

# FONDI&SICAV

# CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 16 - numero 157 - settembre 2023



# L'AUTUNNO CALDO DEI MERCATI

## BOND, TANTE OPPORTUNITÀ, MA CI VUOLE CAUTELA



BANCA  
GENERALI  
PRIVATE

MAGGIO 2023



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, perseguono gli "Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile" stabiliti dalle Nazioni Unite. Tramite queste storie, vogliamo aiutare i nostri clienti a scrivere la loro. Per questo, siamo al loro fianco nella costruzione di portafogli 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.



## DUE VISIONI OPPOSTE di Giuseppe Riccardi

Nell'inchiesta di Fondi&Sicav sulla professione di area manager, su un punto abbastanza cruciale due intervistati hanno dato una risposta opposta. «A mio modo di vedere, per esercitare seriamente e con accuratezza le funzioni di manager, la scelta opportuna è dedicarsi completamente: o gestisci i clienti o gestisci i collaboratori», ha affermato un area manager di Banca Patrimoni Sella & C.. Ma ha risposto un altro collega di Credem Euromobiliare Private Banking: «Non ho mai abbandonato del tutto la gestione diretta dei clienti (...) Stare a diretto contatto con l'investitore mi ha sempre aiutato nel coordinamento dei colleghi, perché ho ben chiare le difficoltà nella gestione della relazione, in particolare nei

momenti di stress come quelli vissuti negli ultimi anni».

Sono due modi diversi di vedere la professione e ambedue hanno serie motivazioni alla base. Nel primo caso, l'idea di fondo è che oggi la consulenza è un settore maturo, proposto da società sempre più evolute e con un grado tecnologico molto alto. Il compito del manager a livello locale è soprattutto trasmettere al singolo professionista e ai capi intermedi le linee guida sempre più complesse che escono dalla direzione centrale. Dall'altra parte, senza negare la grande importanza di una politica degli investimenti sofisticata e controllata dal centro, viene dato grande valore alla relazione personale, al contatto di-

retto con il cliente. Secondo questa visione al centro c'è il cliente, con tutti suoi bisogni. È indubbiamente molto difficile trovare un equilibrio tra le due posizioni e, personalmente, ritengo che, qualsiasi strada venga seguita, al centro debba sempre esserci il cliente. In ogni caso sono entrambe frutto di politiche aziendali pensate e provate a lungo sul campo. Forse varrebbe la pena parlarne a lungo nelle aziende, soprattutto in una fase come questa, in cui la digitalizzazione, con un minimo di spersonalizzazione, è sempre più importante.



## LA SOSTENIBILITÀ NON È UNA BOIATA PAZZESCA! di Alessandro Secciani

Fino a un paio di anni fa la sostenibilità era un valore ecumenico, che riuniva tutte le ideologie: l'idea di salvare il pianeta non poteva che essere condivisa da tutti. In quella fase la finanza ha cercato di dare il suo contributo concreto e ha fatto arrivare, anche sulla spinta dei clienti, un flusso costante di capitali su quelle aziende che erano virtuose nella transizione energetica o che addirittura producevano un impatto positivo. I bancari, i consulenti finanziari che proponevano uno strumento con un connotato Esg si muovevano con la

consapevolezza di fornire un'opportunità che poteva essere condivisa da tutti.

Ma ora è tutto cambiato: da parte di diversi gruppi politici gli stessi concetti base della sostenibilità sono stati messi sotto accusa e talora violentemente rifiutati. Un po' come Fantozzi che di fronte al film "La corazzata Potëmkin" sbottò in un liberatorio «è una boiata pazzesca». Su questa base i temi Esg saranno forse l'argomento di punta delle prossime elezioni europee e qualche prova si è già vista al Parlamento Europeo, dove alcune mozioni "verdi" hanno avuto grandi difficoltà a passare. In pratica, è possibile che da oggi un promotore che propone un fondo o un titolo Esg si senta rispondere

un secco no. Una battaglia che doveva accomunare tutti è diventata una banale linea politica sostenuta da alcuni partiti e avversata da altri.

Credo che sia un'ulteriore prova dell'impazzimento che si sta diffondendo in tutto il mondo, ma così è. E per le società di distribuzione di prodotti finanziari questo cambiamento rischia di dare notevoli problemi. Evidenziare scelte in linea con i 17 goal dell'Onu rischia di essere etichettato come azione partitica. Non sarà un problema da poco da risolvere per quelle aziende che hanno puntato molto sulla raccolta di prodotti verdi. E, soprattutto, che tristezza sentirsi rispondere che la sostenibilità è una boiata pazzesca!

# SOMMARIO

Numero 157  
settembre 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

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

stampa  
**Tatak S.r.l.s.**  
[www.tatak.it](http://www.tatak.it)

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

immagini usate su licenza di  
**Shutterstock.com**

- 3 EDITORIALE**  
**6 GEOPOLITICA**  
Giordania: diplomazia regionale e riforme economiche  
**8 OSSERVATORIO ASIA**  
Cina: il real estate fa male  
**10 FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE**  
*Carlo Benetti, market specialist, Gam (Italia) Sgr*  
«Usa e Cina, una collaborazione competitiva»  
*Taku Arai, deputy head of Japanese equities, Schroders*  
«È cambiata la narrativa del mercato giapponese»



- 34 FINANZA DIGITALE**  
Assicurazioni, l'innovazione rallenta  
**36 HSBC ASSET MANAGEMENT**  
Puntare sugli Etf emergenti  
**38 APERTURE INVESTORS**  
È il momento delle small cap Usa  
**41 FOCUS BOND**  
Rendimenti interessanti, ma anche incertezza  
**50 OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE**  
Una crescita costante  
**53 OSSERVATORIO RISCHIO**  
La rivoluzione dell'Ai predittiva  
**56 OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA**  
Un futuro grigio...argento  
**59 VOCI DAI MERCATI**  
L'impegno nella sostenibilità  
**60 LA FINANZA E LA LEGGE**  
Ancora alcune criticità su costi e oneri  
**63 CONSULENTI&RETI**  
**Marco Bernardi**  
«In linea con i nostri ambiziosi obiettivi»  
**68 BANCA GENERALI**  
Investire anche per la volpe bianca  
**70 INCHIESTA**  
Un consulente che ha fatto strada o un manager?



Kairos International Sicav

# BOND PLUS



## LA FLESSIBILITÀ SI FA RESILIENZA

Flessibilità, elevata diversificazione del portafoglio e una ultradecennale storia di successo sono i tratti distintivi 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.



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

Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa, non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento e non sono dirette a persone residenti negli Stati Uniti o ad altri soggetti residenti in Paesi dove il Fondo non è autorizzato alla commercializzazione. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espresa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazione senza preavviso né successiva comunicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterare 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 al 30/06/2023. (\*\*) 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).

# Giordania: diplomazia regionale e riforme economiche

a cura di **Mark William Lowe**

Raramente oggetto di interesse da parte dei media occidentali, il Regno hashemita di Giordania è finito sotto i riflettori internazionali nel giugno 2023, quando il principe ereditario Al Hussein, figlio maggiore del re Abdullah II e della regina Rania Al Abdulla, ha sposato Rajwa Al Seif, figlia di una delle famiglie più ricche e importanti dell'Arabia Saudita. Il matrimonio rinsalda i forti legami storici tra i due regni, una relazione caratterizzata dall'impegno dietro le quinte di entrambe le nazioni per rafforzare la stabilità e la sicurezza in Medio Oriente.

Nel maggio 2023, l'Arabia Saudita ha ripristinato le relazioni diplomatiche con la Siria dopo oltre un decennio, quando Riyadh aveva ritirato i suoi rappresentanti durante la guerra civile siriana. A livello internazionale, questa decisione è stata percepita come l'inizio di uno sforzo regionale concertato per riavvicinare e normalizzare il regime siriano in Medio Oriente. Tuttavia, pochi analisti e giornalisti hanno sottolineato che, prima della decisione dei sauditi di riaprire le relazioni diplomatiche con Damasco, Amman era già al lavoro dietro le quinte. Sotto la supervisione di re Abdullah II, i diplomatici e i funzionari giordani avevano redatto una serie di libri bianchi incentrati sui mezzi per normalizzare le relazioni con Damasco e tornare a riconoscere il presidente siriano Bashar al-Assad come leader regionale. La visione e il principio guida di Amman era che l'unica strada per ottenere concessioni significative da parte di Assad fosse l'attività diplomatica; solo riallacciando i rapporti con il regime si sarebbe potuta riportare la Siria

su un sentiero che avrebbe prodotto stabilità e ripresa.

I libri bianchi segreti sono stati distribuiti a livello regionale, nonché a Mosca e Washington. Mentre la prima è stata finora in silenzio, la seconda non ne è rimasta troppo impressionata. Amman è da tempo un alleato stabile e affidabile per Washington, un bene prezioso in una regione così instabile, tuttavia diplomatici e funzionari americani hanno lanciato un coro di avvertimenti sul fatto che un nuovo impegno con Assad si sarebbe ritorto contro di loro. Le potenze mediorientali hanno deciso di ignorare questi avvertimenti e di procedere con il ripristino dei legami diplomatici e politici; i risultati non sono stati affatto positivi, ma il fatto che gli Stati Uniti abbiano scelto di non essere coinvolti e di lasciare che il loro alleato silenzioso guidasse gli sviluppi dietro le quinte è indicativo della considerazione che Washington ha di Amman.

## CRESCITA ECONOMICA

Secondo le ultime statistiche dell'Agenzia delle Nazioni Unite per i rifugiati (formalmente nota come Unhcr), a metà luglio 2023, l'89% dei 739.557 rifugiati e richiedenti asilo registrati in Giordania era costituito da siriani. Nonostante la lunga storia e l'esperienza della Giordania nell'ospitare persone in fuga dai propri paesi, 659.030 individui che temono di

dovere tornare in Siria, mettono a dura prova le finanze e la stabilità del paese che li ospita. Il fatto non è sfuggito a diversi commentatori che hanno suggerito che l'obiettivo della Giordania di aiutare Assad a ricostruire la Siria è tutt'altro che altruistico.

Se, da un lato, si può respingere l'ipotesi che la diplomazia dietro le quinte di Amman sia

**“ Sebbene la crescita economica della Giordania sia moderata, il governo ha dimostrato la capacità di introdurre riforme e di affrontare le questioni critiche in modo diretto ”**

miope, dall'altro, il Regno ha sì le idee molto chiare sulla necessità di portare stabilità nella regione e si concentra su questo preciso obiettivo, ma la situazione economica continua a destare preoccupazione.

Nonostante i dati preliminari mostrino un Pil in salita del 2,8% nel primo trimestre del 2023, molti temono che non sia chiaro quale direzione stia prendendo l'economia. Lo sviluppo dei principali settori è eterogeneo: mentre l'agricoltura, la caccia, la silvicoltura e la pesca hanno raggiunto il tasso di crescita più alto, pari al 7,4%, le industrie estrattive hanno registrato un risultato molto inferiore, (+3,5%). Una questione preoccupante, citata dalla comunità imprenditoriale, è l'aumento

dei tassi di interesse per i privati e le aziende. Il timore è che un incremento del costo del denaro riduca la spesa dei consumatori e gli investimenti delle imprese, rallentando a sua volta l'attività economica e la crescita. Un'ulteriore battuta d'arresto è arrivata il 30 giugno, quando la Banca Mondiale ha declassato lo status della Giordania a "paese a reddito medio-basso". Sebbene l'istituto abbia specificato che la decisione era basata principalmente su «una revisione al rialzo dell'8,6% della stima della popolazione giordana da parte della Divisione della Popolazione delle Nazioni Unite», i membri della comunità imprenditoriale hanno suggerito che il vero motivo del declassamento sia la fragilità dell'economia del paese e la debolezza della gestione economica. La disoccupazione, aumentata notevolmente negli ultimi anni, è un altro fattore di preoccupazione: sempre secondo le stime della Banca Mondiale, si aggira attualmente intorno al 22% e quella giovanile raggiunge il 46%.

### SPINTA AGLI INVESTIMENTI

Una nota positiva è che, sulla spinta di una nuova legge progettata per incoraggiare e facilitare maggiori investimenti, la prima metà del 2023 ha visto un forte aumento di questi ultimi: secondo i dati del governo, nei primi sei mesi dell'anno gli investimenti aggregati hanno raggiunto quasi 845 milioni di dollari, il 47,6% in più rispetto allo stesso periodo del 2022. La Investment Environment Law, approvata nel settembre dello scorso anno, è stata introdotta per incoraggiare nuovi flussi di finanziamento e rafforzare e amplificare le iniziative di investimento esistenti. I risultati di un'indagine condotta tra gli investitori evidenziano che le opportunità di lavoro associate agli investimenti esistenti si aggirano intorno a 10.600 impieghi, mentre i nuovi derivanti dalla legge ne creeranno altri 4.600. Il settore industriale ha ottenuto una quota di circa il 71% dei capitali, seguito da quello commerciale con il 17%. Un'altra importante iniziativa è la legge sul partenariato pubblico-privato (Ppp), recentemente approvata. Essa mira a creare un ambiente favorevole alla creazione di partnership con il settore privato, sfruttando la sua esperienza in progetti di infrastrutture, strutture e servizi pubblici. La legge prevede l'istituzione di un'unità Ppp sotto la supervisione del ministero degli investimenti, che controllerà i meccanismi di finanziamento sostenibili per garantire l'attuazione dei progetti correlati

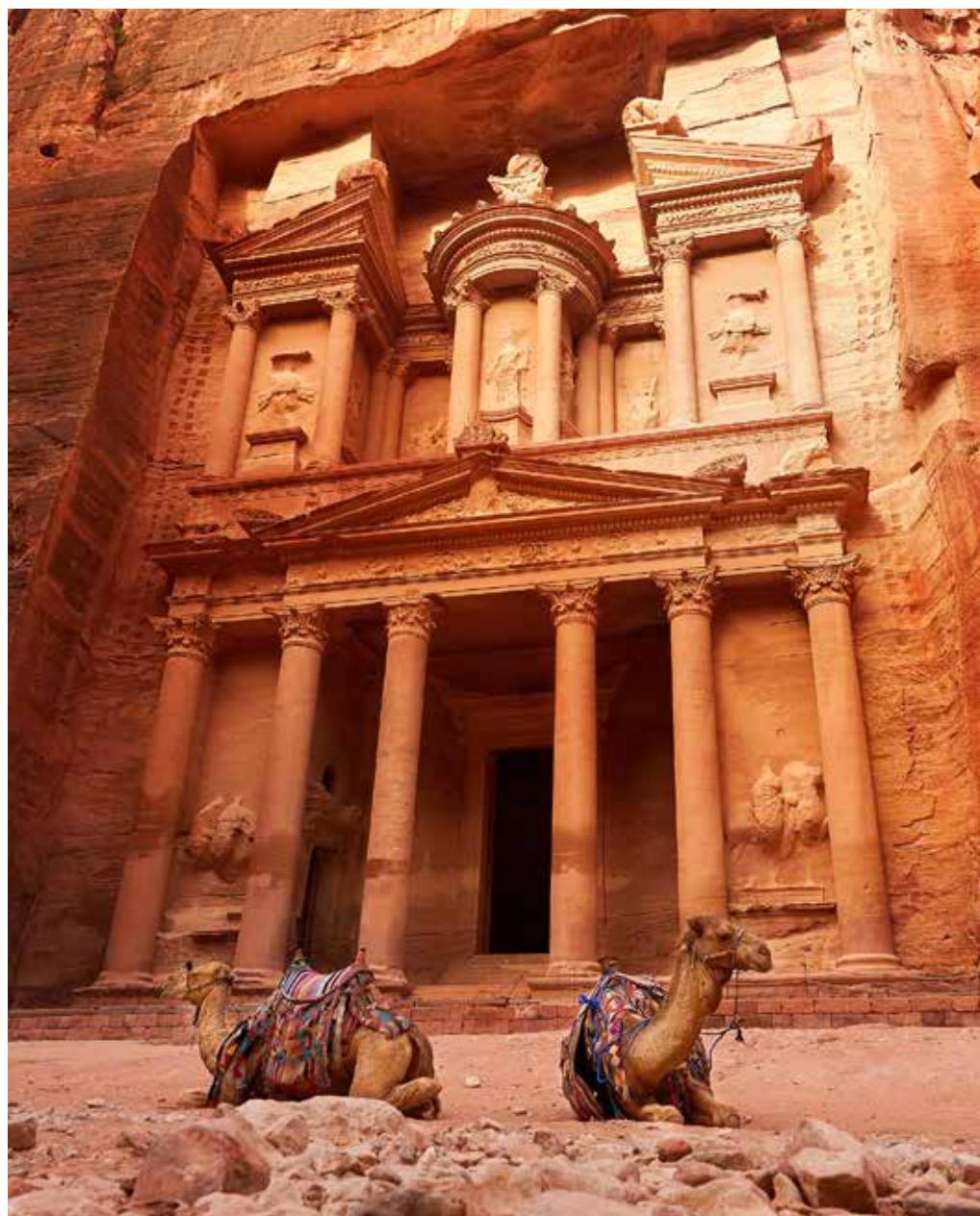
e ne monitorerà la governance. L'obiettivo principale è incoraggiare la collaborazione nella costruzione, manutenzione, gestione e sviluppo delle infrastrutture pubbliche, di massimizzare il valore dei servizi statali e di assistere il governo nell'esecuzione e nel finanziamento dei progetti.

### CONCLUSIONI

Lo scorso luglio, Fitch Solutions ha alzato le previsioni di crescita del Pil reale della Giordania per il 2023 dal 2,6% al 2,8%, un miglioramento atteso rispetto alla crescita del 2,5% del 2022. Sebbene il dato sia moderato, il governo ha dimostrato la capacità di introdurre riforme e di affrontare le questioni critiche in modo diretto. Ciò è stato evidenziato nei commenti del direttore generale

del Fondo Monetario Internazionale, Kristalina Georgieva, dopo un recente incontro con una delegazione giordana guidata dal ministro delle finanze, Mohamad Al-Ississ. Le riforme sugli investimenti stanno dando risultati, con un notevole aumento di quelli nazionali e regionali in progetti che creeranno importanti opportunità di lavoro.

Tuttavia, la pressante questione dei siriani in Giordania e il declino globale del sostegno finanziario ai rifugiati continueranno a creare problemi ancora per qualche tempo. Ci si aspetta che Amman continui la sua diplomazia dietro le quinte nel tentativo di aiutare la reintegrazione del presidente siriano Bashar al-Assad, un obiettivo considerato fondamentale per portare stabilità in Siria e in Medio Oriente in generale.



# Cina: il real estate fa male

a cura di Pinuccia Parini



L'economia cinese è cresciuta debolmente nel secondo trimestre, anche se il dato è stato influenzato da una serie di effetti base. Il Pil è salito solo dello 0,8% nel periodo aprile-giugno rispetto al trimestre precedente; su base annua, la variazione è +6,3%, in accelerazione rispetto al +4,5% dei primi tre mesi dell'anno, ma sotto le previsioni del +7,3%. Al dato ha contribuito negativamente la contrazione delle vendite di immobili che, a giugno, sono state del 40% inferiori a quelle del 2021. Decrescita anche per le importazioni, che hanno probabilmente risentito del rallentamento dell'attività edilizia. Inoltre, l'incapacità delle famiglie cinesi di rifinanziare i mutui con tassi d'interesse elevati sta determinando un aumento dei risparmi per ripagare i finanziamenti molto più velocemente. In base alle stime del **Macro Polo Institute** (rif.: <https://macropolo.org/analysis/3q2023-growth-bottoms-out-stimulus-insufficient/>), nel primo semestre le famiglie cinesi hanno rimborsato circa 2,5 trilioni di yuan (350 miliardi di dollari) di mutui prima del previsto. Questi fattori pesano sui consumi, che nel secondo trimestre sono cresciuti di un modesto 0,3% su base mensile.

## LA RISPOSTA DEL POLITBURO

Lo scorso luglio la Cina ha varato una serie di misure indirizzate a stimolare l'economia. Il Politburo del Partito comunista cinese (Pcc) le ha decise alla luce di quella che è stata definita una ripresa "tortuosa" e che presenta nuovi problemi. Dall'incontro è emerso che, come ha riportato l'agenzia **Xinhua**, (<https://english.news.cn/20230725/80b63f5a077c448d80d870c-84908c53d/c.html>), l'economia pur mantenendo solidi fondamentali, sta affrontando nuove incognite e sfide, che derivano principalmente da una domanda interna insufficiente, da difficoltà di funzionamento di alcune imprese, da rischi e pericoli nascosti in settori chiave e da un ambiente esterno incerto e complesso. È stato altresì rilevato che il Paese deve accelerare la costruzione di un nuovo modello di sviluppo, promuovere le riforme e intensificare il ruolo delle politiche macro nella gestione dell'economia. Gli sforzi per espandere la domanda interna, rafforzare la fiducia e prevenire i rischi sono considerati imperativi.

## LE AREE D'INTERVENTO

Nello specifico, l'intervento ha toccato i seguenti temi: le politiche macro, il debito pubblico locale, i consumi delle famiglie, l'occupazione e il mercato immobiliare. Per quanto riguarda il primo aspetto, il Politburo ha rimarcato quanto è essenziale attuare costantemente una politica fiscale proattiva e una politica monetaria prudente e sostenere l'innovazione tecnologica, lo sviluppo dell'economia reale e delle micro, piccole e medie imprese. Tutto ciò in un contesto di mercato nel quale il tasso di cambio del renminbi deve rimanere sostanzialmente stabile, su una base ragionevole ed equilibrata, e rivitalizzare il mercato dei capitali per aumentare la fiducia degli investitori. Sul fronte della politica fiscale, ha segnalato riduzioni non specificate di tasse e imposte e l'emissione di obbligazioni speciali dei governi locali. Tuttavia, ha rimarcato che qualsiasi iniezione di liquidità da parte

della banca centrale o un taglio dei tassi di interesse sarà di entità limitata.

