodotti che viene effettuato dalla Sgs, ente certificatore e di ispezione leader nel mondo. La nostra struttura di approvvigionamento è flessibile e vi partecipano fornitori in Europa, Asia e Medio Oriente. Per questa ragione, ci assicuriamo che le condizioni di lavoro, così come le modalità di produzione, rispettino determinati criteri e che l'impatto sul territorio sia monitorato. A tale proposito, abbiamo ottenuto la certificazione Sedex, con la quale si assume l'impegno di lavorare con fabbriche che rispettino i massimi standard etici. Come parte del nostro impegno per una filiera a emissioni zero, collaboriamo con aziende di trasporto

che compensano le loro emissioni o che impiegano veicoli elettrici. Abbiamo partnership internazionali con corrieri e spedizionieri e privilegiamo i trasporti via terra o mare rispetto alla via aerea».

#### **La sostenibilità permea quindi tutto il vostro modello di business. È corretto?**

«La sostenibilità è trasversale e tocca tutti gli ambiti del fare impresa e il percorso, che ci ha portato a diventare una Società benefit prima e B Corp poi, ha formalizzato il nostro impegno nel generare valore oltre il profitto e, di conseguenza, beneficio comune. Siamo partiti dall'utilizzo di materiali innovativi per realizzare soluzioni che fossero di minore impatto ambientale, ma abbiamo poi volto la nostra attenzione anche agli aspetti di carattere sociale. Ad esempio, sosteniamo con grande impegno la Fondazione Operation Smile Italia Ets con la quale siamo stati di recente in missione in Guatemala».

#### **La decisione di diventare una Società Benefit e oggi B Corp va quindi collocata all'interno del nuovo percorso che avete deciso di intraprendere?**

«Direi di sì, soprattutto perché ci siamo resi conto di avere già tutti i requisiti per diventarlo. Il periodo della pandemia è stato un momento di riflessione, durante il quale si è assistito a diversi cambiamenti, e il tema della sostenibilità è emerso con grande forza.



Progetto realizzato in collaborazione con Prameya Foundation



Progetto Integro

Diventare una società Benefit ha significato compiere un passo importante perché, il farlo è stato un'assunzione di responsabilità nell'abbracciare un'evoluzione del concetto di fare impresa. Vuole dire, in altre parole, avere standard elevati di trasparenza, considerare gli interessi degli stakeholder e rispettare l'ambiente nello svolgimento delle proprie attività, promuovendo modelli di produzione e di consumo responsabili».

#### **Che cosa ha comportato per voi questo ulteriore passaggio?**

«Siamo la prima B Corp di merchandising in Italia (la numero 411 in tutta Italia), un impegno non da poco visti i requisiti necessari ad ottenere questa importante certificazione internazionale. La certificazione B Corp, infatti, identifica le aziende che, nello svolgimento delle loro attività e nel perseguitamento dei propri obiettivi di business, rispondono a standard più elevati di tutela ambientale e sociale. In altre parole, non solo c'è un impegno a rispettare determinati parametri, ma anche una misurazione delle performance ambientali e sociali realizzate. Ritieniamo che la decisione presa sia stata anche un passo necessario, pensando alle evoluzioni future della nostra attività».

#### **Avete sostanzialmente cambiato la vostra value proposition. Come hanno reagito i vostri clienti?**

«Alcuni di loro sono stati, e continuano a essere, un vero e proprio stimolo nell'affrancarci al percorso che abbiamo deciso di intraprendere. Con altri, invece, è necessaria un'attività di edutainment, diffondendo cultura della so-

stenibilità per fare comprendere che è un investimento, e come tale comporta dei costi».

#### **Dalla vostra esperienza è nata anche una società di consulenza, Rebrain, che opera nell'ambito della sostenibilità. Di che cosa si tratta?**

«Rebrain è nata dalla volontà di accompagnare, tanto The Good Idea, quanto altre imprese in un percorso volto alla sostenibilità ambientale e sociale. Rebrain si occupa di consulenza strategica, risorse umane e sustainability advisory. Le aziende cui ci rivolgiamo fanno parte del nostro network e di quello delle nostre società partner: abbiamo infatti dato vita a un circolo virtuoso tra imprese che condividono molti tratti in comune tra loro, tra i quali la visione e gli obiettivi da raggiungere. Ai nostri clienti proponiamo percorsi per trasformarsi in società benefit, che prevedono di integrare la responsabilità sociale nelle attività d'impresa, formalizzando in maniera trasparente gli impegni dell'azienda attraverso l'integrazione dello statuto, ma anche l'elezione di un responsabile di impatto e la redazione di un bilancio di sostenibilità annuale. Insieme a Ltu Associati (studio legale con pluriennale esperienza in materia di responsabilità degli enti), abbiamo sviluppato una metodologia proprietaria che si ispira al Modello organizzativo 231 e che prevede la creazione di procedure aziendali e la definizione di flussi informativi e processi a tutela e garanzia degli obiettivi di sostenibilità. C'è poi il percorso indirizzato all'ottenimento della certificazione internazionale B Corp che attesta l'impegno e il valore generato dall'azienda, misurando le performance di impatto negli

ambiti Esg. Rebrain si occupa anche di strategia Csr, attraverso la quale viene fatta l'analisi dell'azienda, per identificare le aree di intervento e gli obiettivi utili. Quest'ultima può prevedere soluzioni strutturate, come la carbon neutrality o, dove possibile, la tracciabilità della filiera tramite tecnologia blockchain, ma anche molto agili come lo switch su server green o come l'utilizzo di una piattaforma che consente la prenotazione dei viaggi aziendali calcolando e neutralizzando le relative emissioni».

#### **Avete progetti specifici cui state lavorando?**

«Ce ne sono diversi, dal tool di assessment ideato per individuare le risorse in azienda più orientate alla human & business sustainability, a progetti volti all'engagement delle risorse umane e dei clienti di un'azienda. Ne abbiamo poi di proprietari, tra cui Progetto integro, che ha come finalità il reintegro nella società di persone che, per una serie di motivi, hanno vissuto per strada, in situazioni di forte disagio, emarginate: per costoro viene previsto un percorso di reinserimento nella comunità. Con Prameya Foundation abbiamo dato vita a Rebrain India che, in bilico tra sostenibilità ambientale e sociale, ci vede impegnati in progetti di scolarizzazione, piantumazione e raccolta di rifiuti plastici, punto di partenza di una catena virtuosa di fornitura, dalla raccolta al prodotto finale, interamente certificata Ocean Bound Plastic. Dopo anni in cui le aziende hanno fatto parlare di sé a causa di operazioni, spesso maldestre, di green washing, oggi servono progetti che parlino di sostenibilità in senso ampio, pieni di concretezza e valore».

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

seguici





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

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

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

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

Aiutaci a plasmare il mondo di domani:  
[it.allianzgi.com/sostenibilita](http://it.allianzgi.com/sostenibilita)



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

**Allianz**   
Global Investors