Sul debito locale, è stato affermato che si dovrebbe prevenirne e disinnescarne efficacemente i rischi e formulare e attuare un pacchetto di piani per affrontare il problema. Per fare sì che ciò sia possibile, è essenziale rafforzare la vigilanza sulla finanza e portare avanti la riforma delle istituzioni finanziarie di piccole e medie dimensioni ad alto rischio, per evitare che vadano in crisi. Parlando dei consumi delle famiglie, è stata evidenziata la necessità di incentivare i beni di largo impiego come le automobili, i prodotti elettronici e gli articoli per la casa, e promuovere i servizi legati allo sport, all'intrattenimento, alla cultura e al turismo.

Nel corso dell'incontro, è stato sottolineato che occorre impegnarsi maggiormente per garantire i mezzi di sussistenza delle persone e che è necessario un approccio su più fronti per stabilizzare l'occupazione da una prospettiva strategica. Bisogna salvaguardare i bisogni di vita quotidiana della gente e i salari di base, con l'obiettivo di ampliare la classe media.

In merito al mercato immobiliare, un fatto importante è stato l'eliminazione di una frase presente nel resoconto della riunione di aprile di Xi Jinping, in cui affermava che «le case sono per vivere, non per la speculazione». Tuttavia, ciò non ha condotto a un ulteriore generalizzato allentamento delle misure adottate in precedenza, bensì a un approccio «basato sulle singole città». Ancora una volta, è stato deciso di procedere in modo mirato, un modus operandi che sta caratterizzando gli interventi di stimolo del governo. Nello specifico, è stato affermato

che, per adattarsi alle nuove dinamiche tra domanda e offerta nel mercato immobiliare, «è indispensabile adeguare e potenziare le relative politiche in modo tempestivo, utilizzare gli strumenti politici mirati nelle diverse città, in modo da soddisfare meglio la domanda di alloggi di base da parte dei residenti o la loro necessità di migliorare le condizioni abitative e facilitare lo sviluppo costante e solido del mercato immobiliare». L'impegno è lanciare un maggiore numero di progetti abitativi a prezzi accessibili per aumentare l'offerta.

## IL SETTORE IMMOBILIARE

Il real estate svolge un ruolo fondamentale nell'economia cinese, rappresentando circa un quarto del Pil, nonostante il dato possa essere oggetto di varie metodologie di calcolo (rif. [https://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/the\\_size\\_of\\_chinas\\_real\\_estate\\_sector\\_december\\_21\\_2021.pdf](https://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/the_size_of_chinas_real_estate_sector_december_21_2021.pdf)). La richiesta di immobili deriva da due fattori: l'urbanizzazione e l'aumento della domanda dei consumatori. Il tasso di urbanizzazione in Cina è passato dal 29% al 65% dal 1995 al 2021: una crescita molto elevata in un arco di tempo contenuto. Il Dragone ha compiuto progressi costanti nel promuovere il trasferimento dalle zone rurali alle città: la popolazione che vive nelle aree urbane della Cina continentale ammonta a 901,99 milioni di persone, pari al 63,89%

**“ Il Paese deve accelerare la costruzione di un nuovo modello di sviluppo, promuovere le riforme e intensificare il ruolo delle politiche macro nella gestione dell'economia**

del totale, ha dichiarato l'Ufficio nazionale di statistica (Nbs), citando i dati del settimo censimento nazionale (risultati pubblicati nel 2021). Nei prossimi 10 o 20 anni, l'urbanizzazione giocherà un ruolo chiave nello sviluppo economico, ha sostenuto **Ning Jizhe**, a capo del **Nbs**: se la Cina aumentasse il suo tasso di urbanizzazione di 10 punti percentuali nei prossimi 10 anni, ciò comporterebbe il trasferimento di altri 140 milioni di persone nelle città e richiederebbe altri 5 miliardi di metri quadrati di costruzioni urbane.

## LA FINE DELLE TRE LINEE ROSSE

In merito agli squilibri tra domanda e offerta nel settore immobiliare, va ricordato quanto successe nel 2020, quando, per evitare che la crisi del mercato real estate sfuggisse di mano, il governo decise di imporre alcune restrizioni ai finanziamenti per gli sviluppatori del settore, passate alla cronaca come le “tre linee rosse”. Queste ultime stabilivano che le società immobiliari avrebbero dovuto avere: un rapporto tra passività e attività inferiore al 70%, un rapporto di indebitamento netto inferiore al 100% e un rapporto tra liquidità e debito a breve termine superiore a 1x. La riduzione della leva finanziaria fu imposta anche alle banche per diminuire i prestiti che potevano concedere per l'acquisto di immobili. Le misure furono applicate su una scala così ampia da fare cadere l'immobiliare in una crisi di liquidità. Ciò portò, come sostiene **Tianlei Huang**, ricercatore e coordinatore del programma Cina del **Peterson Institute for International Economics** (rif. <https://www.piie.com/publications/working-papers/why-chinas-housing-policies-have-failed>), una serie di operatori del settore a non onorare un numero record di debiti e innescò il più grave crollo immobiliare che la Cina abbia mai visto dal 1998: nel 2022 il real estate vide il suo valore aggiunto ridursi di oltre il 5%, mentre l'economia cresceva del 3%. La severità della situazione e il rischio che

gli effetti collaterali pessero eccessivamente sull'attività economica condussero poi il governo di Pechino a sospendere queste misure e, di recente, a promuovere il nuovo approccio nei confronti del mercato. A oggi, le dinamiche presenti nel real estate, come sostiene Huang, hanno riprodotto un

modello di “boom and bust” che, senza riforme serie che affrontino problemi quali gli squilibri tra la domanda e l'offerta, potrebbe ricondurre a una crisi come quella del 2022. Una volta che il mercato immobiliare si sarà stabilito e la crescita sarà ripartita, diventerà necessario cambiare il modello di business delle società immobiliari, per evitare che l'equilibrio finanziario sia minacciato. Gli scioperi dei mutui nel 2022 dimostrano che anche la stabilità sociale può essere in gioco se il modello di sviluppo immobiliare non cambiasse. Inoltre,

se non verranno affrontate queste questioni di fondo, i problemi abitativi della Cina, come l'elevata leva finanziaria, probabilmente rimarranno. Il real estate, per la Repubblica Popolare, è un problema sistematico. Lo studioso rileva, inoltre, l'importanza di riformare l'assegnazione dei terreni nelle città, di sviluppare il mercato degli affitti e di trovare fonti di finanziamento per le casse dei governi locali. Infine, un settore finanziario più articolato potrebbe offrire opportunità d'investimento alternative alla casa, che pesa circa per il 70% all'interno della ricchezza delle famiglie.

## IN ATTESA DEI DETTAGLI

Per il momento, non è stato ancora esplicitato quali saranno, nel concreto, le iniziative del governo per sostenere l'economia. Ciò che appare chiaro è che non si tratterà di un big bang e non necessariamente ciò deve essere letto come una cattiva notizia, viste le dinamiche che si sono innescate quando Pechino varò un pacchetto di stimolo massiccio all'indomani della Grande crisi finanziaria. Per quanto riguarda il mercato immobiliare, invece, c'è il rischio che si stia “giapponesizzando”? Difficile fare paragoni, ma l'esperienza giapponese è stata ampiamente studiata dai policy maker cinesi e, per quanto la soluzione dei problemi sia complessa, non è detto che la lezione non sia stata appresa. Nel frattempo, Ni Hong, ministro dell'edilizia abitativa e dello sviluppo urbano e rurale, in occasione di una conferenza con società del settore immobiliare, ha esortato a proseguire gli sforzi per consolidare la tendenza alla ripresa del mercato. Ni ha sottolineato l'importanza di soddisfare la domanda di alloggi essenziali da parte dei residenti e ha inoltre invitato a dare piena attuazione a misure tra le quali la riduzione dei requisiti per il pagamento dell'acconto e dei tassi ipotecari per gli acquirenti di prime case, le agevolazioni fiscali per la riqualificazione e il trattamento di coloro che hanno estinto il mutuo precedente come se fossero compratori per la prima volta. Ha inoltre chiesto di impegnarsi per garantire la consegna delle case prevendute. A fine agosto, la Banca centrale cinese e la National Administration of Financial Regulation hanno annunciato l'allentamento dei requisiti per l'acconto sui mutui e dei tassi d'interesse, insieme ad altri provvedimenti per rafforzare la fiducia sul mercato azionario. Pechino mostra così consapevolezza che la questione immobiliare è cruciale per l'economia e che il Paese sta attraversando una fase delicata. Non resta che seguire le evoluzioni future.

**CARLO BENETTI**  
MARKET SPECIALIST  
GAM (ITALIA) SGR

# Usa e Cina, una collaborazione competitiva

**La geopolitica sembra avere un peso maggiore sui mercati finanziari. Che cosa ne pensa?**

«Il periodo della Grande moderazione, l'ingresso della Cina nel Wto e la globalizzazione, che ha allargato la prosperità ai paesi in via di sviluppo, sono fenomeni che hanno fatto dimenticare il rischio geopolitico. Oggi, invece, siamo entrati in una fase inedita, perché, nella storia, gli avversari politici dell'Occidente sono stati antagonisti militari e politici, ma non economici. Le prime avvisaglie che la situazione era cambiata e che la geopolitica era tornata ad avere un peso anche sull'andamento dei mercati finanziari sono emerse nel 2018, quando Trump dichiarò la guerra commerciale alla Cina. Da allora, le relazioni diplomatiche tra gli Stati Uniti e la Repubblica Popolare

a cura di Pinuccia Parini



si sono deteriorate in modo netto. Poi, nel 2022, è scoppiata la guerra in Ucraina, che ha fatto deflagrare il mercato dell'energia e delle materie prime. Questi due eventi ci hanno ricordato l'importanza della politica e, in particolare, della pace come precondizione per qualsiasi prosperità economica».

### **Non pensa che il rischio geopolitico sia difficile da quantificare?**

«È vero che è difficile da quantificare, tuttavia un gestore di portafoglio, in termini generali, tiene sempre in conto il rischio politico quando fa una valutazione di investimento sul debito sovrano, sia quest'ultima espressa attraverso un rating o tramite le sue autonome considerazioni sull'affidabilità di un governo nell'onorare gli impegni finanziari. Se, invece, si parla di rischio geopolitico in senso stretto, non è semplice da fattorizzare, perché si riferisce a fatti eccezionali che si possono verificare: si tratta di eventi che vanno dall'introduzione a sorpresa di una normativa, da parte di uno stato sovrano, che cambia le regole del gioco del mercato, all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Un accadimento che ci riporta alla concretezza, però, potrebbe essere l'aerostato cinese individuato lo scorso febbraio sui cieli americani e classificato dall'amministrazione Usa come pallone-spi. Quell'incidente diplomatico ha segnato un passaggio anche sui mercati: l'oggetto in questione è stato abbattuto, ma, insieme a esso, è stato "abbattuto" anche il sentimento degli investitori internazionali verso l'intero mercato cinese. In conclusione, se si può sostenere che il rischio geopolitico non è misurabile, è altrettanto vero che non può essere ignorato perché ci potrebbero essere diversi imprevisti che incidono sullo scenario d'investimento».

### **Un ulteriore evento di natura geopolitica potrebbe fare cambiare ancora il sentimento degli investitori?**

«In qualità di asset manager, posso dire che i parametri da considerare rimangono sempre gli stessi: i fondamentali dell'economia e le valutazioni dei singoli strumenti di investimento. In termini "top-down", il dato del Pil cinese nel secondo trimestre è stato inferiore alle attese e il settore immobiliare continua a drenare risorse, due fattori che devono essere presi in considerazione da un investitore. Tuttavia, è anche vero che un allentamento delle tensioni tra le due superpotenze potrebbe aiutare a distendere gli animi e aprire spazio per un ammorbidente delle attuali posizioni; ciò sta avvenendo con le diverse missioni di importanti figure dell'amministrazione americana a Pechino. C'è una definizione, data dal primo ministro australiano, Wendell Teodoro, che sintetizza in modo efficace come si possono configurare in futuro le relazioni tra i due paesi: una collaborazione competitiva. Per la prima volta, dal 1919, gli Stati Uniti hanno dinanzi una nazione che può competere con loro in due ambiti: la primazia tecnologica e quella militare. Siamo in una situazione quasi inedita, che ricorda quanto successe nel V secolo a.C., quando Atene, forza emergente marittima, decise di sfidare Sparta, potenza egemone terricola, e quest'ultima, in un'azione preventiva, decise di fare scoppiare la guerra del Peloponneso».

**Questa sua riflessione significa che lo scontro tra gli Usa e la Cina potrebbe sfociare in un conflitto?**

«Graham Allison, nel libro "Destinati alla guerra", analizza i rapporti tra gli Stati Uniti e la Cina attraverso la trappola di Tucidide, l'espressione che indica quando una potenza emergente minaccia di spodestare quella dominante e il risultato più plausibile è la guerra. Lo studioso lo fa analizzando i precedenti eventi storici, senza però giungere alla conclusione che l'esito finale sarà necessariamente un conflitto. Ritengo che la lettura offerta dal premier australiano dei due paesi condannati a una cooperazione competitiva sia condivisibile, perché l'alternativa è impensabile e non mi riferisco solo alla possibilità di una guerra, bensì al rischio che il mondo sia diviso da una nuova cortina di ferro, non più fisica, o geografica, ma ideale: da una parte i paesi liberal democratici e dall'altra quelli autocratici. La Terra è troppo piccola e ci attendono sfide, come il cambiamento climatico, che richiedono uno sforzo globale».

### **La globalizzazione è finita?**

«Credo che si vada verso un mondo multipolare. Tuttavia, se si guarda al passato, la storia delle relazioni sino-americane è ciclica: periodi di cooperazione si sono alternati a fasi di competizione, da Nixon a Obama per arrivare alle sanzioni di Trump mante-

nute da Biden, da cui è nato il friend-shoring. Io, però, escluderei lo scenario della totale deglobalizzazione, perché non sarà semplice per le industrie messicane, o vietnamite, o di altri paesi ritenuti "amici", sostituire le economie di scala che la Cina oggi offre, vista l'esperienza accumulata e l'elevata quantità di mano d'opera specializzata a disposizione. Diminuire la dipendenza dal Dragone rende più sicure le catene di approvvigionamento, ma significa anche aumentare i costi. Gli Usa e la Cina rimangono molto legati, condannati a una partnership competitiva e la Terra di mezzo detiene la maggior parte del portafoglio del debito americano fuori dagli Stati Uniti, un'arma non trascurabile e forse più temibile di una possibile invasione di Taiwan».

### **Si è anche in un mondo in cui c'è maggiore scarsità. Che cosa ne pensa?**

«È un aspetto rilevante, che tiene insieme sia il tema delle relazioni sino americane, sia quello delle materie prime. Per quanto riguarda questo secondo aspetto, il mercato delle commodity rimane soggetto a forti tensioni di carattere micro e macroeconomico e a dinamiche cicliche e strutturali. Il contesto economico di breve termine presenta venti contrari, ma quello di lungo periodo è favorevole alle materie prime, perché, oltre alla carenza, c'è un sottoinvestimento strutturale nell'energia e nei metalli come rame, cobalto e nichel, per i quali la domanda è in crescita. In merito, invece, alle relazioni tra i due paesi, la Cina domina l'estrazione e la raffinazione di questi minerali che sono critici per la rivoluzione digitale 4.0. Lo scorso anno le aziende cinesi hanno raddoppiato il capex e il Dragone pesa per circa il 60% nel mercato della lavorazione del litio a livello mondiale. Per i Paesi occidentali, invece, la volatilità dei prezzi e la lunghezza del ciclo per l'estrazione e la raffinazione delle materie prime rendono l'investimento particolarmente rischioso. Inoltre la Cina, da questo punto di vista, ha il vantaggio di essersi mossa per prima e le sue aziende beneficiano di aiuti statali, tanto da essere competitive anche quando i prezzi crollano. L'Occidente, così come è stato in ritardo nell'affrontare il cambiamento climatico, allo stesso modo non ha reagito per tempo nella messa in sicurezza della fornitura dei materiali che alimentano la transizione energetica».

**TAKU ARAI**

DEPUTY HEAD OF JAPANESE EQUITIES  
SCHRODERS

# È cambiata la narrativa del mercato giapponese

a cura di Pinuccia Parini



**Il Nikkei 225 ha toccato i massimi  
dal 1989. Come se lo spiega?**

«Si è creato un consenso soprattutto legato alle valutazioni del mercato che avevano raggiunto livelli molto attraenti rispetto a diversi parametri: P/E, Pbr e dividend yield. Anche gli utili aziendali sono relativamente forti per l'anno in corso. Si sono così generate condizioni favorevoli che hanno attratto l'interesse degli investitori globali. A esse si è aggiunta una serie di notizie positive: la riapertura dell'economia, la nomina del nuovo governatore della Banca centrale giapponese (Boj), considerata positivamente dal mercato, e i cambiamenti introdotti dal Tokyo Stock Exchange (Tse), che hanno invitato, se non addirittura obbligato, le società a riflettere sul prezzo e sulle valutazioni delle loro azioni. Devo ammettere che è stata una vera sorpresa vedere il Tse incoraggiare il management delle imprese a pensare con maggiore attenzione all'allocazione e al costo del capitale e alla redditività, fattori che gli investitori globali tengono in considerazione nelle loro decisioni di investimento».

**Sono cambiamenti che ritiene rilevanti?**

«Direi di sì. A ciò si aggiunge un miglioramento dell'attività economica: si è assistito al ritorno dell'inflazione e le società giapponesi hanno riconquistato il potere di determinare i prezzi e continuano a investire, soprattutto nella digitalizzazione. È per le ragioni sino a qui addotte che, questa volta, per il mercato giapponese la narrativa è diversa».

**Che cosa intende?**

«La deflazione è stata per decenni un grave problema per il Paese. Ora crediamo che si sia prossimi alla fine del fenomeno e che una nuova era stia iniziando. È un cambio di passo che riguarda anche il mercato azionario, dove le riforme introdotte sulla corporate governance stanno mietendo i propri frutti e sono state rafforzate dalle nuove linee guida introdotte dal Tse».

## Perché valuta come un evento positivo il cambio alla guardia della Boj?

«Durante i 10 anni del mandato di Haruhiko Kuroda, ritengo che, dal punto di vista degli investitori, fosse veramente difficile attendersi mutamenti o maggiore flessibilità nella politica monetaria. Kazuo Ueda potrebbe segnare un cambiamento all'interno dell'istituzione centrale. Innanzitutto è un accademico, una discontinuità rispetto alla rituale rotazione tra ministero delle finanze e Boj nell'identificazione del nuovo governatore. Inoltre, è affidabile e sa comunicare bene al mercato. Certamente, la situazione non è semplice: bisogna evitare che la deflazione ritorni e c'è la possibilità di una recessione, ma i dati sinora disponibili sulla dinamica dei prezzi sono confortanti. Penso che il governatore abbia gli strumenti a disposizione per apportare gli aggiustamenti necessari e adeguati per affrontare i prossimi mesi: la priorità è che le dinamiche deflative non ricompaiano».

## L'impegno del Tse a fare cambiare l'atteggiamento delle società giapponesi quotate non è nuovo. È avvenuto anche in passato, ma con risultati abbastanza deludenti. Non c'è il rischio che riaccada anche questa volta?

«La riforma del Tse riguarda la struttura del mercato, ma ha anche la finalità di incoraggiare le società quotate a migliorare il loro valore aziendale a medio e lungo termine. Inoltre, all'inizio di quest'anno, è stato inserito un framework per intraprendere iniziative volontarie per una crescita sostenibile, cui si aggiunge, come già menzionato, l'importanza attribuita alla corporate governance, introdotta nel 2015 durante il governo Abe. Da allora, si è registrato un significativo, per quanto graduale, cambiamento all'interno della struttura dei consigli di amministrazione, che sino a 10 anni fa, per circa il 40% delle aziende (o "prima dell'era Abe", nel 2011, per circa il 50% delle società), non vedeva la presenza di membri esterni. Un altro fattore che ha giocato un ruolo importante è stato l'introduzione dello stewardship code, che ha portato gli asset manager a pubblicare i rendiconti dettagliati delle loro decisioni di voto. Ciò ha generato una maggiore trasparenza dal punto di vista pubblico e un incremento dell'attività di ingaggio con il management delle aziende, aumentata dalla graduale eliminazione delle partecipazioni incrociate. Se si guarda oggi alla proprietà delle società giapponesi quotate, il 30% è costituito da investito-

ri esteri e il 25% da fondi pensione, attraverso le trust bank: è un cambiamento importante, se si pensa che, in precedenza, i maggiori azionisti erano le banche, le assicurazioni e alcune società giapponesi che riflettono partecipazioni incrociate significative».

## Come spiega l'invito alle aziende del Tse a considerare con maggiore attenzione la metrica del Pbr?

«È un parametro utilizzato per misurare il valore aziendale e ritengo che l'esortazione del Tse sia rivolta in particolare ai gruppi con un rapporto price to book inferiore a uno, un dato che rivela lo scetticismo degli investitori sulla redditività dell'impresa e sulle sue potenzialità future. La richiesta menziona specificamente azioni per promuovere una crescita sostenibile, quali investimenti in ricerca e sviluppo, in capitale umano, in attrezzature e strutture e in ristrutturazione del portafoglio aziendale. Però, non va scordato che un altro metodo per migliorare il Pbr è aumentare i rendimenti per gli azionisti, sia tramite dividendi, sia attraverso il riacquisto di azioni: il 50% delle aziende giapponesi è considerato "net cash" e ciò dà loro la possibilità di investire nel proprio business e/o aumentare i rendimenti per gli azionisti».

## Anche l'attivismo presente sul mercato è da leggere come una spinta al cambiamento?

«Sì, soprattutto perché crea ulteriore pressione e pone sotto stretto scrutinio l'attività del management delle imprese. L'attivismo offre ulteriori stimoli alle società per riconsiderare, sia il proprio modello di business, sia le politiche di remunerazione per gli azionisti, in merito alle quali già lo scorso anno si è registrato

il massimo storico in termini di distribuzione dei dividendi e riacquisto di azioni proprie. Ci attendiamo che questo trend continui».

## Lo yen può essere una variabile per investire in Giappone?

«Lo scorso anno il governo è dovuto intervenire a sostegno dello yen, soprattutto per l'effetto sui costi d'importazione. Adesso il livello nei confronti del dollaro è intorno a 140, ma non sembra che ciò crei pressioni dal punto di vista macroeconomico, mentre è indubbio che produce benefici per le aziende esportatrici e per il settore del turismo, i cui consumi totali in entrata hanno già superato l'ammontare registrato nel 2019. C'è la possibilità che la divisa si rafforzi, alla luce anche delle decisioni monetarie, da un lato, della Boj, dall'altro, della Fed. Tuttavia, il rally degli indici di borsa è stato trainato soprattutto dai titoli export oriented, mentre quelli domestici o di piccola e media capitalizzazione non hanno avuto una forte performance negli ultimi mesi. Per questa ragione, penso che, se anche lo yen si apprezzasse, gli investitori potrebbero guardare a small e mid cap come opportunità da considerare, perché sono state neglette e potrebbero beneficiare di un contesto economico più orientato al mercato interno, che ci attendiamo solido per il prossimo anno».

## Continua a essere positivo sul mercato?

«Salvo possibili shock, se si guarda, sia ai fondamentali, sia gli utili delle società domestiche, le premesse positive emergono, perché le valutazioni sono attraenti. Nell'individuare un investimento, non ci sono preferenze per settori specifici: l'importante è che un'azienda sia competitiva e abbia pricing power».



# Il risveglio dopo la festa

di Boris Secciani



Dall'inizio dell'anno, la tecnologia è tornata a trainare il mercato, nonostante l'atteggiamento delle banche centrali rimanga ancora cauto: l'inflazione non è ancora ritornata ai target attesi e i segnali di un rallentamento globale stanno aumentando. Ciononostante, quasi tutti i maggiori indici azionari hanno segnato ritorni positivi, probabilmente spiegabili con l'espansione dei multipli, visto che gli utili aziendali non hanno mostrato particolare forza. Lo scenario globale si presenta molto diversificato, sia da un punto di vista macroeconomico, sia per quanto riguarda la politica monetaria e fiscale: agli estremi opposti si trovano gli Stati Uniti e la Cina. Per quanto riguarda le azioni, il campo degli investitori è diviso tra coloro che vedono un rientro dell'inflazione e un indebolimento contenuto della crescita e coloro, invece, che si attendono una recessione. Dalle due posizioni emergono valutazioni differenti sull'asset class azionaria e sulla strategia da implementare

Il 2023 è stato un anno sorprendente. I primi sette mesi si sono chiusi con performance

azionarie generalmente positive, in cui a farla da padrone sono stati i titoli tecnologici del Nasdaq. Un ribaltamento completo rispetto all'anno passato e anche, per certi versi, rispetto alla ripresa vista nei sei mesi intercorsi fra l'ultimo trimestre del 2022 e il primo di quest'anno. In quel periodo il protagonista assoluto sembrava il tipico movimento ciclico che anticipava la fine del rialzo dei tassi e una graduale ripresa dell'economia. Un paradigma che vede tipicamente fare bene le aziende caratterizzate da un forte beta rispetto all'andamento macro, la duration obbligazionaria e gli asset emergenti.

Ci siamo trovati, invece, con le banche centrali ancora hawkish, un'economia europea de facto in recessione, una Cina in crisi e un'America che, come vedremo, ha tenuto (ancora una volta) grazie ai consumi. In tutto ciò, i supposti titoli ad alta duration sono tornati a sovrapreformare in maniera potente. Sicuramente, l'entusiasmo che ha suscitato il tema dell'intelligenza artificiale generativa è stato forte, ma fa impressione, al di là dell'intensità dei rendimenti, il ritorno di fiamma delle mega-cap growth statunitensi, per le quali l'impatto sui conti di questa rivoluzione tecnologica è ancora molto ridotto.

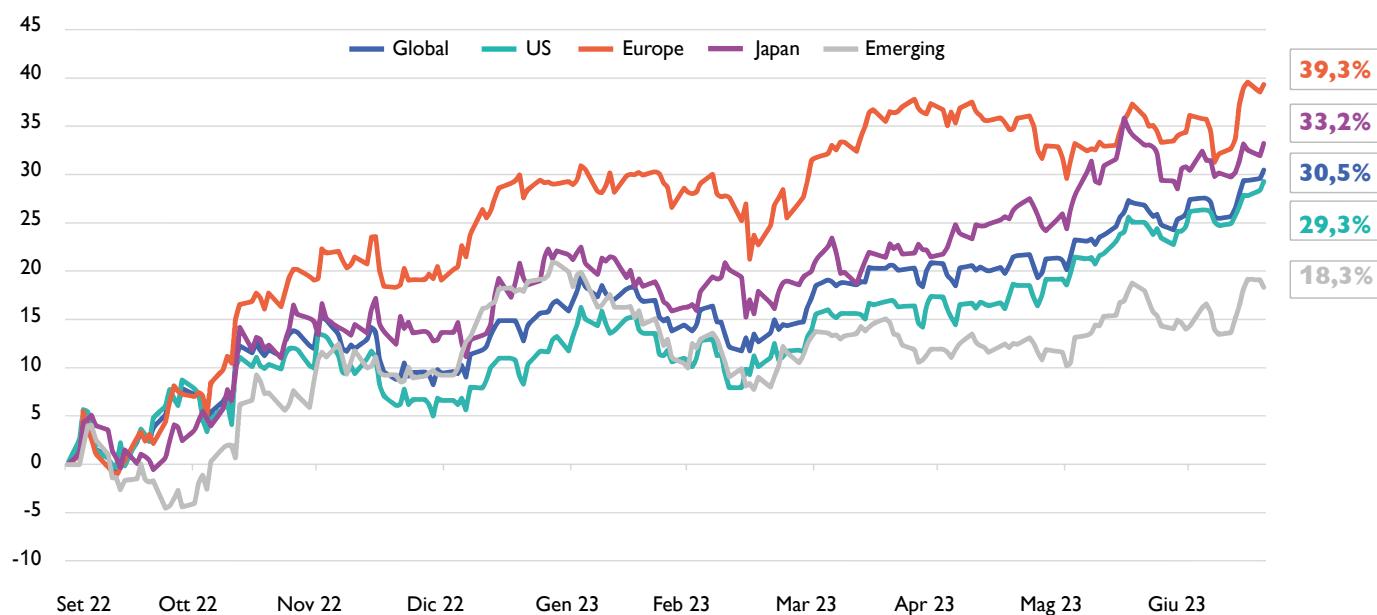
Di fronte a un simile sviluppo, viene spontaneo chiedersi che cosa potrà succedere nel



secondo semestre dell'anno, anche perché non poche sono le nuvole che si stanno addensando all'orizzonte. Nubi che hanno portato, ad agosto, a un aumento della volatilità e a performance non delle migliori. Alla base di quanto successo vi sono poi dinamiche, sia a livello macro, sia di mercato, davvero inusuali e

che sono ben sintetizzate da **Gilles Moëc**, Axa group chief economist e head di **Axa Im Research**: «Sembra che anche i mercati siano diventati più scettici. Venerdì 26 agosto, l'S&P500 è sceso di quasi il 4% sul mese, mentre il Dax ha perso poco più del 5%. I mercati estivi possono essere volubili e c'è già stato un

#### PERFORMANCE REGIONALI DEL MERCATO AZIONARIO DAL 30 SETTEMBRE 2022 AL 18 LUGLIO 2023



Fonti: Msci, Macrobond. Global è rappresentato dall'indice Msci World, nel quale sono incorporate le società ad alta e media capitalizzazione in 23 paesi dei mercati sviluppati. Stati Uniti rappresentati dall'indice Msci Usa, concepito per misurare la performance dei segmenti ad alta e media capitalizzazione del mercato statunitense. Europa rappresentata dall'indice Msci Europe, nel quale sono incorporate le società ad alta e media capitalizzazione in 15 paesi dei mercati sviluppati. Giappone rappresentato dall'indice Msci Japan, concepito per misurare la performance dei segmenti ad alta e media capitalizzazione del mercato giapponese. Mercati emergenti rappresentati dall'indice Msci Emerging Markets, nel quale sono incorporate le società ad alta e media capitalizzazione in 24 paesi dei mercati emergenti. Gli indici non sono gestiti e non si può investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese e oneri di vendita. I rendimenti passati non sono indicazione o garanzia di risultati futuri. Msci non rilascia alcuna garanzia e non si assume alcuna responsabilità in merito ai dati Msci riportati nel presente documento. Non è consentita alcuna forma di ulteriore ridistribuzione o utilizzo. La presente relazione non è redatta o sponsorizzata da MSCI. Importanti comunicazioni del da un fornitore dei dati e i termini sono disponibili sul sito web [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

# Puntare sul beta

In questa complicata fase non manca chi ritiene che possa valere la pena tornare a puntare su azioni a elevato beta, coerentemente con l'idea che, se alla fine la recessione ci sarà, essa non sarà drammatica e che i corsi di diversi asset di quei segmenti dell'azionario legati alle industrie scontano già alcuni elementi negativi. Da questo punto di vista, non devono dunque sorprendere le scelte di **Norman Villamin**, group chief strategist di **Ubp**: «I prossimi mesi potrebbero offrire l'opportunità di aggiungere titoli azionari per beneficiare di una probabile rotazione settoriale al di fuori delle mega-cap statunitensi. Le società Usa a media capitalizzazione e il settore delle materie prime sono, quindi, segmenti da tenere sotto osservazione con attenzione».

## SORPRESE POSITIVE

Dall'altra parte, se si dovesse rimanere nell'ambito di un paradigma non eccessivamente disastroso per le componenti più fisiche dell'economia, sorprese positive potrebbero arrivare anche dai protagonisti dei beni di consumo discrezionali. Non, peraltro, perché in molti casi i protagonisti di questo ampio e variegato comparto non hanno goduto di un 2023 particolarmente brillante, fatto abbastanza sorprendente, se si pensa che proprio i consumatori si sono rivelati il pilastro chiave per la tenuta dell'intero sistema.

## GUARDARE I BENI VOLUTTUARI

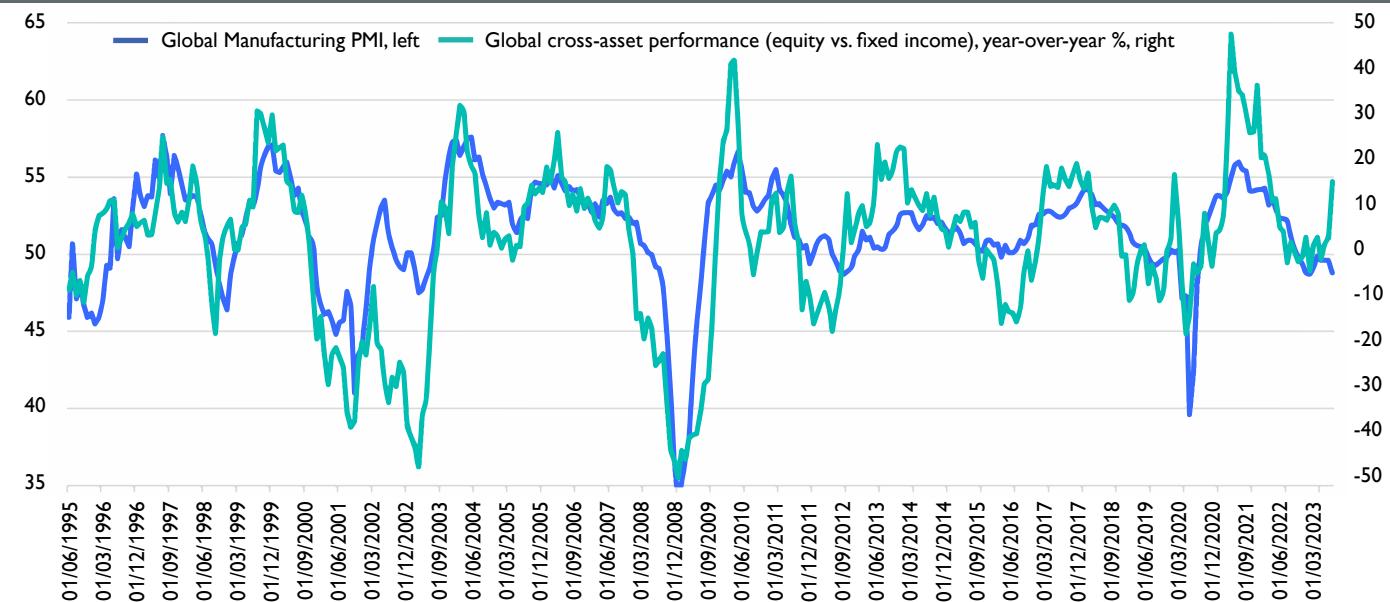
Interessante, al proposito, appare il ragionamento di **Kristina Hooper**, chief global market strategist di **Invesco**: «L'attività manifatturiera costituisce un utile indicatore. La produzione industriale ha raggiunto il picco nel marzo 2021, il che significa che da oltre due anni ci troviamo in una fase di graduale riduzione del rischio del ciclo di mercato. Sebbene i livelli di turnover si siano ridotti al punto tale da avvicinarsi ai minimi, siamo ben lungi da una flessione convincente. Dal punto di vista del mercato, potrebbe anche essere troppo presto per annunciare l'avvio di una ripresa su larga scala. Dopotutto, da marzo abbiamo assistito a un'altra rotazione indicativa dell'avversione al rischio dai segmenti ciclici a quelli difensivi del mercato azionario. Quale settore dovrebbe aprire la strada? Se non andiamo errati sul punto di flesso dei prezzi al consumo, sul calo dei rendimenti obbligazionari e su una funzione di reazione più pacata della Fed, queste dinamiche potrebbero sostenere i titoli del settore dei beni voluttuari di inizio ciclo sensibili ai tassi».



*La produzione industriale ha raggiunto il picco nel marzo 2021, il che significa che da oltre due anni ci troviamo in una fase di graduale riduzione del rischio del ciclo di mercato*

**KRISTINA HOOPER**  
chief global market strategist  
Invesco

## INDICE GLOBALE DEI RESPONSABILI DEGLI ACQUISTI DEL SETTORE MANIFATTURIERO (PMI) VS. PERFORMANCE CROSS-ASSET GIUGNO 1995-GIUGNO 2023



Fonti: Macrobond, Bloomberg. Le azioni sono rappresentate dall'indice Msci All Country World Index Unhedged Usd, nel quale sono incorporate le società ad alta e media capitalizzazione di 23 mercati sviluppati e 24 paesi emergenti. Le obbligazioni sono rappresentate dall'indice Bloomberg Global Aggregate Total Return Index Unhedged Usd, un parametro di riferimento del debito globale investment-grade di 24 mercati in valuta locale che comprende titoli di stato e di organismi pubblici, obbligazioni corporate e cartolarizzate a tasso fisso di emittenti dei mercati sviluppati ed emergenti. Importanti comunicazioni del fornitore dei dati e i termini sono disponibili sul sito web [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com). Gli indici non sono gestiti e non si può investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese e oneri di vendita. I rendimenti passati non sono indicazione o garanzia di risultati futuri.

certo rimbalzo dai minimi toccati intorno al 20 agosto, ma la cautela degli investitori potrebbe essere giustificata dal fatto che l'economia mondiale deve affrontare due venti contrari non correlati».

## TUTTO E IL SUO CONTRARIO

In questo contesto colpisce la situazione di deflazione o quasi in Asia, Cina in primis, e di persistenza, invece, di pressioni sul costo della vita negli Usa, con l'Europa in mezzo a subire contraccolpi su entrambi i lati in termini di politica monetaria draconiana e anemia della domanda globale. In tutto ciò non va dimenticato un altro fattore fondamentale: i profitti finora in questo 2023, pur avendo battuto aspettative molto mediocri, appaiono non entusiasmanti. Il che vuole dire che i rendimenti positivi dell'equity e, in particolar modo, di Big Tech, sono stati dovuti a una forte espansione dei multipli, in parte trainata da un fenomeno poco analizzato. Da questo punto di vista è interessante il parere di Norman Villamin di Ubp: «La liquidità continua a rappresentare una forte spinta per l'azionario globale, con la Bank of Japan che, al pari della People's Bank of China, sta nuovamente iniettando cash nel sistema finanziario globale, che va a sommarsi ai quasi 500 miliardi di dollari derivanti dalla Reverse repo facility della Fed dei mesi di giugno e luglio. Poiché da inizio anno i titoli azionari globali sono saliti principalmente grazie all'espansione del P/E (escluso il Giappone), questo continuo sostegno alla liquidità dovrebbe favorire i titoli azionari in autunno, anche se nella seconda metà dell'anno le aziende

*Preoccupano il rallentamento globale del settore manifatturiero e i timori che anche i consumi, finora sostenuti dalla bassa disoccupazione, dal supporto fiscale e dalla disponibilità dei risparmi accumulati durante il periodo della pandemia, possano a loro volta rallentare*



**SALVATORE BRUNO**  
responsabile investimenti  
Generali Investments

potrebbero diventare più caute verso la domanda».

In pratica, viviamo oggi in uno scenario fatto di condizioni finanziarie più ambigue di quanto si deduce dai discorsi relativamente feroci continuamente comunicati dalle autorità monetarie. Un quadro completamente contraddittorio in cui convivono deflazione e recessione, mercato immobiliare in crisi globale, consumi fortissimi negli Usa (e tutto sommato decenti anche dalle nostre parti e in Asia), segnali di ritorno di fiamma su alcuni emergenti e paure di un deterioramento rapido negli ultimi mesi del 2023. Come accennato da Villamin, il tutto sostenuto da un ritorno all'espansione della liquidità disponibile, seppure a caro prezzo.

## AMPIA DIVERSIFICAZIONE

Vista la corsa, concentrata a livelli quasi da monomania degli ultimi mesi su alcuni temi, non sorprendentemente non manca un atteggiamento di cautela generale nei confronti dell'azionario nel suo complesso. I segnali macro sono poco entusiasmanti con manifattura e commercio in piena recessione, un Pmi dei servizi che pure in Europa ha preso a scricchiolare e un ciclo degli investimenti in Cina problematico, per usare un eufemismo. Delle prospettive dei consumi made in Usa se ne parlerà nei prossimi paragrafi, ma va detto che, anche in quel caso, forse siamo giunti alla fine di un periodo d'oro. In sintesi, la serie di input contraddittori elencati fino a questo momento, che ha portato a un'ampia diversificazione nelle view di gestori e analisti, sta cominciando a spingere l'ago della bilancia sul lato del pessimismo. Sintomatica, ad esempio, la sintesi di **Salvatore Bruno**, responsabile investimenti di **Generali Investments Partners**: «Preoccupa il rallentamento globale del settore manifatturiero e i timori che anche i consumi, finora sostenuti da bassa disoccupazione, dal supporto fiscale e dalla disponibilità dei risparmi accumulati durante il periodo della pandemia, possano a loro volta rallentare. Gli investitori appaiono in questo momento divisi tra chi ritiene ancora possibile un rientro dell'inflazione senza forti ripercussioni sulla crescita e chi, invece, vede sempre più probabile una recessione,





**CAROLINE RANDALL**  
gestore di portafoglio azionario  
**Capital Group**



*Il livello record di attività in liquidità e disponibilità liquide alternative potrebbe rappresentare un catalizzatore per ulteriori guadagni di mercato*



più o meno accentuata, come unica via per ridurre stabilmente l'inflazione». In pratica, la tanto annunciata recessione che non si è materializzata lo scorso inverno potrebbe alla fine arrivare.

Se aggiungiamo le mediocri performance del reddito fisso a partire da marzo, non sorprende che si faccia largo l'idea di una più prudentiale asset allocation dinamica, visto il non entusiasmante equity risk premium disponibile sul mercato. **Tom Nelson**, head of asset allocation portfolio management e **Miles Sampson**, senior research analyst, di **Franklin Templeton Investment Solutions**, affermano: «La stagione degli utili presenta un possibile catalizzatore per un nuovo indebolimento dei titoli azionari. Il nostro posizionamento è difensivo e nelle nostre prospettive dinamiche attualmente preferiamo la liquidità



*Certamente, le valutazioni elevate pongono gli investitori di fronte a un contesto di rischio/rendimento più complesso, che ci porta a rimanere attualmente neutrali rispetto al settore azionario*



**NORMAN VILLAMIN**  
group chief strategist  
**Ubp**

consigli la Fed e i suoi pari, senza però che si arrivi a una contrazione seria. I pessimisti si concentrano su quotazioni azionarie care, in termini assoluti e relativi, e segnali inquietanti sul fronte macro. Detto ciò, è importante notare che entrambi gli schieramenti vedono all'orizzonte una nuova rotazione verso settori negletti. La dispersione estrema presente in questo 2023 si è dimostrata una versione ancora più marcata del ciclo sperimentato fino al 2021, come sintetizza in maniera efficace Caroline Randall di Capital Group: «Finora la ripresa del mercato azionario statunitense è stata di portata limitata. Nell'esercizio chiuso al 5 giugno, il 90% dei rendimenti dell'indice S&P 500 si è concentrato su un piccolo gruppo di aziende del settore delle tecnologie, quali Microsoft, Nvidia, Meta e Alphabet. L'entusiasmo degli investitori per i progressi compiuti nel campo dell'intelligenza artificiale ha fatto impennare prezzi e valutazioni di alcune azioni. Il produttore di chip Nvidia, noto soprattutto per i suoi chip per videogiochi, ha superato 1.000 miliardi di dollari di valore di mercato dopo avere espresso commenti ottimistici a maggio sui potenziali ricavi derivanti dalla domanda dei suoi processori utilizzati per l'intelligenza artificiale. Le valutazioni di questi titoli sono salite alle stelle. Tuttavia, altre aree del mercato statunitense e di quelli europei e asiatici potrebbero offrire valutazioni più interessanti. L'aspetto curioso è che il cambio di leadership prossimo venturo potrebbe, per certi versi, concretizzarsi in maniera inusuale. Sicuramente, alcune dinamiche ap-

#### **SCELTE DIFENSIVE E CICLICHE**

In pratica, se si dovesse sintetizzare le posizioni dei due campi, si potrebbe affermare che gli ottimisti vedono un rallentamento economico sufficiente a indurre a più miti

# Dal growth al quality value

Infine, al di là della contingenza caratterizzata dal dilemma recessione sì/recessione no, l'era che si sta schiudendo, proprio perché probabilmente alquanto difficile, sembra contraddistinta da una crescente dispersione in cui qualità e valutazioni costituiranno un binomio indissolubile in quasi tutti i segmenti dell'equity. Il ritorno di fiamma del Nasdaq può venire interpretato come l'opportunità di riuscire finalmente a rientrare a corsi (fino a pochi mesi fa) decenti su società ancora in grado di offrire prospettive di robusta crescita. Come si è visto, questa occasione è sparita piuttosto in fretta. Ciò non toglie, però, che l'approccio quality value continua a rimanere una possibile stella polare per il futuro più o meno prossimo, dopo un'era dove sembravano esserci solo growth e value trap.

## GEMME NASCOSTE

Gemme nascoste in giro per i listini sono ancora disponibili e, come ricorda **Gabriele Susinno**, senior client portfolio manager quest global equities di **Pictet Asset Management**, chi ha la pazienza per cercarle e la capacità di trovarle è in una posizione privilegiata per navigare in acque in cui le correnti sono profondamente cambiate: «Sebbene il mercato statunitense abbia registrato un certo allargamento dall'inizio di giugno, si prevede che questa tendenza continuerà per tutto l'anno. Settori come le banche, i difensivi core, i Reit, l'energia e i materiali hanno registrato una flessione rispetto all'anno precedente. Questo ampliamento della performance di mercato suggerisce la scelta verso un approccio ben bilanciato, che combini difensivi core e titoli value. Da un lato, infatti, i settori ciclici hanno già scontato una robusta ripresa della crescita, mentre, dall'altro, i settori difensivi core rimangono relativamente stabili e i titoli value mostrano un potenziale di sovraperformance. Le attuali condizioni di mercato richiedono un approccio ponderato e riteniamo che il quality value rappresenti il posizionamento più adatto per gli investitori istituzionali. In un contesto di mercato caratterizzato da un'accentuata incertezza macroeconomica è ragionevole che gli investitori si rivolgano alle proprietà difensive delle società di qualità che operano a valutazioni interessanti».

Sostanzialmente, nonostante alcune similitudini superficiali, il mondo conosciuto fino al 2021 non tornerà tanto presto.



*Le attuali condizioni di mercato richiedono un approccio ponderato e riteniamo che il quality value rappresenti il posizionamento più adatto per gli investitori istituzionali*



**GABRIELE SUSINNO**  
senior client portfolio manager  
quest global equities  
**Pictet Asset Management**



*Molti mercati azionari hanno messo a segno buone performance nei primi sei mesi di quest'anno, ma il prossimo periodo potrebbe essere più impegnativo*



**STEFAN BREINTNER**  
head of research  
e portfolio management  
**Dje Kapital**

paiono coerenti con l'adattarsi a quella che potrebbe essere una recessione a scoppio ritardato. Sembrano collocarsi su questa linea le scelte di **Stefan Breintner**, head of research e portfolio management di **Dje Kapital**: «Guardando al mese di agosto rimaniamo cauti. Molti mercati azionari hanno messo a segno buone performance nei primi sei mesi di quest'anno, ma il prossimo periodo potrebbe essere più impegnativo. Agosto e settembre sono spesso mesi difficili e la situazione monetaria può ancora essere classificata come negativa. L'economia statunitense sta resistendo bene, ma in Europa i rischi economici sono in forte aumento. Molti settori difensivi non hanno registrato alcuna performance nel 2023 e offrono quindi un certo potenziale di recupero».

# Bolla a Wall Street con tante piccole recessioni

**Il Nasdaq Composite, dall'inizio dell'anno, ha messo a segno un rimbalzo consistente e a farla da padroni sono stati i titoli tecnologici. L'elevata concentrazione dei rendimenti nei listini americani ha portato a un forte aumento delle valutazioni. Tuttavia, il rimbalzo degli utili aziendali sembra stia scemando e c'è il rischio di pressione sui margini. Anche l'Erp dell'equity globale si sta abbassando, mentre il rendimento sul Treasury, in agosto, ha toccato il 4,35%, con il rischio che questo movimento indichi un aumento delle aspettative di inflazione. Nel frattempo, diversi settori dell'economia americana hanno subito un rallentamento, senza però alimentare una vera e propria recessione, pur se qualche perplessità comincia a emergere sulla tenuta del livello dei consumi, il vero motore della recente crescita Usa, soprattutto dopo la pioggia di incentivi post-Covid.**

**A questo punto diventa doveroso**

**riflettere su quali potrebbero essere le ricadute sul mercato azionario americano e trovare storie di crescita che potrebbero tenere conto, da un lato, degli investimenti che il paese ha deciso di intraprendere con l'Inflation reduction act, dall'altro, che riguardino società la cui domanda presenti solidità e basi di inelasticità desiderabili, non ancora messe sotto i riflettori dagli investitori, senza ovviamente dimenticare quelle che beneficeranno dell'effetto dirompente dell'Ai**

Nonostante un agosto volatile, il mercato equity statunitense ha fornito rendimenti a dir poco spettacolari nei primi otto mesi del 2023. Il Nasdaq Composite, infatti, è in rialzo di circa il 35%, mentre l'S&P 500 ha registrato +18% circa. Questi numeri sono sufficienti per inquadrare come quest'anno sia stato perfettamente speculare rispetto a quello passato e come l'azionario americano sia tornato a essere uno dei leader assoluti all'interno del panorama globale dei mercati finanziari. Un simile scarto nell'andamento

dei due benchmark sottolinea ancora una volta che si è tornati, sostanzialmente, in un regime di monomania con al centro la tecnologia.

Qualche storia specifica aiuta a inquadrare in maniera ancora più impressionante la portata del fenomeno di dispersione e concentrazione dei rendimenti dei titoli del vasto elenco Usa. In particolare, colpisce l'andamento di un'azienda come Nvidia, diventata forse il titolo più comprato e presente nei portafogli dei gestori grazie ai propri chip necessari per il comparto dell'intelligenza artificiale: a fine agosto si trovava infatti in rialzo del 244%



**JEREMY SCHWARTZ**  
global chief investment officer  
WisdomTree

*Alla fine di marzo 2023, Nvidia è diventata l'azienda con il rapporto P/S più alto, sia nell'S&P 500, sia nel Nasdaq 100. Da allora, il P/S non ha fatto altro che aumentare, raggiungendo un valore superiore a 40, basato sul fatturato degli ultimi 12 mesi*



da inizio anno. Non sorprendentemente, le dinamiche che accompagnano questo titolo sono sintomatiche di un aumento delle valutazioni non molto rassicurante. Qualche dato al riguardo arriva da **Jeremy Schwartz**, global chief investment officer di **WisdomTree**: «Questo rally è stato accompagnato

da una significativa espansione dei multipli di valutazione, con particolare riferimento al rapporto prezzo/fatturato (P/S). Alla fine di marzo 2023, Nvidia è diventata l'azienda con il rapporto P/S più alto, sia nell'S&P 500, sia nel Nasdaq 100. Da allora, il P/S non ha fatto altro che aumentare, raggiungendo un valo-

#### S&P 500: UN P/E FORWARD CHE CORRE

■ S&P 500 (asse sx) ■ P/E prospettico dell'indice S&P 500 (asse dx)



Fonte: FactSet. Dati giornalieri dal 30 dicembre 2022 al 18 luglio 2023. Il P/E prospettico si riferisce ai prossimi 12 mesi.

# Growth e fantasie

Non vi sarebbe da sorprendersi se il futuro prossimo e, probabilmente, anche il medio termine, portassero rendimenti relativamente più modesti per l'equity statunitense. Ovviamente, però, all'interno di questa non difficile previsione, data l'eccezionalità dei 13 anni compresi fra la fine del 2008 e il 2021, è possibile che il tutto venga declinato in una miriade di maniere diverse. Di sicuro non si può pensare a un azionario americano in grado di slegare completamente i propri destini da quelli del possente comparto tecnologico. Analizzare in maniera adeguata prospettive e problemi di quest'ultimo richiederebbe un intero trattato a esso dedicato, ma ci si può limitare a osservare che il potenziale trasformativo dell'intelligenza artificiale può coinvolgere in un percorso di crescita incredibile l'intera filiera tecnologica. Microchip e servizi cloud sono due ovvi candidati a godere di un forte incremento secolare della domanda.

## L'EFFETTO DIROMPENTE DELL'AI

In realtà, l'effetto dirompente dell'arrivo dell'Ai generativa nei pensieri dei gestori è stato di avere riportato nell'alveo dell'alta crescita segmenti di business che sembravano in via di maturazione. Sintomatico, da questo punto di vista, è proprio il caso del cloud. **Hilary Frisch**, senior analyst for technology software, **Naveen Jayasundaram**, senior analyst for internet and media, e **Anuj Parikh**, research analyst for technology hardware, di **ClearBridge Investments**, parte di **Franklin Templeton**, sostengono: «Con la normalizzazione del ritmo di adozione del cloud dopo l'impennata registrata durante la pandemia, ci aspettiamo che l'Ai generativa dia impulso alla prossima fase di espansione di questa tecnologia. Il cloud pubblico offre, sia la velocità, sia la flessibilità necessarie per applicare l'intelligenza artificiale ai problemi aziendali. I primi che la adottano possono creare applicazioni basate sull'Ai in poche settimane utilizzando gli Api e i servizi di infrastruttura (Infrastructure as a service, IaaS) offerti dagli hyperscaler; anziché impiegare mesi o anni se dovessero partire da zero utilizzando infrastrutture on-premise». In quest'ottica, quanto è avvenuto nel 2023 appare meno irrazionale. Gli investitori si sono infatti lanciati su uno dei pochi temi promettenti per il futuro, che per un po' è stato pure disponibile a valutazioni decenti.

## BOLLE DI ENTUSIASMO

Il problema è che, quando compare qualcosa di totalmente disruptive per gli equilibri dell'economia mondiale, spesso si sviluppano bolle, in primis di entusiasmo, che tendono a puntare sui cavalli sbagliati. Il paragone con il 2000, infatti, non sembra del tutto sballato, non solo per quanto riguarda la dimensione (modesta) dell'equity risk premium degli asset made in Usa, ma anche per la possibilità che molti stiano prendendo, almeno in parte, un abbaglio. **Kubilay Yalcin**, portfolio director equity di **Flossbach von Storch**, porta all'attenzione alcuni dati che dovrebbero fare riflettere: «Anche all'apertura del nuovo millennio le speranze erano alle stelle: delle 10 maggiori società quotate in borsa per capitalizzazione di mercato all'inizio del 2000 ben sette di queste erano aziende tecnologiche o di telecomunicazioni. In quel periodo, le possibilità del Worldwide Web elettrizzavano i mercati finanziari. Ma solo cinque di queste sette società esistono ancora oggi. Nel caso di quattro di queste ultime, l'andamento del prezzo delle azioni dal 31 dicembre 1999 al 30 giugno 2023 è stato molto inferiore a quello dell'indice azionario globale Msci World. Solo i titoli di Microsoft hanno registrato una performance significativamente migliore in questo lasso di tempo e, anche in questo caso, c'è stato un lungo periodo di siccità. Ecco perché è importante per noi mantenere una visione sobria anche in tempi di mercati azionari ispirati da troppa fantasia».

### L'INCIDENZA DELL'AI SULLA SPESA PER IT E SOFTWARE È DESTINATA A DIVENTARE SEMPRE PIÙ ELEVATA

Percentuale del fatturato Ai sul totale dell'It-Scenari  
(in milioni di dollari)

	2026 stima % del totale della spesa	2026 fatturato totale dell'Ai
<b>Software &amp; services spend:</b>		<b>\$3,059,150</b>
5%		\$152,957
10%		\$305,915
15%		\$458,872
<b>Total It spend:*</b>		<b>\$4,904,166</b>
3%		\$147,125
7%		\$343,292
10%		\$490,417

Fonte: ClearBridge Investments. Proiezioni per il 2026 basate sulle stime di Gartner relative alla spesa per It e software dell'ottobre 2022. La spesa informatica totale esclude i dispositivi. Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale stima, proiezione o previsione si realizzi.



**ROBERT ALMEIDA**  
**portfolio manager**  
**e global investment strategist**  
**Mfs**

*L'aumento dei prezzi pagati per le azioni non è stato accompagnato da previsioni di utile più elevate e ciò ha fatto ampliare il multiplo P/E. Gli investitori stanno pagando molto di più per lo stesso flusso di profitti*

The figure is a composite image. The background is a close-up photograph of a person's face, specifically focusing on the eye and nose area, with a fine grid pattern overlaid. Superimposed on this are several financial elements: a candlestick chart in the upper right showing price movement with labels like 75.2, 86.2, 19.0, 20.9, 17.3, 16.9, 15.9, 14.7, 13.4, 12.7, 11.8, 10.8, 9.8, 8.9, 7.9, and 6.9; a moving average trend line in red and yellow; a bar chart in the lower right; and several large, stylized dollar signs (\$\$) in white and blue.

no a 3,2%. Anche in questo caso vale la pena ricordare la performance monstre della solita Nvidia, il cui profitto per azione è salito su base annuale del +429%, in completa controtendenza rispetto al trend generale. Come si può notare anche dal grafico, l'anemia generale di risultati ha spinto il P/E forward del maggiore benchmark azionario statunitense di nuovo intorno a 20x, con una correlazione quasi perfetta con la crescita dei corsi.

## UN ERP FRA I PEGGIORI

Nella prima parte della disamina sull'equity globale si era già rilevato che questo fenomeno sta abbassando in maniera inquietante l'equity risk premium (Erp) a livello globale. In modo non inatteso, il tutto si sta manife-

stando in maniera ancora più intensa negli Usa. **Robert Almeida**, portfolio manager e global investment strategist di **Mfs**, ricorda che è comparso all'orizzonte un non inco-raggiante ricorso storico: «L'aumento dei prezzi pagati per le azioni non è stato ac-compagnato da previsioni di utili più elevati e ciò ha fatto ampliare il multiplo P/E. Gli in-vestitori stanno pagando molto di più per lo stesso flusso di profitti. Possiamo osservare questo fenomeno anche attraverso la lente dei premi al rischio azionario. Storicamente, l'earnings yield atteso delle azioni rispetto al rendimento offerto dai titoli di stato si collo-  
ca in media tra il 3% e il 5%. L'effetto combi-nato dei tassi d'interesse su livelli più normali, da libero mercato, dopo il ciclo di rialzi dei

## RENDIMENTI DEL TREASURY 10Y IN RAPPORTO CON L'EARNING YIELD PROSPETTICO DI S&P 500 E NASDAO 100

### Rapporto tra il rendimento dei Treasury Usa a 10 anni e l'earnings yield prospettico dell'S&P 500



## Rapporto tra il rendimento dei Treasury USA a 10 anni e l'earnings yield prospettico del Nasdaq 100



Fonte: FactSet. Dati settimanali dal 31 dicembre 1999 al 14 luglio 2023. Earnings yield prospettico = 1 diviso per il rapporto price/earnings dei prossimi dodici mesi. Aree ombreggiate = recessioni USA.



**TOM NELSON**  
head of asset allocation  
portfolio management  
**Franklin Templeton**  
Investment Solutions



**MILES SAMPSON**  
senior research analyst  
**Franklin Templeton**  
Investment Solutions



*Primo, i margini degli utili abitualmente fanno scendere la crescita delle vendite quando i profitti diventano negativi e siamo convinti che, anche se questi ultimi non peggiorassero, la redditività si manterebbe comunque debole. Secondo, un calo dell'inflazione sta contribuendo a un indebolimento del potere di determinazione dei prezzi delle società: prevediamo che l'inflazione continuerà a normalizzarsi, soffocando la crescita delle vendite e rafforzando la pressione sui margini»*



tassi avviato nel 2022 e del rally dell'azionario di quest'anno, ha spinto i premi al rischio su livelli estremi che non si vedevano dai tempi della bolla di internet».

Detto ciò, non si può più ignorare il fatto che segnali poco rassicuranti stanno comparendo nel complesso dei Treasury. Ad esempio, il decennale ha visto il proprio rendimento alzarsi di circa 60 punti base fra luglio e agosto, arrivando a circa il 4,35%: si tratta del livello più alto dagli ultimi mesi del 2007. Ovviamente, estrapolare previsioni generali dalla volatilità nel breve periodo non è possibile, il rischio però è che si stia assistendo a un innalzamento delle aspettative di inflazione sul lungo termine, anche se la curva dei rendimenti rimane invertita. Se ciò dovesse succedere le stime dell'Erp medio si farebbero ancora più grigie.

#### **MARGINI IN CALO**

La spinta sul caro-vita per quasi un biennio si è rivelata per i conti aziendali un alleato tanto inaspettato quanto prezioso, ma oggi non si può più dire altrettanto. I fatturati, da una parte, continuano ad aumentare in maniera rilevante, dall'altra, come specificano **Tom Nelson**, head of asset allocation portfolio management, e **Miles Sampson**, senior research analyst, di **Franklin Templeton Investment Solutions**, ciò non basta più a compensare la forte discesa dei margini: «Negli Stati Uniti i margini degli utili sono scesi dell'8% su base annua, ma la contrazione della crescita dell'Eps è stata del tutto trascurabile, considerando la crescita delle vendite ancora forte. Vi sono alcuni motivi per i quali, andando avanti, prevediamo un indebolimento di questa dinamica. Primo, i margini degli utili abitualmente fanno scendere la crescita delle vendite quando i profitti diventano negativi e siamo convinti che, anche se questi ultimi non peggiorassero, la redditività si manterebbe comunque debole. Secondo, un calo dell'inflazione sta contribuendo a un indebolimento del potere di determinazione dei prezzi delle società: prevediamo che l'inflazione continuerà a normalizzarsi, soffocando la crescita delle vendite e rafforzando la pressione sui margini».

Il pessimismo di Nelson e Sampson potrebbe apparire eccessivo, data l'efficienza dimostrata storicamente dal management dei gruppi Usa. A rendere però quasi impossibile la quadratura del cerchio vi è la questione delle pressioni al rialzo dei costi degli input pro-



# Il nuovo new deal: l'americana quality value

Gli investitori sul maggiore mercato azionario del pianeta si trovano oggi a tentare di separare i sogni dalla realtà. Un approccio non facile da implementare, che però può trovare una sua declinazione grazie a una sapiente diversificazione in un nucleo più ampio di scelte di portafoglio. In particolare, gli Usa sembrano l'area ideale per testare la filosofia del quality value. Attualmente, infatti, l'America si trova impegnata in una transizione epocale, che ha un duplice obiettivo: rendersi più autonoma dalla Cina dal punto di vista industriale e rinnovare le proprie infrastrutture in direzione green. Norman Villamin di Ubp, ricorda che il varo, per la prima volta da decenni, di una politica industriale americana può avere un impatto gigantesco sulle prospettive di investimento globale: «I provvedimenti (attuati dall'Amministrazione Biden, n.d.r.) hanno posto le basi non solo per il sostegno fiscale all'economia ma, fattore più importante, per la prima politica industriale di ampio respiro dai tempi della guerra fredda, incentrata sulla transizione energetica verde e volta a sostituire le basi industriali statunitensi del ventesimo secolo. Infatti, se rendere più ecologica l'economia mondiale è una priorità globale almeno a partire dall'accordo di Parigi del 2015, è solo nel 2022, attraverso l'Inflation reduction act (Ira), che gli Stati Uniti hanno davvero intrapreso uno sforzo ambizioso per rinnovare la loro economia. Ancora più importante è per gli investitori il fatto che l'iniziativa sembra destinata a dare il via non solo a un ciclo di investimenti negli Stati Uniti, ma anche a livello globale per perseguire gli obiettivi di Parigi e nel tentativo di assicurarsi una parte delle catene del valore che costituiranno la base dell'economia mondiale nei decenni a venire».

## UN PROFILO TEMPORALE ELEVATO

Lo stesso Villamin, poi, oltre a quantificare i programmi in corso, porta all'attenzione un altro aspetto fondamentale di quello che potrebbe essere il new deal del ventunesimo secolo: si tratta di progetti con un respiro temporale elevato. «Il solo Inflation reduction act ha impegnato quasi 400 miliardi di dollari in finanziamenti verdi e crediti d'imposta. Tuttavia, la natura aperta dei sussidi e i progetti privati già mobilitati nel primo anno successivo all'entrata in vigore della legge suggeriscono che nel prossimo decennio potrebbero essere stanziati almeno 1.700 miliardi di dollari, pari a circa il 6% dell'attuale Pil statunitense». Dunque, è proprio nel novero delle aziende statunitensi in grado di fornire beni e servizi a questa immensa mole di progetti che è possibile trovare le gemme quality value delle quali abbiamo parlato finora. Società la cui domanda presenta solidità e basi di inelasticità alquanto desiderabili e, al contempo, in buona parte, finora sfuggite all'attenzione di investitori ossessionati da Nvidia e da megacap varie del Nasdaq.

## UNA MIRIADE DI AREE DI BUSINESS

**Saira Malik**,cio di **Nuveen**, descrive poi, parlando delle proprie preferenze di investimento, un'altra caratteristica interessante di questo grande tema, cioè la sua natura eterogenea, con una miriade di aree di business coinvolte: «Le società di consulenza che forniscono supporto alla progettazione di infrastrutture offrono un esempio convincente. Gli enti locali Usa assumono queste imprese per progettare e ingegnerizzare strutture o sistemi che forniscono servizi essenziali, come gli impianti di trattamento delle acque e delle strade. I bilanci degli enti locali sono fiscalmente solidi, con riserve di liquidità ai livelli più alti degli ultimi 40 anni e spese in conto capitale contenute, che hanno prodotto margini sani. La legge federale Infrastructure investment and jobs act del 2021 rappresenta un'ulteriore spinta, avendo già riservato fondi per questo tipo di progetti. Un'altra opportunità interessante nell'ambito dei servizi alle imprese è rappresentata dalle aziende che eseguono la manutenzione regolare degli impianti Hvac (riscaldamento, ventilazione e aria condizionata), compresa la sostituzione delle apparecchiature quando è necessario».

Un'America, dunque, che dimostra ancora grande vitalità economica, solo che va cercata anche al di fuori dei classici comparti che attirano interessi e fantasie degli investitori. La tecnologia della prima economia del mondo non è infatti solo nell'AI generativa.

duttivi, dalla ripresa dei corsi delle materie prime a persistenti richieste di aumenti di salario.

## ROTAZIONE DELLA CRISI

La prima economia del mondo si trova, infatti, ad avere vissuto uno dei quadrienni più strani della propria storia, anche se è riuscita a evitare la recessione in una maniera che è davvero curiosa ed è ben sintetizzata da **Jared Franz**, economista di **Capital Group**: «Dov'è finita la recessione che molti paventavano e che sembrava destinata a devastare l'economia statunitense quest'anno? In realtà c'è stata, ma non tutta insieme. Vari settori economici hanno subito flessio-



ni in momenti diversi. Grazie a questo raro caso di "rolling recession", o recessione progressiva, gli Stati Uniti potrebbero non subire affatto una recessione tradizionale quest'anno o il prossimo, nonostante la duplice pressione generata dalla forte inflazione e da tassi d'interesse elevati. Vediamo sempre più segnali che indicano scarse probabilità di un crollo dell'economia in piena regola: stiamo assistendo, invece, a mini-recessioni in vari settori e in momenti diversi, non sincronizzate fra loro. L'edilizia residenziale, ad esempio, ha subito una brusca contrazione lo scorso anno, dopo che la Federal Reserve statunitense ha iniziato ad alzare drasticamente i tassi d'interesse. A un certo punto, nel 2022, le vendite di abitazioni esistenti sono venute giù di quasi il 40%».

Dunque, una rotazione della crisi fra vari comparti e una serie di sviluppi che però non hanno innescato un contagio generale. Ciò che colpisce è che, come specificato da Franz, i cali sono stati in molti casi violentissimi. La spiegazione del perché si sia materializzato un simile paradigma va ricercata in una singola parola: consumi. Notoriamente, questi ultimi sono sempre stati il cavaliere bianco del Pil statunitense, ma in questo caso la dinamica a partire dal 2020 è stata ai limiti dell'incredibile. In pratica, durante l'ultimo anno della presidenza Trump e nel primo di quella Biden, gli Stati Uniti hanno fornito aiuti colossali a pioggia, sia alle imprese, sia ai cittadini, con incrementi del debito pubblico e del deficit federale giganteschi. Nell'epoca dei lockdown questi soldi sono stati, per ovvie ragioni, in buona parte risparmiati, per essere poi iniettati sotto for-



*Vediamo sempre più segnali che indicano scarse probabilità di un crollo dell'economia in piena regola: stiamo assistendo, invece, a mini-recessioni in vari settori e in momenti diversi, non sincronizzate fra loro*



**JARED FRANZ**  
economista  
Capital Group



*I fattori che hanno contribuito all'attuale situazione sono i trasferimenti fiscali diretti, come gli assegni di stimolo all'economia, e l'assistenza indiretta, come le moratorie sugli sfratti e sui prestiti agli studenti*



**GEORGE BROWN**  
economist  
Schroders

ma di acquisti a partire dalla seconda metà del 2021. Tutto ciò ha fornito una spinta alla domanda senza pari a livello mondiale, nonostante aumenti dei redditi di gran lunga inferiori all'inflazione che avrebbero potuto dare il la a un disastro. In pratica, gli americani hanno dato fondo ai risparmi alimentati dalla politica fiscale allegra (per un usare un eufemismo), con le immaginabili conseguenze benefiche sugli Eps societari.

#### **L'ALBA DELL'AUSTERITÀ**

Questo processo, però, non può durare in eterno. Al proposito vale la pena riportare due interventi decisamente pregnanti, data la messe di cifre riportate e le conseguenze. Il primo è di **George Brown**, economist di **Schroders**: «I fattori che hanno contribuito all'attuale situazione sono i

trasferimenti fiscali diretti, come gli assegni di stimolo all'economia, e l'assistenza indiretta, come le moratorie sugli sfratti e sui prestiti agli studenti. Inoltre, le regole di distanziamento sociale e le chiusure di attività commerciali nel 2020 hanno ristretto gli sbocchi per la spesa dei consumatori, causando anche un aumento dei risparmi. Secondo le nostre stime, questi fattori hanno generato poco più di 2 mila miliardi di dollari di risparmi in eccesso. Ma questi ultimi sono quasi esauriti, con solo circa l'8% rimanente. Sospettiamo, perciò, che le famiglie accantoneranno sempre più una parte del loro reddito disponibile».

Il secondo contributo, di **Enguerrand Artaz**, gestore di **La Financière de l'Echiquier**, segnala che è già evidente un non irrilevante processo di deterioramento della solvibilità delle famiglie: «Nonostante un lungo periodo caratterizzato da notevole resilienza, i consumatori statunitensi dovranno affrontare diversi venti contrari. Innanzitutto, il surplus di risparmio accumulato durante la crisi data dalla pandemia è ora completamente esaurito. Al contempo, la debolezza nel tasso di accumulo di risparmi per quasi due anni non ha permesso di creare nuove riserve. Successivamente, la moratoria sul debito universitario, durata quasi tre anni, sta per terminare e la Corte suprema ha respinto il piano di cancellazione parziale proposto dal presidente Biden. In altre parole, a partire dal 1° settembre 2023, 43 milioni

di americani ricominceranno a ripagare il loro prestito studentesco in rate mensili. Ciò avrà un impatto significativo sui bilanci familiari. Ultimo, ma non meno importante, fattore: la ripresa dei consumi trainata dal credito sta cominciando a vacillare. I tassi di interesse sulle carte di credito sono infatti schizzati oltre il 22%, causando un rapido aumento delle insolvenze sui prestiti al consumo a breve termine. Ciò sta iniziando a influire negativamente sulle vendite, come evidenziato dalla catena di grandi magazzini Macy's in occasione della pubblicazione dell'ultima trimestrale».

### CI SARANNO CONSEGUENZE

Tiriamo dunque le somme: in America l'era dell'abbondanza di soldi in tasca post-Covid sta per finire, proprio quando la politica fiscale si sta facendo meno allegra per via dei buchi accumulati e del progressivo rialzo del costo del finanziamento del debito. Di fronte a questo sviluppo, non sorprende che continuino a permanere pressioni sui salari da parte di consumatori che hanno dato fondo ai risparmi. Il che, a sua volta, rende problematico il rientro dall'inflazione (grazie anche a rinnovate pressioni dal lato delle materie prime) e l'avvio di un atteggiamento più morbido da parte della Fed. Ce n'è abbastanza per ritenere realistico che vi saranno conseguenze su un equity caro e dai margini in caduta. Ma vale la pena capire come orientarsi all'alba di una nuova era di maggiore austerità.



**ENGUERRAND ARTAZ**  
gestore  
**La Financière de l'Echiquier**



*Nonostante un lungo periodo caratterizzato da notevole resilienza, i consumatori statunitensi dovranno affrontare diversi venti contrari*



# Europa, di nuovo l'incubo stagflazione

**Il comportamento del mercato azionario europeo ha mostrato qualche similitudine con quello americano: pur con una performance più contenuta, il rialzo dell'indice è stato guidato dalle grandi capitalizzazioni, presenti in misura inferiore rispetto agli Stati Uniti. Tuttavia, il contesto macro mostra segnali di chiaro deterioramento economico, con un'inflazione core che rimane elevata.**

**La situazione europea è caratterizzata da un quadro complesso, all'interno del quale anche la stessa Bce non ha molte armi a disposizione per gestire una situazione che potrebbe scivolare in uno scenario di stagflazione. Anche gli utili aziendali, per quanto riguarda le società di dimensioni maggiori, rivelano un andamento non incoraggiante. Detto ciò, il quadro generale non sembra disastroso, anche se richiederà indubbiamente una grande capacità di analisi per decidere i titoli più promettenti, che peraltro non sono scesi da volatilità**

Se si analizza l'andamento dei mercati azionari europei nei primi otto mesi dell'anno, si scopre che alcuni movimenti sono stati simili a quelli dell'equity statunitense, anche se con driver di fondo estremamente differenti e con fondamentali che lasciano per i prossimi mesi più punti di domanda che certezze. In particolare, lo Stoxx 600 ha mostrato un rendimento nominale intorno a +6,80%, ma anche in questo caso la dispersione è stata alta, con performance che sono state trascinate, come al di là dell'oceano, da alcune large cap. I titoli a bassa capitalizzazione in quasi tutto il continente, inclusa l'Italia, hanno invece registrato rendimenti deludenti. Questa disfasia spiega la minore performance rispetto all'America di un benchmark, quello europeo, più ampio e più ricco di capitalizzazioni contenute, se paragonato all'S&P 500.

Perciò, il quadro che emerge un po' in tutto l'Occidente è caratterizzato da un ritorno di fiducia a metà da parte di investitori che sono disposti a incrementare, ma solo fino a un certo punto, la loro propensione al rischio. Al netto di queste considerazioni, il panorama dell'Unione Europea (e in particolar modo dell'Eurozona) è profondamente diverso, sia da quello del Far East,

sia dal quadro complessivo degli Stati Uniti. Da noi si sta delineando uno scenario intermedio fra la deflazione cinese e l'eccesso di domanda americana. Sostanzialmente, nei prossimi mesi sarà cruciale tentare di capire se dai due giganti l'Europa sta ereditando i lati positivi o quelli negativi.

## PEGGIORAMENTO IN CORSO

I dati recenti non inducono, però, all'ottimismo, con un peggioramento su tutta la linea: dai servizi alla manifattura, dagli investimenti al commercio estero e ai consumi. Il deterioramento economico, inoltre, sta assumendo contorni inquietanti, specialmente se si pensa a quanto è ancora elevata l'inflazione core. Da



**KARSTEN JUNIUS**  
chief economist  
Banca J.Safra Sarasin



*Le aspettative di produzione per i prossimi mesi sono appena positive e le scorte di prodotti finiti sono aumentate a tal punto che anche le attese sui prezzi di vendita sono diminuite in modo massiccio*

‘ ’

questo punto di vista, fa una certa impressione il lungo e articolato riassunto di **Karsten Junius**, chief economist di **Banca J.Safra Sarasin**, il cui intervento tratta un ambiente macro che si è rapidamente evoluto verso un assetto opposto rispetto a quello della pandemia: «Sia gli indici dei responsabili degli acquisti (Pmi), sia l'indice di fiducia del settore industriale della Commissione europea suggeriscono un'ulteriore debolezza in futuro. Le aspettative di produzione per i prossimi mesi sono appena positive e le scorte di prodotti finiti sono aumentate a tal punto che anche le attese sui prezzi di vendita sono diminuite in modo massiccio. I colli di bottiglia nella produzione e la mancanza di materie prime non sembrano più un fattore limitante. In linea con tutto ciò, la valutazione dei livelli dei portafogli ordini è peggiorata in 10 degli ultimi 12 mesi, indicando che la domanda repressa, i problemi delle catene di fornitura e altre distorsioni legate alla pandemia sono un tema del passato».

Junius invita a non farsi illusioni sul fatto di avere scampato la recessione lo scorso inverno, perché gli effetti della politica draconiana di Francoforte stanno cominciando solo adesso a farsi sentire. Inoltre, come ciliegina sulla torta, non si fa problemi a pronunciare un vocabolo che era sparito nei discorsi di analisti e investitori da un anno abbondante: «Le condizioni finanziarie restrittive e l'indebolimento dell'economia globale peseranno

ulteriormente sulla produzione industriale. Queste forze, probabilmente, deprimeranno la domanda nei prossimi mesi, poiché di solito ci vogliono alcuni trimestri prima che la politica monetaria più restrittiva mostri il suo pieno effetto. Le vendite al dettaglio sono diminuite in aprile e maggio, così come la spesa per le costruzioni in aprile. Presumendo livelli costanti per le due voci appena citate e la produzione industriale per i restanti mesi del trimestre, si otterrebbero variazioni trimestrali negative per tutti i settori. Di conseguenza, serve un comparto dei servizi forte, potenzialmente stimolato da un altro ciclo di domanda repressa di servizi al turismo, come forza equilibrante. In breve, la stagflazione descrive al meglio lo stato attuale dell'economia dell'area dell'euro».

## AZIONARIO DAI PROFITTI PIATTI

Dopo una simile descrizione da tregenda, sembra incredibile pensare che fino al luglio del 2022 il tasso di riferimento dell'Eurozona fosse ancora fermo a zero. Nove rialzi dopo siamo giunti al 4,25% in mezzo alle polemiche che circondano Lagarde e soci per la scarsa sensibilità nei confronti di un'economia traballante. Al tempo stesso, un'inflazione core in calo, ma comunque ben sopra il 5%, non permette certo grande magnanimità. Il risultato è che, per quanto riguarda le società di dimensioni maggiori, si prospetta un biennio, in termini di Eps, non certo incoraggiante,



# Non è tutto nero

Le diverse alternative macro attualmente attese non sono particolarmente incoraggianti per le prospettive dei corsi dell'equity, nonostante valutazioni sicuramente più simili a quelle di diverse piazze emergenti che agli Usa. L'ambiente è sicuramente duro, ma anche in questo caso non è detto che ci si debba rassegnare a scenari negativi. Se, infatti, si allarga un minimo l'orizzonte temporale, si nota che in Europa esistono anche diversi punti di forza. **Caroline Randall**, gestore di portafoglio azionario di **Capital Group**, ad esempio, ricorda che nell'ultimo biennio l'economia e le imprese europee sono riuscite a sopravvivere e a prosperare in un ambiente ai limiti dell'apocalittico, molto peggiore di quello delineato dagli ultimi dati: «In Europa, la crescita economica è stata inaspettatamente positiva e il continente ha affrontato le sfide energetiche e la guerra in Ucraina meglio delle attese. La Germania, in particolare, è sopravvissuta a un inverno che avrebbe potuto essere molto duro e molte aziende tedesche hanno attività a livello mondiale».

## CASI DI FORZA STRUTTURALE

La stessa Randall, poi, porta all'attenzione casi di società dell'Eurozona con caratteristiche di forza strutturale, solidità dei bilanci ed elevata competitività globale: «Ad esempio, Dhl Group è un'azienda di logistica globale con un servizio di consegna e-commerce di alta qualità, che opera in Europa, Stati Uniti e Cina. Non abbiamo mai attraversato una fase recessiva in piena occupazione prima d'ora. È per questo che riteniamo che la recessione sarà ragionevolmente poco profonda e che non ci terrà svegli fino a tardi notte per cercare di capire come superarla. Credo che sia lecito chiedersi se i minimi di ottobre 2022 siano stati i livelli più bassi di questo ciclo. Crediamo che sia così. Ciò non significa che siamo in una fase di crescita, ma forse abbiamo già superato il periodo di massimo pessimismo. La storia ci ha insegnato che i mercati ci riservano sempre sorprese, spesso quando le condizioni appaiono cupe».

Dunque, non esiste solo un'Europa in balia dei costi degli input energetici e dell'andamento della domanda cinese e americana, ma trovare queste gemme non sarà facile e serviranno agli investitori pazienza e probabilmente un buon grado di sopportazione della volatilità.

come ricorda **Franz Weis**,cio, analyst/portfolio manager e managing director delle strategie azionarie europee di **Comgest**: «Mentre l'inflazione headline si sta attenuando, grazie al calo dei prezzi delle materie prime e dell'energia, il dato core è rimasto persistentemente elevato. In un contesto di crescita economica debole e di pressioni elevate sui costi, si prevede che gli utili dell'indice Msci Europe cresceranno a malapena quest'anno e faranno poco meglio l'anno prossimo».

Quando si parla di equity del Vecchio continente, però, va portato all'attenzione un elemento di grande differenza rispetto alle controparti di diverse piazze sviluppate: le valutazioni. Infatti, allo stato attuale, il P/E forward dei 428 titoli del Msci Europe veleggia al di sotto della soglia di 13x. In pratica, le azioni su questa sponda dell'Atlantico hanno sperimentato solo in minima parte l'aumento dei multipli visto in America. Al tempo stesso, però, il quadro della politica

monetaria dell'Eurozona è probabilmente ai limiti dell'ingestibile, il che rende difficilissimo valutare correttamente l'equity. Infatti, tutto sommato, il paradigma nel quale si trovano a operare Powell e soci è semplice: o i consumi, magari trascinati da un rialzo dei salari che non accenna a fermarsi, continuano a tirare, e quindi la Federal Reserve stringerà ancora di più, oppure si arriverà alla fine del ciclo. In tal caso, è lecito attendersi cambiamenti sostanziali a livello di politica monetaria.

Per certi versi è facile da interpretare anche il quadro cinese: il Dragone ha bisogno di sostegni, sia a livello fiscale, sia di stimolo monetario, a fronte di spinte sui prezzi molto deboli. L'Europa, invece, è a rischio stagflazione, con tutto ciò che ne consegue in termini di obiettivi incompatibili per la Bce. Non sorprendentemente, lo stesso Weis si concentra sull'incertezza in termini di corretta valutazione delle azioni continentali, derivante da una situazione confusa e precaria: «È probabile che il mercato continui a essere dominato, nel prossimo futuro, dalle prospettive sull'inflazione e sui tassi d'interesse. Sebbene l'inflazione stia scendendo, non è ancora chiaro a quale livello si assesterà e, quindi, a quale valore le banche centrali riterranno opportuno fissare i tassi di interesse. Continuiamo a pensare che, nel lungo, periodo sarà la crescita sostenibile degli utili a costituire il motore più importante dei rendimenti per gli azionisti».

*In un contesto di crescita economica debole e di pressioni elevate sui costi, si prevede che gli utili dell'indice Msci Europe cresceranno a malapena quest'anno e faranno poco meglio l'anno prossimo*



**FRANZ WEIS**  
cio, analyst/portfolio  
manager e managing director  
delle strategie azionarie europee  
Comgest



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

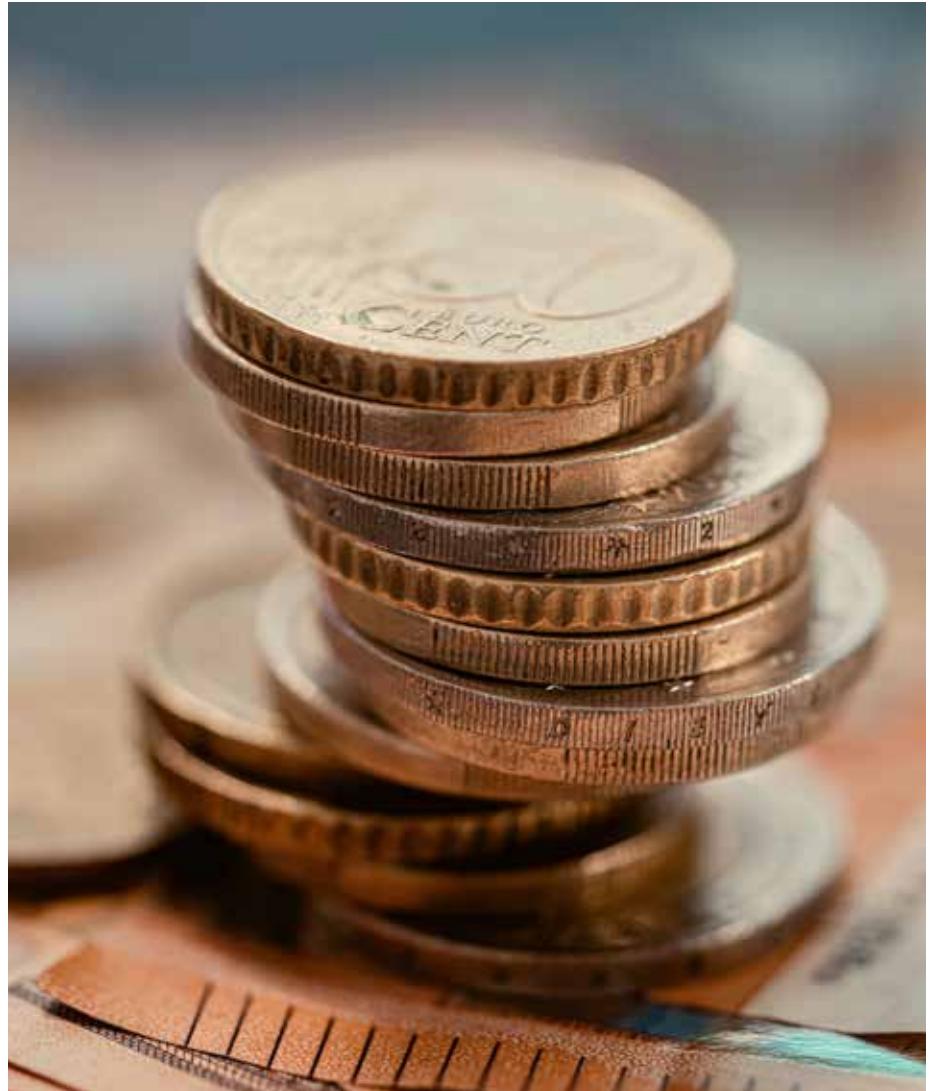


*Ritengo che i prezzi degli asset finiranno per adattarsi alla nuova realtà di un'attività dei servizi più debole, ma solo quando la Bce smetterà di alzare i tassi*



## AZIENDE PIÙ CICLICHE

Questa nebulosità la si ritrova in pieno nel percorso delle azioni dello Stoxx nel 2023: a fare bene sono stati soprattutto i titoli bancari, il lusso e alcuni altri discrezionali, diversi industriali e talune società dalle caratteristiche difensive, oltre che, ovviamente, i tecnologici, sia pure in misura minore rispetto agli Stati Uniti. Un mix che tende a presentare un beta maggiore rispetto ai colossi di altre parti del pianeta: in questi ultimi otto mesi si sono avute rapide correzioni e, nel caso delle banche, un vero e proprio bear market, pur all'interno di un percorso complessivo di forza e ripresa. È improbabile, peraltro, che l'elevata correlazione con l'andamento macro vada a scemare nei prossimi mesi. **Tomasz Wieladek**, chief



european economist di **T. Rowe Price**, si concentra sul cruciale insieme dei servizi, che finora ha sorpreso in positivo e che invece rischia di venire meno come sostegno agli asset rischiosi europei: «La Bce potrebbe dare meno peso ai Pmi, perché negli ultimi trimestri hanno rispecchiato in misura inferiore l'attività reale. La correlazione tra il Pmi manifatturiero e l'attività manifatturiera effettiva nell'area euro è stata solo di circa 0,2 dalla pandemia. Al contrario, la correlazione del Pmi dei servizi con l'attività reale del settore rimane forte (0,7)».

## ATTENTI ALLE ILLUSIONI

Wieladek, inoltre, invita a non farsi illusioni, che potrebbero avere senso nel Nord America e nel Far East, neppure nel caso di una pausa da parte di Francoforte. Infatti, ciò significherebbe che una recessione piuttosto dura è finalmente arrivata, con conseguenze prevedibili sui corsi dei settori citati: «Ritengo che i prezzi degli asset

finiranno per adattarsi alla nuova realtà di un'attività dei servizi più debole, ma solo quando la Bce smetterà di alzare i tassi. Il cambio Eur/Usd e i prezzi delle azioni europee sono stati altamente correlati al Pmi composito e a quello dei servizi. Una volta che la Bce avrà smesso di aumentare i tassi, l'euro si deprezzerà rispetto al dollaro Usa e le quotazioni delle azioni europee probabilmente scenderanno in risposta al continuo deterioramento che presumibilmente vedremo nei Pmi dei servizi nei prossimi due mesi, ma solo quando la Bce avrà chiaramente smesso di ritoccare verso l'alto i tassi».

In pratica, il rischio più grave oggi per gli investitori europei è di essere impelagati in una stagflazione quasi strutturale, il che renderebbe difficilissimo trovare un punto corretto di valutazione degli asset rischiosi. In uno scenario appena un filo migliore, cioè una classica recessione, le conseguenze sui conti si farebbero comunque sentire in maniera pesante.

# Italia, un boom un po' pericolante

**Il mercato azionario italiano, con +18,98% dall'inizio dell'anno, è stato uno dei migliori del mondo. I driver di questa crescita sono stati soprattutto le banche e le large cap, mentre le capitalizzazioni minori, che di solito sono le star a Piazza Affari, sono rimaste indietro. Nelle ultime settimane, però, il Pil del nostro Paese ha visto un vistoso calo e la situazione generale sembra molto meno favorevole**

Nel contesto europeo, i mercati azionari italiani si sono mossi in questi mesi con un andamento tutto sommato tipico delle fasi di ripresa e propensione al rischio. Il Ftse Mib continua, infatti, a essere uno dei benchmark dai maggiori rendimenti quest'anno, con guadagni al 18,98% dall'inizio del 2023, grazie (ma non solo) a un comparto bancario che ha sovraperformato in maniera spettacolare. Gli istituti di credito italiani sono stati protagonisti di una ripresa i cui driver possono lasciare un minimo perplessi. Al riguardo, un interessante riassunto viene fornito da **Antonio Amendola**, senior fund manager, di **AcomeA Sgr**: «In Italia il settore ban-

cario ha dominato la scena grazie a un mix in cui erano presenti il rialzo dei tassi, che ha favorito il margine di interesse e ha reso di nuovo "sensato" il business della banca commerciale, un basso (se non nullo) livello di accantonamenti in previsione del deterioramento dell'asset quality, generose politiche di distribuzione del capitale tramite buyback e dividendi e una strutturale assenza o sottoperformance nei portafogli dei gestori europei (e non) degli istituti italiani. Da inizio anno, quindi, il Ftse Mib è tra i migliori benchmark del mondo, trainato in particolare dal comparto creditizio; al netto delle banche, però, tutto l'indice ha fatto bene».

## **MALE MID E SMALL CAP**

Un settore bancario, dunque, che deve non poco a fattori tecnici probabilmente non più sostenibili, a parte l'elevato livello del margine di interesse. Contemporaneamente, invece, sono rimaste indietro le piccole e medie capitalizzazioni, che rappresentano l'ossatura della clientela delle banche. In qualche maniera, dunque, gli investitori sembrano avere puntato più su una ripresa con molte incognite e in fondo solamente parziale, esasperando

nel caso italiano dinamiche viste un po' in tutta Europa e non solo. Di conseguenza, oggi chi vuole approcciare l'equity del Belpaese si trova davanti uno scenario davvero di difficile lettura, in cui i fattori tecnici alla base del bull market dell'ultimo anno, elencati da Amendola, sembrano alle nostre spalle. Infatti, l'economia italiana al momento sta mostrando un rapido e improvviso processo di deterioramento, con un calo del Pil dello 0,4% nel secondo trimestre, che è fra i più consistenti dell'Eurozona.

#### PRUDENZA E CAUTELA

Proprio questi dati e l'incapacità del rally di allargarsi a titoli che spesso in passato hanno dato grandi soddisfazioni inducono



**ANTONIO AMENDOLA**  
senior fund manager  
AcomeA Sgr



*Da inizio anno il Ftse Mib è tra i migliori benchmark del mondo, trainato in particolare dal comparto creditizio; al netto delle banche, però, tutto l'indice ha fatto bene*



**Massimo Trabattoni**, head of italian equity di **Kairos**, a una certa cautela generale: «Nel caso del mercato italiano va però precisato che la forte performance è perlopiù imputabile alla sovrapreformance dei titoli bancari, mentre il resto dei nomi è rimasto molto più indietro. Questa divergenza di performance è ancora più evidente se si confronta l'universo delle large cap con quello delle mid e small cap, con le prime che hanno enormemente sovraperformato le seconde: il Ftse Mib da inizio anno ha infatti conseguito +18,98%, mentre gli indici Pir, Aim e Star hanno ottenuto rispettivamente +5,8%, -4,5% e -3,7%. Pertanto, prospetticamente l'approccio da adottare da settembre in poi sarà improntato a una maggiore prudenza e cautela, in attesa di avere più visibilità sulla tenuta del ciclo economico da qui alla fine dell'anno».

È possibile, dunque, che il meglio della ripresa italiana sia già alle spalle e che sia già stata più che incorporata nelle quotazioni delle blue chip nazionali, mentre il panorama generale delle nostre imprese non si trova in una congiuntura particolarmente favorevole. Al tempo stesso, per l'Italia valgono, in maniera forse ancora più estrema, le considerazioni fatte per l'equity europeo. Infatti, nel nostro Paese vi sono molte imprese dai bilanci solidi e in grado di resistere a cicli non favorevoli, spesso proprio fra quelle capitalizzazioni contenute, snobbate negli scorsi mesi dagli investitori. Dai conti e dall'andamento in borsa di questi gruppi, molto si potrà evincere circa l'evolversi della nostra situazione dopo una rapida e improvvisa fine di quello che fino a poco tempo fa sembrava quasi un boom.



**MASSIMO TRABATTONI**  
head of italian equity  
Kairos



*Prospetticamente l'approccio da adottare da settembre in poi sarà improntato a una maggiore prudenza e cautela, in attesa di avere più visibilità sulla tenuta del ciclo economico da qui alla fine dell'anno*



# Assicurazioni, l'innovazione rallenta

**a cura di Luca Carrai e Alessandro Faes, ricercatori  
dell'Osservatorio Fintech & Insurtech del Politecnico di Milano**



L'innovazione digitale nell'ambito assicurativo prosegue, sebbene a un ritmo progressivamente più moderato nel corso degli anni. In un periodo in cui i mercati hanno sperimentato una notevole contrazione della liquidità a causa di significativi aumenti dei tassi di interesse, l'innovazione digitale rimane una delle leve fondamentali per garantire la sostenibilità a lungo termine per gli operatori assicurativi e per l'intero settore. Questa dinamica ha sollevato dubbi negli operatori: il rallentamento nell'andamento dell'innovazione è indicativo di difficoltà o, piuttosto, di una fase di consolidamento e maturità del settore? Al cuore dell'onda di innovazione degli ultimi anni si trovano le innovative startup insurtech, imprese digitali nate per operare nel settore assicurativo, che offrono soluzioni, sia in competizione, sia in sinergia con gli operatori storici del mercato.

Dopo anni di crescita nel numero di startup, l'**Osservatorio Fintech & Insurtech del Politecnico di Milano** ha mappato la presenza nel 2022 di 120 realtà Insurtech attive e operative nel mercato italiano, otto in meno rispetto all'anno precedente. Questi dati confermano un rallentamento nella creazione di nuove startup nel settore assicurativo, con solamente quattro nuove realtà insurtech nate nel corso del 2022, in netto calo rispetto agli anni precedenti (ad esempio, rispetto alle 13 registrate nel 2021 e alle 21 nel 2018).

Se l'attuale contesto macroeconomico complesso ha indubbiamente influito sul rallentamento dell'innovazione, è altrettanto evidente che ci troviamo in un mercato ancora dinamico, in cui, data la sua crescente maturità, si sta operando una selezione delle realtà che portano un effettivo valore



**LUCA CARRAI**  
**ricercatore dell'Osservatorio**  
**Fintech & Insurtech**  
**Politecnico di Milano**

aggiunto. Nonostante il leggero calo nel numero di startup nell'ecosistema insurtech italiano, il volume degli investimenti da parte degli incumbent di mercato (compagnie assicurative tradizionali, broker, ecc.) e dei venture capital è cresciuto raggiungendo un totale di 420 milioni di euro, di cui 53 investiti nel 2022. I leader storici del settore stanno in alcuni casi operando anche nel mercato del corporate venture capital, non solo come investitori finanziari, ma pure come operatori strategici, acquisendo aziende innovative in grado di apportare nuovi ritmi ai propri processi interni e alla loro evoluzione nel tempo. Secondo i dati dell'Osservatorio, nel 2022 sono stati investiti 10,1 milioni di euro in startup da parte delle principali compagnie assicurative, in linea con il 2021 (9,7 milioni). Inoltre, questi operatori stanno instaurando partnership con le startup, allo scopo di stimolare l'innovazione, aumentare l'efficienza interna e migliorare il servizio offerto ai clienti finali. Nel 2022, l'Osservatorio ha individuato 25 partnership attive tra operatori tradizionali del mercato e realtà innovative, registrando un aumento del 22% rispetto al 2021.

## **CLIENTI E OPPORTUNITÀ**

Le opportunità di investimento nel settore sono notevoli, ma è essenziale non trascurare le specificità del mercato assicurativo: dalle differenze tra clienti retail e clienti business, alle distinzioni nei servizi e nelle tipologie di polizze, che influenzano le dinamiche innovative e di investimento.

La crescita dell'innovazione digitale è ineguagliabilmente spinta anche da un cliente finale sempre più orientato al digitale. Circa il 60% del retail acquista o rinnova le polizze

utilizzando canali digitali. La situazione è però parzialmente diversa per i clienti business (piccole e medie imprese e microimprese): se circa il 65% non esita a gestire in digitale le comunicazioni con l'agenzia e a firmare i documenti della polizza, la percentuale scende drasticamente, rispettivamente al 34% e al 25%, quando si tratta di attivare una polizza o gestire un sinistro. Ciò dimostra l'importanza di un contatto diretto e fisico con l'agenzia di fiducia per determinati tipi di attori e servizi. Inoltre, l'utilizzo del canale digitale varia notevolmente a seconda del tipo di polizza da acquistare. Per le polizze più semplici, come quelle per viaggi, le assicurazioni per apparecchi elettronici e la copertura per la cybersecurity, circa il 90% dei clienti preferisce effettuare l'acquisto online. Una significativa percentuale di sottoscrittori sarebbe addirittura disposta a rivolgersi a fornitori diversi da quelli tradizionali, come, ad esempio, un sito di viaggi durante l'acquisto di una copertura per imprevisti (65%). Tuttavia, per altre tipologie di polizze, come auto, moto, casa e salute, solo fino al 60% dei clienti è propenso a utilizzare il canale digitale.

Infine, per quanto riguarda le polizze vita, la percentuale di clienti predisposti all'acquisto online si riduce notevolmente e si attesta al 36%. Questi prodotti presentano, infatti, caratteristiche peculiari e sono spesso venduti attraverso canali alternativi, come il bancassurance, all'interno di un'offerta più ampia che comprende la gestione del patrimonio: si tratta di temi delicati che in genere il cliente preferisce affrontare di persona.

Le considerazioni fin qui esposte mettono in evidenza che l'insurtech rappresenta un settore fortemente dinamico, che sta però cominciando a mostrare una certa maturazione, che è confermata dal rallentamento nella creazione di nuove startup e dalla maggiore consapevolezza degli investitori nell'indirizzare i loro investimenti verso le startup in grado di creare effettivo valore. Tuttavia, le specificità del settore, tra le quali le preferenze differentiate dei diversi tipi di clienti e le complesse differenze strategiche a seconda del tipo di polizza sul quale le compagnie scelgono di focalizzarsi, contribuiscono a complicare le dinamiche innovative e, di conseguenza, le decisioni di investimento.

## **IL VALORE DEI DATI**

C'è un tema che sta diventando progressivamente cruciale in ogni aspetto del settore assicurativo, indipendentemente dal



**ALESSANDRO FAES**  
**ricercatore dell'Osservatorio**  
**Fintech & Insurtech**  
**Politecnico di Milano**

tipo di polizze, target di clienti e tipologie di operatori: la valorizzazione dei dati, che siano essi di proprietà degli operatori stessi o condivisi dai clienti. Le prospettive in questo ambito sono promettenti: l'82% dei clienti è disposto a condividere (o ritiene di condividere già) almeno un dato sensibile con la propria compagnia assicurativa. Inoltre, il 66% delle Pmi è propenso a condividere dati sensibili sulla propria impresa anche in tempo reale.

I dati giocano un ruolo cruciale, poiché consentono alle compagnie di valutare in modo più accurato i clienti e di offrire prodotti e servizi di copertura personalizzati a premi più convenienti. Questa evoluzione sta portando all'emergere di nuovi modelli di business come l'embedded insurance e l'open insurance. L'embedded insurance permette di rendere disponibili i servizi assicurativi ("embeddarli") presso canali non tipicamente assicurativi. Il focus è sull'aumento dei punti di accesso per rendere l'assicurazione disponibile tramite canali che persone e aziende utilizzano giornalmente.

L'open insurance, invece, riguarda in primo luogo la possibilità di trasferire dati del cliente, previa l'autorizzazione dello stesso, dall'attore assicurativo a un soggetto terzo che può valorizzarli per creare nuovi servizi e quindi nuovi mercati. Ma riguarda più in generale anche un approccio strategico nel procurarsi, mantenere, analizzare e dare valore ai dati, che le compagnie assicurative stanno approcciando più timidamente e più recentemente, a dimostrazione delle crescenti opportunità di investimento nel futuro, pur in un mercato che sin qui sta mostrando alcuni aspetti di maturazione.

# Puntare sugli Etf emergenti

**a cura di Pinuccia Parini**

Quale sarà l'andamento dell'economia e come reagiranno, di conseguenza, i tassi d'interesse sono due quesiti che sono presenti con forza sui mercati. Nonostante queste incertezze, gli Etf continuano a evidenziare flussi positivi. Fondi&Sicav ne ha parlato con **Stefano Caleffi**, head of Southern Europe Etf & indexing sales di **Hsbc Asset Management**.

**Il contesto di mercato presenta diverse sfaccettature. Qual è la strategia d'investimento da voi consigliata?**

«Negli ultimi mesi, i mercati finanziari sembrano scontare uno scenario di soft landing dell'attività economica che non condividiamo. Infatti, guardando alla price action delle borse, pensiamo che ci sia un eccesso di ottimismo. Le nostre stime sono che, entro la fine dell'anno, negli Usa, e agli inizi del 2024, in Europa, ci sarà una recessione, così come è successo nel 70% dei casi dopo i rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve. Se si considera la rapidità e l'ampiezza della restrizione monetaria attualmente in atto, è improbabile che il fenomeno non si ripeta. Tuttavia, non crediamo che sarà molto profonda, ma, in linea con quanto avvenuto negli anni '90, come effetto di un eccesso di politiche monetarie restrittive. Poiché gli indici di borsa non hanno prezzato questo rallentamento, pensiamo

che il deterioramento economico atteso possa essere foriero, nel prossimo futuro, di un aumento della volatilità, soprattutto sul mercato azionario. Proprio per queste ragioni, consigliamo un posizionamento conservativo, che si traduce in un sottopeso dell'equity, le cui valutazioni, in particolare per i developed market, risultano elevate. Tuttavia, all'interno di questa asset class, esprimiamo una preferenza per i mercati emergenti (soprattutto Asia), perché riteniamo che il quadro economico avrà migliori prospettive nella parte finale del 2023 e nel prossimo anno rispetto a quello delle economie avanzate, il cui momentum sui dati macro è in deterioramento. Anche i multipli, cui questi mercati trattano, risultano attraenti».

**Potrebbe elaborare ulteriormente l'interesse per i mercati emergenti?**

«Come presentato nell'outlook di Hsbc Asset Management per la seconda parte dell'anno, il mix tra taglio dei tassi di interesse da parte della Fed, indebolimento del dollaro affidabile, crescita e inflazione relative, sembra evidenziare che i mercati emergenti siano l'asset class più indicata verso cui orientarsi. Nei primi anni '90, il taglio dei tassi da parte della Fed e la svolta del ciclo della liquidità hanno portato a solidi afflussi di investimenti nei mercati emergenti e riteniamo che sia possibile che si verifichi un trend simile. Inoltre, questa classe



**STEFANO CALEFFI**  
**head of Southern Europe ETF**  
**& indexing sales**  
**HSBC Asset Management**

di attivi mostra correlazioni più basse a livello di paese».

**Qual è la vostra view sull'asset class obbligazionaria?**

«Prediligiamo quelli che noi definiamo risk-off asset, che contemplano le emissioni governative e quelle di credito Ig di qualità, mentre nei confronti degli Hy suggeriamo cautela. Tra i titoli di stato, in termini di aree geografiche, sovrappesiamo gli Usa (Treasury) e abbiamo una posizione neutrale in Europa e nel Regno Unito. In termini di duration, preferiamo le scadenze a breve termine, perché pensiamo che, se i rendimenti scendessero, dovrebbe essere proprio quella parte della curva a beneficiarne maggiormente. In un quadro che sarà particolarmente volatile, pensiamo che possa aiutare una diversificazione in attivi alternativi, quali le infrastrutture, gli hedge fund e l'oro. Per quanto riguarda quest'ultimo, crediamo che, come è avvenuto in passato quando i tassi di interesse venivano tagliati, possa offrire ritorni interessanti».

**L'utilizzo degli Etf, come forma d'investimento, si sta diffondendo.**

**Quale tipo di domanda state vedendo e da quale tipologia di investitori?**

«Anche quest'anno, l'industria degli Etf sta offrendo dati molto robusti. Se si guarda all'Europa, ad esempio, la raccolta nel primo semestre è stata di 72 miliardi di dollari, il secondo risultato più alto dopo il 2021. Ciò che si rileva è che, indipendentemente dal contesto di mercato, gli Etf hanno continuato ad attirare interesse, dimostrando così quanto sia solida la diffusione di questo strumento presso

le diverse categorie di investitori. A giugno, nel Vecchio continente, la raccolta per gli Etf azionari è stata di 36 miliardi di dollari e per gli obbligazionari di 33 miliardi, mentre si è rivelata sostanzialmente neutrale per le materie prime. I dati a disposizione, in sintesi, mostrano che l'industria degli Etf è in piena salute. Per quanto riguarda Hsbc, posso confermare che stiamo registrando un trend simile: si è passati da 8 miliardi di patrimonio gestito tre anni fa agli oltre 20 attuali. Nella composizione del portafoglio, c'è una prevalenza di Etf azionari, perché, storicamente, questa è stata la connotazione dell'azienda, che si sta però diversificando con gradualità nella componente obbligazionaria. Due anni fa è stato lanciato l'Etf Sustainability Bond Aggregate e, di recente, Global Sustainable Government Bond Ucits Etf è stato quotato anche su Borsa italiana. L'impegno di Hsbc Asset Management, frutto della decisione strategica del senior management, è stato di investire nella divisione, sia in termini di risorse umane, sia di nuovi prodotti. Nello specifico, la linea adottata è stata di accelerare nel segmento bond e in quello tematico».

**Quali sono i prodotti che, a vostro parere, potrebbero riscontrare interesse sul mercato?**

«Crediamo che gli Etf sui mercati emergenti possano essere interessanti, come argomentato in precedenza, soprattutto dopo la under-performance degli ultimi 18 mesi, così come i

tematici legati ai mega-trend (sostenibilità, demografia). Bene anche la componente reddito fisso dove, per quanto ci riguarda, la nostra presenza sta avvenendo attraverso la quotazione di classi Etf di fondi indicizzati preesistenti, utilizzando una piattaforma di diritto irlandese. A tale proposito, sottolineerei non solo che siamo stati i primi a farlo con fondi di diritto irlandese, ma anche la sempre crescente importanza che l'Irlanda sta assumendo come paese di domicilio per il mercato Etf europeo».

**Riscontra un aumento degli Etf da parte della gestione attiva?**

«Gli Etf sono uno strumento flessibile e sono utilizzati da un'ampia tipologia di investitori: dai gestori di fondi, dagli investitori istituzionali e dai consulenti finanziari, con diverse finalità. Sono strumenti che si diffondono velocemente e in modo capillare, e il loro utilizzo da parte del portfolio manager, magari inizialmente delimitato a un determinato scopo, viene poi esteso ad altri obiettivi, grazie alla sua capacità di rispondere in modo efficace a differenti esigenze. Con gli Etf è possibile decidere di prendere posizioni tattiche o strategiche, di copertura, direzionali o a leva, senza dovere per forza acquistare i singoli titoli. Possono aiutare a ridurre il tracking error o a creare esposizione in ambiti in cui il gestore non ha competenze specifiche. Inoltre, sono liquidi e permettono un efficientamento dei costi di gestione».



# È il momento delle small cap Usa

a cura di **Pinuccia Parini**

Investire nelle small cap Usa individuando le aziende leader del futuro, che traggono vantaggio da cambiamenti innovativi e trasformativi: è questo l'approccio del comparto **Aperture Investors Sicav Discover Equity Fund**. Secondo **Brad McGill**, portfolio manager di **Aperture Investors**, parte dell'ecosistema **Generali Investments**, le valutazioni ancora interessanti rispetto alle società a maggiore capitalizzazione, combinate con un approccio selettivo, sono alla base di una visione costruttiva per il segmento small cap statunitense.

## **Come si comporteranno le small cap statunitensi negli ultimi mesi del 2023?**

«Le nostre prospettive positive rimangono invariate. Pur non focalizzandoci sul prevedere la performance a breve termine, continuiamo a osservare ciò che riteniamo sia un punto di partenza convincente per gli investitori nel lungo periodo, con una rara combinazione di fattori che suggeriscono una visione costruttiva per il segmento small cap e per il nostro approccio. Anche se la performance delle piccole capitalizzazioni ha iniziato a migliorare, le valutazioni rimangono interessanti rispetto a quelle delle grandi e le società ad alta generazione di free cash flow mostrano valutazioni con uno sconto significativo. Il mercato ha iniziato a riconoscere questa disconnessione: escludendo le prime

sette aziende dell' S&P 500, che hanno trainato la stragrande maggioranza del rendimento nel 2023, le small cap hanno sovraperformato il resto dell'indice da inizio anno. È importante sottolineare che il Russell 2000 ex bank avrebbe sovraperformato l'indice S&P500 di due volte da inizio anno escludendo i suoi primi sette top performer (Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Tesla, Google e Meta). In generale, abbiamo assistito a un cambiamento della leadership nel mercato, poiché l'attenzione degli investitori si è spostata dai persistenti timori di inflazione e dal ritmo delle restrizioni della Fed verso preoccupazioni sulla crescita economica e sui rischi legati agli utili aziendali. Le aspettative sui profitti in molti casi sono già piuttosto prudenti e le valutazioni rimangono estremamente basse. La nostra considerazione è che le tendenze degli utili saranno trainate dal singolo settore e saranno specifiche per ciascuna azienda, più che legate allo scenario economico nel suo complesso. Molte aree dell'economia hanno già sperimentato una recessione significativa, mentre altre stanno ancora beneficiando di prezzi insostenibili. Si configura un mercato sempre più guidato dai fondamentali e che dovrebbe migliorare le prospettive di generazione di alpha».

## **La tecnologia e il potenziale dell'intelligenza artificiale, quale ruolo possono svolgere?**

«Con il recente rally tecnologico delle large

cap, guidato dall'intelligenza artificiale, le valutazioni delle small cap rimangono ai minimi storici rispetto alle società a maggiore capitalizzazione. Riteniamo che, al di là degli ovvi beneficiari, la tecnologia sia da tempo un forte facilitatore di cambiamenti positivi per le aziende a piccola capitalizzazione e il potere dell'intelligenza artificiale generativa, probabilmente, migliorerà la produttività per coloro che hanno attività difendibili e ne abbracciano le capacità in evoluzione. Di conseguenza, sospettiamo che l'interpretazione iniziale del mercato sui beneficiari dell'Ai evolverà nel tempo: comprendere le potenziali fonti di rischio e di opportunità sarà un punto focale per i gestori attivi. All'interno di questo quadro, riteniamo che l'approccio selettivo e l'insieme di criteri della strategia Aperture Investors Sicav Discover Equity, che è in cerca di cambiamento dinamico, aziende ben posizionate e difendibili e fattori favorevoli persistenti, dovrebbero consentirci di allinearci e cogliere questo trend di cambiamento».

### **Come selezionate le small cap statunitensi in cui investite?**

«Il team d'investimento mira a identificare le società che sono facilitatori, beneficiari e target dei processi di trasformazione nei settori dei beni di consumo, della tecnologia, della sanità, dell'industria e dei materiali. In particolare, il processo di investimento fa leva su quattro pilastri nella selezione dei titoli:

- cambiamenti trasformativi basati, ad esempio, su nuove applicazioni tecnologiche, mutamenti nel top management, nuovi prodotti o efficienze operative;
- forte posizione di mercato e potere di fissare i prezzi;
- temi emergenti o di lunga durata che forniscono motori per lo sviluppo del business;
- una valutazione interessante.

Sono tutti fattori che supportano la durabilità e la resilienza dei fondamentali».

### **Qual è la vostra strategia di investimento?**

«Filosoficamente, crediamo che le società a piccola capitalizzazione che attraversano un cambiamento dinamico possano sbloccare un miglioramento significativo della performance fondamentale e generare rendimenti superiori per gli investitori in un orizzonte di lungo termine. La nostra strategia è selettiva e costruiamo un portafoglio concentrato di 20-30 par-



**BRAD MCGILL**  
**portfolio manager**  
**Aperture Investors**

tecipazioni che riteniamo possano apprezzarsi almeno del 50% in due anni. Esso riflette le migliori idee del team di investimento e sfrutta un processo completo di ricerca e gestione del rischio per ciascuna posizione. Questo processo si basa su un'analisi dettagliata degli scenari e delle valutazioni, monitorando se la tesi di investimento rispetta le aspettative e i criteri».

### **Il segmento delle small cap è considerato meno resiliente in contesti economici difficili. Il deterioramento dello scenario economico quale tipo di incertezze pone?**

«Il mercato delle small cap è molto ampio, mediamente più indebitato e può essere più sensibile dal punto di vista economico. Tuttavia, non rispecchiamo il benchmark e, quindi, possiamo selezionare società che soddisfano una serie di criteri chiari e convincenti, con elementi di cambiamento

idiosincratico e fattori favorevoli secolari e ciclici emergenti. Ritenendo che le tendenze degli utili saranno più specifiche per settore e azienda, rispetto a tutto l'universo investibile, la nostra concentrazione e selettività sono un vantaggio rispetto ad altri fondi a piccola capitalizzazione che possiedono centinaia di azioni e mirano a posizionarsi vicino al benchmark. Considerato il nostro processo di concentrazione e di generazione di idee, abbiamo la capacità di focalizzarci su opportunità peculiari, aziendali o specifiche del settore. Inoltre, diamo generalmente priorità alle società che hanno bilanci sani e una buona generazione di free cash flow».

### **In questo contesto macroeconomico, quale posto dovrebbero attribuire gli investitori europei alle small cap Usa nell'allocazione di portafoglio?**

«Sin dagli anni '60, le small cap hanno costantemente offerto performance superiori rispetto alle large cap, soprattutto durante i 12 mesi successivi ai minimi di un mercato ribassista. Nell'ultimo decennio, i titoli growth a mega capitalizzazione (soprattutto colossi tecnologici) hanno generato una quantità sproporzionata del rendimento delle azioni statunitensi e l'attuale leadership del mercato delle grandi capitalizzazioni è insolitamente ristretta. Oggi, le prospettive a lungo termine per la sovrapreperformance delle small cap sembrano brillanti e riteniamo che, se selettivi, si possano identificare opportunità distinte con valutazioni convincenti, che dovrebbero premiare gli investitori nel tempo».

# A.I.: Alternative Intelligence

Ritorno al futuro  
del Consulente  
Finanziario

12-13  
OTTOBRE  
2023

CENTRO CONGRESSI  
VILLA VITTORIA, FIRENZE

Per info e iscrizioni: [www.efpa-italia.it](http://www.efpa-italia.it)

## PARTNER

## ENTI DI FORMAZIONE

## PARTNER ISTITUZIONALI





# FOCUS BOND

**Rendimenti interessanti, ma anche incertezza**



**KAIROS**  
a Julius Baer Group company

 **EURIZON**  
ASSET MANAGEMENT

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT





# Tra opportunità da cogliere e cautela

a cura di Pinuccia Parini



Il Fondo monetario internazionale (Fmi), lo scorso luglio ha rivisto leggermente al rialzo le stime di crescita del Pil globale, che, comunque, dovrebbe passare dal +3,5% stimato per il 2022 al +3,0%, sia nel 2023, sia nel 2024. L'aumento dei tassi delle banche centrali per combattere l'inflazione continua a pesare sull'attività economica, il cui atteso rallentamento è difficile da quantificare. Se si entrerà o meno in recessione e quale ne sarà l'intensità è un punto di domanda che rende incerti i mercati. L'inflazione globale complessiva, sempre per il Fmi, dovrebbe scendere dall'8,7% nel 2022 al 6,8% nel 2023 e al 5,2% nel 2024. L'inflazione sottostante (core) dovrebbe diminuire più gradualmente e le previsioni per il 2024 sono state riviste al rialzo. "Data dependent" è il mantra che caratterizza i comunicati delle maggiori banche centrali. Infatti, non è ancora chiaro quale sarà il livello cui i prezzi al consumo si stabilizzeranno ed è forse questo aspetto che genera allerta. Le istituzioni delle economie avanzate, per la maggior parte, rimangono ancora in una fase di stand-by, mentre, dall'altro lato, quelle dei paesi emergenti sembrano prossime a un cambio di passo, con l'adozione di politiche

più accomodanti. Avere adottato misure monetarie più ortodosse e in anticipo ha permesso loro di contrastare l'ascesa dei prezzi al consumo, che hanno iniziato a calare dallo scorso anno.

La volatilità continua a essere così presente sui mercati obbligazionari, perché se un possibile rallentamento economico potrebbe essere positivo per un allungamento della duration di portafoglio, dall'altro, l'avversione al rischio, alimentata dall'incertezza, induce a un atteggiamento improntato alla cautela, nonostante il livello interessante raggiunto dai tassi a lunga scadenza.

Come posizionare quindi il portafoglio in un contesto che non è ancora chiaro, rimane un tema dibattuto: se è vero che i rendimenti del mercato del reddito fisso presentano livelli interessanti, decidere come posizionarsi è oggetto di confronto. Il quadro generale porterebbe a un atteggiamento più cauto, incentrato sulla qualità degli emittenti, tuttavia non possono essere ignorate le diverse opportunità che il mercato offre.

Questi e altri argomenti sono oggetto di approfondimento all'interno di Focus bond.

# «Siamo in una fase delicata del mercato»



**ROCCO BOVE**  
head of fixed income  
Kairos Partners Sgr



## Come interpreta i recenti dati macro?

«I dati macro dell'ultimo periodo presentano diverse sfaccettature. Negli Usa, stanno sicuramente sorprendendo al rialzo, mentre in Europa, con la maggiore economia, quella tedesca, che mostra chiari segnali di debolezza, la situazione è molto diversa. A onore del vero, anche negli Stati Uniti si rileva un certo grado di eterogeneità nei diversi indicatori, tuttavia, nel complesso, l'economia sta confermando ciò che è apparso chiaro negli

ultimi mesi: il ciclo americano è più resiliente e sta sopportando bene il repentino aumento dei tassi deciso dalla Fed. Anche in Europa si può parlare di resilienza, ma, in questo caso, legata all'inflazione, che presenta caratteristiche di vischiosità a fronte di un'attività economica più sofferente. Questa situazione ha probabilmente fatto pensare, sia agli operatori di mercato, sia alle banche centrali, che ci potrebbero essere dinamiche più strutturali e, di conseguenza, le aspettative di un pronto rientro dell'inflazione si stanno allontanando: si apre uno scenario in cui il ciclo di rialzo dei tassi, forse, sta per finire, ma non sarà seguito, nell'immediato, da una fase di taglio. Questi ultimi rimarranno persistentemente e fastidiosamente alti, più di quanto avessero auspicato le banche centrali, in un ciclo economico che fa fatica a scivolare in territorio recessivo. Sono considerazioni che valgono soprattutto per l'America».

può essere solo un attore non protagonista, con un ruolo sempre più marginale. Quindi, occhi puntati sugli Usa per vedere come usciranno dalla fase attuale, che si presenta molto delicata, perché è proprio adesso che l'aumento dei tassi si sta facendo sentire sul tessuto economico. Infatti, non va dimenticato che vi è sempre un lasso temporale che intercorre tra la decisione di inasprire la politica monetaria e il suo effetto sull'economia reale, che soffre quando i tassi reali salgono. Non sono catastrofista e non penso che possa succedere qualcosa di disastroso, ma ritengo che, nei prossimi mesi, si registrerà un ulteriore rallentamento dell'attività globale. Se si sta assistendo al picco dei tassi sui mercati finanziari, gli effetti sull'economia reale nel loro complesso non si sono ancora palesati».

## Potrebbero essere già scontati dal mercato?

«È possibile che ciò sia già avvenuto, ma la verità è che ci si sta muovendo per tentativi e anche le banche centrali stanno navigando a vista, perché crisi energetica, cambiamento climatico, Covid, guerra e tensioni geopolitiche hanno innegabilmente contribuito a delineare un contesto nuovo, nel quale l'elasticità di alcuni fattori è cambiata nel tempo. Penso, ad esempio, al mercato del lavoro che negli ultimi tre anni post pandemia ha visto mutare completamente le proprie dinamiche, ma i dati a disposizione non sono ancora sufficienti per fare inferenza statistica. Infatti, alcuni fattori hanno subito alcune mutazioni strutturali e fanno dubitare delle risposte rispetto a uno stesso input».

## C'è la possibilità che il mercato del lavoro generi ulteriori aspettative di inflazione?

«Credo di sì. C'è stata una vera e propria cesura tra pre e post Covid, con quest'ultima fase che presenta dinamiche di aggiustamento la cui elasticità, anche a causa dell'impatto della tecnologia, è totalmente diversa da quella precedente. Basterebbe guardare agli Stati Uniti che, nonostante qualche piccolo sintomo di debolezza, mostrano segnali di esuberanza che preoccupano la stessa Federal Reserve. Il dato è



interessante, se si pensa che il mercato del lavoro americano è sempre stato direttamente legato al settore immobiliare, che, nella fase attuale, è sotto pressione».

## Quali sono le sue considerazioni sui recenti meeting di Fed e Bce?

«Sia la Fed, sia la Bce, con tempistiche e dichiarazione diverse, dovranno mantenere una retorica hawkish, pur rimanendo dipendenti dai dati. Il nuovo connubio per le istituzioni centrali sarà parlare usando un linguaggio da "falco", risoluti a contenere l'inflazione, ma con gli occhi verrà seguita l'evoluzione della situazione, pronti a cogliere ogni flessione degli indicatori per decidere una pausa nella politica monetaria restrittiva. La Fed lo ha già fatto e potrebbe ripeterlo anche a settembre, con una probabilità del 50%, mentre la Bce ha minore spazio di manovra e occupa anche una posizione più scomoda, perché si trova a operare in uno scenario economico meno forte di quello americano, ma con un'inflazione più difficile da contrastare. Inoltre, se il rallentamento macroeconomico si acuisse in Germania, rischierebbe di mettere la Banca Centrale Europea in un cul-de-sac: l'obiettivo primario rimarrebbe combattere l'inflazione, ma se alcune geografie mostrassero una condizione di estrema debolezza, non escludo che si potrebbero raggiungere anche alcuni compromessi nelle decisioni operative».

## In tema di misure restrittive da parte delle banche centrali, come si sta procedendo sulla loro riduzione dei bilanci?

«Se l'inflazione vischiosa, che è stata una sorpresa, dovesse costringere a ulteriori aumenti dei tassi, gli acquisti da parte delle banche centrali andrebbero sempre più scemando. La situazione è complessa e le stesse istituzioni monetarie sono alla ricerca di un equilibrio: sono pronte a contrastare l'inflazione, ma ritengo che adotteranno un atteggiamento più morbido sulla riduzione dei bilanci. Questa decisione deve essere infatti debitamente ponderata e considerata insieme alle misure che potrebbero essere adottate sui tassi d'interesse e l'acquisto dei titoli, valutandone l'impatto sui mercati finanziari e sull'economia. Le banche centrali sono consapevoli di dovere dosare con molta attenzione l'utilizzo degli strumenti che hanno a disposizione. In-

fine, non ritengo che vi sia un'urgenza a procedere con eventuali dismissioni dei bilanci».

## Nell'attuale contesto di mercato, come valuta i titoli obbligazionari di qualità?

«Privilegiamo la qualità e le scadenze intermedie negli Usa e siamo molto cauti sul mercato del credito high yield e su quello emergente. Convinti che ci sarà volatilità sui tassi, che il ciclo dei rialzi sarà un po' più lungo del previsto, che l'inflazione rimarrà vischiosa e che l'economia globale potrebbe ancora soffrire, preferiamo puntare sui governativi delle economie avanzate, con una netta preferenza per gli Stati Uniti, e sui corporate investment grade, senza però spingersi su scadenze troppo lunghe».

## Perché il credito Ig ha sofferto in questi mesi rispetto all'Hy?

«Perché il mercato è stato guidato ancora solo dal tasso, nonostante il 2023 fosse atteso come l'anno della normalizzazione. Probabilmente, nessuno avrebbe mai pensato, in agosto, di vedere il picco dei tassi in America. Negli ultimi otto mesi, è vero, la qualità non ha mostrato alcuna over-performance, ma ciò non deve interferire con la nostra analisi strategica, visto che nel prossimo futuro gli effetti del rallentamento economico potrebbero emergere nel mercato del credito con un aumento del tasso dei fallimenti. L'accesso al credito si è ristretto, il suo prezzo è salito e il ciclo economico rallenta: questi sono segnali

che, fisiologicamente, devono accendere una spia di attenzione per l'investitore. È proprio da ora in poi che la qualità diventa fondamentale. In termini di rendimento aggiustato per il rischio, i corporate Hy non risultano appetibili in questa fase di mercato. Il rischio vero di questa classe del credito è il mancato rifinanziamento e, quindi, il default. A parziale mitigazione di ciò, va detto che tutte le aziende, negli ultimi cinque anni, grazie al facilissimo accesso al mercato, sia per il prezzo, sia per la dimensione, hanno rifinanziato scadenze molto lunghe. Di conseguenza, non c'è un consistente ammontare di emissioni in attesa che può creare problemi tecnici».

## È il momento di allungare la duration dei portafogli?

«Preferiamo le scadenze intermedie per considerazioni, anche in questo caso, legate al rendimento aggiustato per il rischio. Il mio scenario d'investimento prevede un rallentamento, un rientro dell'inflazione, ma non un crollo, e tassi che hanno visto i loro picchi, senza però immaginare, né una Fed che inverse la rotta, né una profonda recessione negli Usa. È per queste ragioni che ritengo sia opportuno posizionarsi su scadenze tra i cinque e i sette anni, perché offrono un profilo più interessante. In Europa, sono un po' più preoccupato per la possibile recrudescenza della geopolitica, della guerra, dell'inflazione, del rallentamento, delle materie prime e della crisi energetica, fattori che impongono una generalizzata cautela. Su questo mercato, in termini di duration, rimarrei su scadenze tra i due e i tre anni».



# «Puntiamo sulla qualità degli emittenti»



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

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## Come interpreta i recenti dati macro?

«Penso che si debba fare due tipi di valutazioni: la prima riguarda l'andamento dell'inflazione, mentre la seconda è sulla crescita economica. In merito alla dinamica dei prezzi al consumo, ci sono chiari segnali di miglioramento, anche se il livello raggiunto rimane al di sopra del target che si sono date le banche centrali. Ciononostante, soprattutto negli Usa, l'inflazione è diventata più benigna, sia per la componente headline, sia per quella core, come era nelle nostre attese. Anche in Europa si registra la stessa tendenza, con segnali interessanti che la rafforzano, come il recente dato dei prezzi alla produzione in Germania, che ha riportato una contrazione del 6%, i minimi dal 2009. Da questo contesto si può dedurre, in generale, che il problema dei colli di bottiglia all'interno delle catene di approvvigionamento sta, in realtà, venendo meno. In Cina, a differenza di quanto succede negli Usa, si è di fronte a dinamiche più deflazionistiche che disinflazionistiche. Un po' in controtendenza, invece, sembra il Giappone, che sta uscendo da anni di deflazione ed entrando in un nuovo regime inflativo, tanto che la BoJ ha dovuto rendere più flessibile la politica di controllo della curva dei rendimenti (Ycc- yield curve control). Per quanto



riguarda la crescita, gli indicatori recenti negli Stati Uniti rivelano una forza sottostante e, a questo proposito, è interessante notare che la stessa Fed di Atlanta prevede per il 2023 un incremento del Pil del 5,8%. Se, da un lato, l'economia non sembra dare segnali di preoccupazione, dall'altro, va monitorato da vicino il mercato del lavoro, che mostra si qualche leggero cedimento, ma potrebbe essere fonte di pressioni inflazionistiche. Ma non è questo il nostro scenario base, che prevede una discesa dei prezzi al consumo tale da portare la Fed a tagliare i tassi nel 2024; occorre, però, prestare molta attenzione ai livelli occupazionali e alle dinamiche che ne derivano».

## Un'economia più forte delle attese?

«I dati sulla crescita americana sono stati superiori alle stime di consenso. Detto ciò, l'Economic Surprise Index, costruito da Amundi, se si esclude il periodo post Covid, è posizionato a livelli elevati e da qui, con i probabili adeguamenti delle previsioni degli economisti che ci saranno, c'è spazio per un ritorno ai valori medi, perché più difficilmente i dati sorprenderanno al rialzo. In Cina, invece, l'economia ha mostrato segnali di debolezza e anche noi abbiamo rivisto al ribasso le nostre attese. Ci sono diversi problemi nel mercato immobiliare che mostra forti difficoltà, con importanti società coinvolte, e c'è attesa che, proprio per l'attuale situazione, possano essere annunciate misure di supporto, sia monetarie, sia fiscali. Tuttavia, bisogna fare attenzione

a nutrire aspettative di intervento da parte della autorità locali preposte, applicando uno schema di lettura tipicamente occidentale: bisogna muoversi con cautela e sapere leggere la situazione con tutto ciò che ne deriva, ricordando che la Cina punta ad avere una crescita sostenibile nel lungo periodo. Infine, la debolezza cinese non è una notizia positiva per l'Europa, che si trova in mezzo alle due potenze economiche, soprattutto per la Germania. Comunque, nel complesso, vediamo la crescita globale prevista invariata».

## Ciò che ha descritto, però, denota una divergenza tra inflazione e crescita. È corretto?

«Si e, solitamente, è qualcosa che non succede. In agosto i tassi sono saliti, particolarmente negli Usa, dove si è visto un irripidoamento della curva dei rendimenti. Se si divide il tasso nominale tra tasso reale e breakeven inflation, la risalita del primo è stata legata a un aumento del tasso reale. La breakeven inflation, infatti, è addirittura scesa. Ciò significa che i tassi più alti non sono da legare a un rischio inflativo, come è successo lo scorso anno, bensì a stime di crescita superiori negli Stati Uniti».

## Quali sono le sue considerazioni sui recenti meeting di Fed e Bce?

«Credo che, sia la Fed, sia la Bce, siano in una fase di grande incertezza. Hanno già portato i

tassi di interesse a livelli restrittivi, il cui effetto non si è ancora pienamente riverberato nel tessuto economico: ciò costituisce un fattore di imponderabilità. Inoltre lo steepening della curva dei rendimenti americana, con i tassi a lungo termine, sulla base dei quali sono decisi i tassi sui mutui, saliti più di quelli sulle scadenze brevi, ha aumentato il premio per il rischio e amplificato l'effetto restrittivo della politica monetaria. Tutto ciò non aiuta a definire l'outlook per i prossimi mesi, in particolare se si tiene conto che l'inflazione, pur scendendo, rimane ancora alta e le banche centrali non possono permettersi il lusso di abbassare la guardia e perdere così credibilità. C'è quindi un moderato ottimismo, da parte di entrambe le istituzioni, che i prezzi al consumo stiano calando, ma non c'è spazio per alcun tipo di trionfalismo, perché ci potrebbe essere il rischio di trovarsi poi "behind the curve". Ritengo che, nei prossimi mesi, il dibattito all'interno della Fed e della Bce sarà molto vivace. Se nel 2022 le banche centrali potevano guidare la politica monetaria con il pilota automatico, nel 2023 la situazione si presenta decisamente più complessa».

### **Nell'attuale contesto di mercato, come valuta i titoli obbligazionari di qualità?**

«In generale, la nostra idea è che, sia i corporate Ig, sia i governativi delle economie avanzate siano su livelli d'acquisto in un'ottica di medio lungo periodo. In particolare, riteniamo interessanti i titoli di stato e, nello specifico, quelli degli Stati Uniti, dove siamo convinti che la Fed sia prossima alla fine del rialzo tassi. I prezzi attuali sono coerenti con una strategia di allungamento progressivo della duration,

ovviamente tenendo conto della volatilità che continua. Quanto alle obbligazioni Ig, rimaniamo positivi sul comparto finanziario, dove le banche europee sistematicamente importanti sono in grado di sostenere il potenziale impatto di una recessione e di un aumento dei crediti deteriorati. Siamo più cauti, invece, sugli altri settori, che dovrebbero subire maggiormente l'impatto di un rallentamento economico e di un possibile aumento del tasso di fallimenti. Continuiamo a preferire l'Ig rispetto all'Hy, anche se è una scelta che, nella prima metà dell'anno, non è stata vincente».

### **Come mai?**

«Pensiamo che sia più un problema di timing che di considerazioni di carattere macroeconomico. Si sta già assistendo a un peggioramento dei fondamentali e a un aumento dei rischi idiosincratici, nonostante ciò non abbia ancora innescato un "flight to quality" nel mercato, se si esclude il tema delle banche regionali americane. C'è un livello di redditività talmente alto nei titoli governativi e Ig che spostarsi sull'Hy ci sembra un po' rischioso e, piuttosto, preferiremmo i subordinati bancari di emittenti investment grade. C'è poi anche un tema di duration, che è complessivamente più lunga per la componente Ig e che l'ha penalizzata. Potranno esserci livelli di ingresso migliori sull'Hy durante l'anno, tuttavia, nella fase attuale, preferiamo puntare sulla qualità. In questo ambito rientra anche il Btp, del quale ci ha colpito la forza, anche durante il 2022, quando ci fu un incremento della volatilità sui tassi tedeschi. Inoltre, c'è una tendenza degli investitori, abbastanza anomala, a guardare ai rendimenti delle obbligazioni societarie in termini di rendimento complessivo. Non con-

sidero corretto questo tipo di approccio perché, in realtà, quando si analizza un titolo del credito, bisogna considerare le singole componenti del rendimento: lo yield del governativo, lo spread tra tasso swap e governativo e lo spread del titolo rispetto al tasso swap. È solo seguendo questo metodo che si può effettivamente capire se c'è del valore in una emissione. Se si esamina la parte di puro spread di un titolo Hy rispetto al tasso swap o a quello governativo, si vede che non si sono ancora raggiunti livelli storicamente attraenti. Perciò, guardare all'asset class del credito concentrandosi solo sul rendimento rischia di essere fuorviante: considerare il mercato nel suo complesso, anziché analizzarlo, può fare perdere alcune dinamiche presenti. Si è passati da una fase in cui le banche centrali erano molto attive sulle piazze finanziarie, causando un indiscriminato restringimento degli spread, a un'altra in cui l'attività di queste istituzioni è andata scemando, provocando così maggiore dispersione tra i titoli. Ed è proprio per questa ragione che un'analisi attenta dell'evoluzione della situazione e del profilo delle singole emissioni è più che mai importante».

### **È ora, quindi, di allungare la duration dei portafogli?**

«Per quanto riguarda i governativi, come accennato in precedenza, pensiamo a un allungamento della duration in primis negli Usa. L'altra tendenza che vediamo svilupparsi è un irridimento della curva dei tassi, che abbiamo già implementato nei portafogli, e, di conseguenza, un aumento del premio per il rischio. Crediamo che ciò avvenga entro la fine del 2023 o agli inizi del 2024».



## «Banche centrali ancora caute»



**MARIA LUISA MATARRELLI**  
responsabile developed  
and emerging government  
bonds and forex  
Eurizon



### Quali sono le sue considerazioni sui recenti meeting di Fed e Bce?

«Entrambe le banche centrali hanno alzato i tassi di 25 punti base nel meeting di luglio e hanno mantenuto toni piuttosto cauti sulle mosse future. Anche se sono consapevoli che il processo di restrizione monetaria è stato ampio e veloce, c'è incertezza sul ritardo della trasmissione del rialzo tassi e della riduzione dei bilanci all'economia reale. Inoltre, il processo di discesa dell'inflazione è iniziato in entrambe le aree geografiche, anche nella componente core, che, soprattutto negli Stati Uniti, è vicina a raggiungere, nella variazione annuale, la stima della Fed per la fine del 2023. La cautela delle banche centrali riguarda l'incertezza sul grado di restrizione monetaria in un contesto macroeconomico diverso da quello prevalente prima della pandemia: la politica fiscale è più espansiva, il mercato del lavoro è strutturalmente più forte, c'è maggiore incertezza sugli impatti dei nuovi equilibri geopolitici sul commercio globale e sulle catene di approvvigionamento. Soprattutto negli Stati Uniti, l'economia è risultata più resiliente alla restrizione monetaria, mentre nell'area euro l'indebolimento macroeconomico ha cominciato a



manifestarsi nel corso della seconda metà dell'anno. Entrambe le banche centrali, quindi, hanno deciso di adottare un approccio flessibile e dipendente dai dati per i prossimi mesi».

### Come interpreta le dichiarazioni che sono state fatte in occasione dell'incontro di Jackson Hole?

«In generale, da entrambe le banche centrali è stato confermato che la politica monetaria resterà restrittiva fino al raggiungimento del target del 2% di inflazione. Prima del simposio, le attese degli investitori per il discorso di Powell si erano concentrate su temi soprattutto teorici, come il livello del tasso di equilibrio dell'economia, il rialzo del target di inflazione dal 2% a un valore più alto, il ruolo del quantitative tightening

rispetto alla leva dei tassi nel percorso di restrizione monetaria. In realtà Powell è rimasto piuttosto pragmatico non toccando questi temi e ha confermato che la "stance" di politica monetaria è restrittiva, enfatizzando il rialzo dei rendimenti nella componente reale (tassi nominali depurati delle aspettative di inflazione), rispetto al meeting dell'anno scorso. Il discorso della Lagarde si è concentrato, invece, sulle prospettive a medio termine dell'inflazione, che potrebbe essere più alta per motivi strutturali, come, ad esempio, la transizione energetica. Tuttavia, non ha preannunciato il rialzo dei tassi per settembre, avvalorando quindi le attese dei mercati, che non lo prezzavano pienamente».

### Pensa che le banche centrali dei paesi emergenti



## **possano, in alcuni casi, già allentare la politica monetaria?**

«La situazione dei paesi emergenti è alquanto variegata. Alcune banche centrali emergenti hanno iniziato il percorso di normalizzazione della politica monetaria (soprattutto nell'America Latina e nell'Europa dell'Est), dopo avere portato i tassi in territorio restrittivo prima dei paesi sviluppati e avere innescato un trend di disinflazione benevolo; comunque hanno raggiunto il picco di restrizione monetaria. Altri paesi, come la Cina, hanno problemi di crescita e di disequilibrio finanziario. La Repubblica Popolare sta perciò allentando la politica monetaria in maniera mirata, con l'obiettivo di sostenere la crescita senza fare aumentare l'indebitamento generale. Nel complesso, i paesi emergenti in Asia hanno avuto meno problemi di crescita dell'inflazione e, quindi, hanno alzato meno i tassi di interesse. Altri paesi come la Turchia stanno adottando misure di restrizione dopo gli ultimi anni di forte espansione monetaria e conseguente aumento dell'inflazione, rientrando di conseguenza nell'ortodossia».

## **È il momento di allungare la duration dei portafogli?**

«A fronte di un trend di discesa dell'inflazione ben avviato e con banche centrali ancora abbastanza caute, i rendimenti delle obbligazioni governative dei paesi sviluppati hanno raggiunto livelli storicamente

alti. Offrono, perciò, un buon rendimento a scadenza. Inoltre, potrebbero offrire anche buone prospettive di ritorno nel caso di un rallentamento macroeconomico più marcato».

## **Quest'ultima considerazione vale, sia per il mercato americano, sia per quello europeo?**

«Riteniamo interessanti entrambi i mercati. In ambedue le aree, l'inflazione ha iniziato una traiettoria discendente. Nel corso degli ultimi mesi i rendimenti delle obbligazioni governative americane sono saliti incorporando uno scenario di crescita ottimista, se si tiene conto dell'impatto della restrizione monetaria e della discesa dei risparmi accumulati durante la pandemia, che ha sostenuto il livello dei consumi finora e che dovrebbe cominciare a pesare negativamente nei prossimi mesi. Anche il mercato del lavoro comincia a dare segnali di rientro graduale dalla situazione di forza. Nell'area euro i rendimenti delle obbligazioni governative sono attrattivi, sia nei paesi core, sia nei periferici, a fronte di una Banca centrale ancora guardingo sull'inflazione e un quadro macro in deterioramento, anche a causa della debolezza dell'economia cinese».

## **Quali tratti della curva dei rendimenti predilige?**

«I rendimenti delle parti brevi sono si-

curamente interessanti in entrambe le aree, perché il livello di partenza è storicamente alto e protettivo in caso di ulteriore risalita. La curva dei rendimenti euro, calcolata come media ponderata (ad esempio per il Pil del singolo paese rispetto al Pil totale dell'area), è poco invertita rispetto a quella americana, perché le curve dei paesi semi-core e periferici sono ancora ripide: il differenziale di rendimento tra titoli a lunga scadenza e a breve scadenza è positivo. Si viene quindi remunerati per allungare la scadenza dell'investimento».

## **Ritiene interessante il debito emergente?**

«Il debito emergente può essere emesso in valuta locale o in valuta forte (dollaro statunitense, euro). I rendimenti delle obbligazioni in valuta locale sono scesi più velocemente di quelli dei paesi sviluppati negli ultimi due anni e il loro differenziale si è molto ristretto, a fronte della volatilità dell'investimento valutario, che va tenuto in conto quando si investe in questa asset class. I bond emergenti in valuta forte offrono un differenziale di rendimento rispetto alle obbligazioni sviluppate ancora superiore a 400 punti base. I tassi d'interesse di partenza sono quindi attrattivi, ma è opportuno mantenere la massima diversificazione, in quanto gran parte dell'eccesso di rendimento rispetto ai paesi sviluppati è spiegato dai bond dei paesi a basso merito di credito».

# Nasce holistiQ Investment Partners

a cura di **Emanuela Zini**

Lombard Odier e SYSTEMIQ hanno recentemente annunciato il lancio di holistiQ, una piattaforma dedicata agli investimenti sostenibili per mettere i capitali a disposizione di un'economia a emissioni Net Zero, rispettosa della natura e inclusiva. holistiQ individuerà e investirà in tutte le asset class e nei temi chiave della transizione. A parlarne è **Hubert Keller**, senior managing partner di Lombard Odier e l'intero team coinvolto nel progetto.

## **Che cos'è esattamente holistiQ Investment Partners ("holistiQ"). E per quale ragione avete deciso di unire le vostre forze?**

«holistiQ segna un'importante pietra miliare nella storia di entrambe le società ed evidenzia la forza della nostra ambizione condivisa di creare soluzioni innovative di investimento per guidare il progresso della transizione globale verso un'economia a emissioni Net Zero, rispettosa della natura e inclusiva. È una partnership esclusiva che fa leva su una rete di abilità uniche e, al tempo stesso, concomitanti di entrambe le organizzazioni. Semplificherà, inoltre, l'impegno di Lombard Odier nello sviluppo costante di soluzioni di investimento volte a soddisfare le esigenze della clientela, sostenendo il nostro sforzo per assistere la qualità di investitori sostenibili di prim'ordine con enfasi sul conseguimento di performance».

## **Che cosa è esattamente holistiQ? Quale tipo di novità rappresenta sul mercato?**

«Si tratta di una nuova piattaforma di **Lombard Odier Investment Managers (LOIM)** dedicata esclusivamente agli investi-

menti sostenibili, che combina l'eredità della gestione patrimoniale di Lombard Odier, l'impegno a favore della sostenibilità e il track record negli investimenti con la profonda conoscenza analitica di SYSTEMIQ e la sua competenza nella trasformazione del sistema economico».

## **Come può essere definita la missione di holistiQ?**

«In holistiQ siamo convinti che la sostenibilità stia generando una rivoluzione nel modello di crescita economica. Il sostegno delle politiche si sta intensificando rapidamente, riducendo il rischio di impiego del capitale privato, che ora è alla ricerca di nuove fonti di profitto e su scala nell'economia globale. I cambiamenti di sistema nei settori dell'energia, della terra e degli oceani, dei materiali e della società stanno per sbloccare quella che chiamiamo l'economia circolare, snella, inclusiva e pulita (CLIC® ovvero circular, lean, inclusive e clean) che richiede analisi e ricerca. Per comprendere queste profonde trasformazioni e prendere solide decisioni di investimento, holistiQ si avvale di un pluripremiato team di ricerca sulla

sostenibilità con competenze che spaziano dai cambiamenti di sistema alle scienze ambientali, dall'economia ambientale all'ingegneria e alle scienze geospaziali (solo per citarne alcune). Il team si concentra sullo sviluppo di roadmap per valutare i requisiti di investimento (capex), le prospettive di mercato e la redditività delle principali innovazioni della transizione. Il team utilizza, inoltre, queste informazioni di mercato per selezionare gli investimenti con valutazioni interessanti e meglio posizionati per cogliere il rialzo».

## **Come sarà composto il team?**

«holistiQ sarà guidata congiuntamente da **Taraneh Azad**, managing partner di SYSTEMIQ, e **Jean-Pascal Porcherot**, managing partner di Lombard Odier e ceo di LOIM. Azad e Porcherot coordineranno un team di oltre 100 collaboratori tra LOIM e SYSTEMIQ, che lavoreranno insieme unendo da un lato la ricerca di punta e dall'altro la professionalità di alto livello nel campo degli investimenti».

©2023 Lombard Odier IM. All rights reserved.



## IL MERCATO DELLE MEDTECH

# Una crescita costante

di Paolo Andrea Gemelli, Aiaig  
(Associazione italiana analisti  
di intelligence e geopolitica)

Il settore delle tecnologie mediche (MedTech) è costituito delle aziende che sviluppano, producono e vendono dispositivi medici e servizi correlati. I dati del 2022 mostrano una valutazione del mercato globale del medtech di 733,1 miliardi di dollari e si prevede che raggiungerà 1.056,5 miliardi entro il 2028, con un tasso composto annuo (Cagr) del 6,6% dal 2022 al 2028. La crescita del mercato è guidata da una serie di fattori tra i quali:

- **L'invecchiamento della popolazione**, che sta portando a un aumento della domanda di dispositivi medici per la diagnosi e il trattamento di malattie croniche a elevata prevalenza come, ad esempio, diabete e cancro;

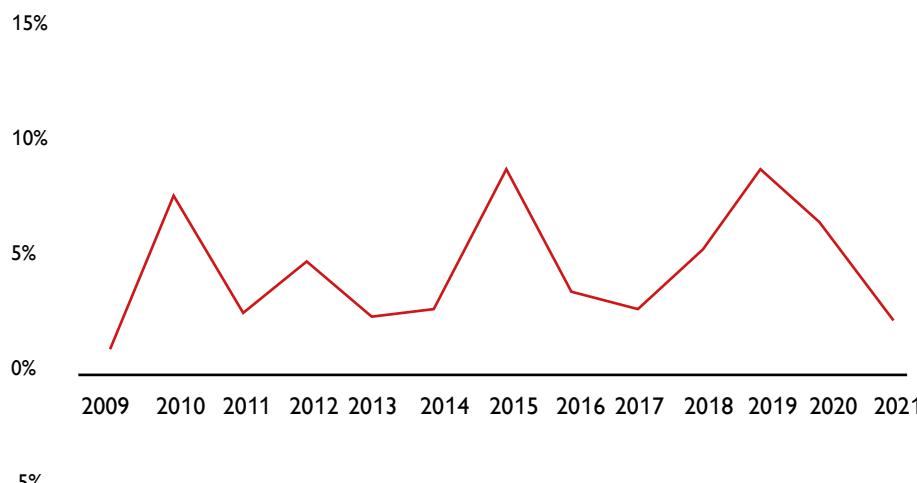
- **L'aumento dell'obesità**: si tratta di un fattore di rischio per molte malattie croniche, tra le quali il diabete, le malattie cardiache e il cancro. Per questa ragione, si sta assistendo a un aumento della domanda di dispositivi medici per la diagnosi e il trattamento dell'obesità;

- **Lo sviluppo di nuove tecnologie**: il settore del medtech sta vivendo una rivoluzione guidata dallo sviluppo di nuove tecnologie, come l'intelligenza artificiale, la robotica e la nanotecnologia. Queste ultime stanno portando allo sviluppo di nuovi dispositivi medici più precisi, efficienti e meno costosi.

La segmentazione per tipologia di dispositivo comprende: dispositivi medici (Md), ossia prodotti, servizi o soluzioni che prevedono, diagnosticano, monitorano, trattano e si prendono cura delle persone; la diagnostica in vitro (Ivd), rappresentata da



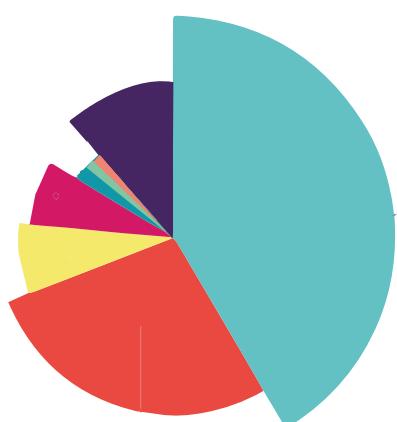
**GRAFICO 1 - ANDAMENTO TEMPORALE DELLA CRESCITA DEL MERCATO EUROPEO**



test non invasivi utilizzati su campioni biologici (ad esempio sangue, urina o tessuti) per determinare lo stato di salute di una persona; gli strumenti e i servizi che utilizzano le tecnologie dell'informazione e della comunicazione (Ict), per migliorare la prevenzione, la diagnosi, il trattamento, il monitoraggio e la gestione della salute e dello stile di vita di una persona.

**GRAFICO 2- DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEL SEGMENTO DEI DISPOSITIVI MEDICI NEL 2021**

43,5% US	5,6% Japan
27,3% Europe	1,9% Canada
7,2% China	1,7% South Korea
1,5% Russia	11,3% others



Fonte: medtecheurope.org

Per quanto riguarda, invece, la segmentazione geografica, gli Usa rappresentano il 43,5% del mercato, seguiti da Europa (27,3%), Cina, (7,2%) e Giappone (5,6%).

## ANALISI SWOT

### Punti di forza

- L'invecchiamento della popolazione** e il conseguente aumento della domanda di dispositivi medici per la diagnosi e il trattamento di malattie croniche.
- L'aumento dell'obesità**, che rappresenta un fattore di rischio per molte malattie croniche, tra le quali il diabete, le malattie cardiache e il cancro.
- La crescente prevalenza di malattie croniche**, come il diabete, le malattie cardiache e il cancro, che sono le principali cause di morte e disabilità nel mondo. Ciò sta facendo aumentare la domanda di dispositivi medici per la diagnosi precoce e il trattamento di queste malattie.

### Punti di debolezza

**I costi elevati:** i dispositivi medici possono essere costosi, il che può limitarne l'accesso alle persone a basso reddito.

**La regolamentazione rigorosa:** l'industria medtech è altamente regolamentata e questo aspetto può rendere difficile e

costoso per le aziende portare sul mercato nuovi dispositivi.

**La concorrenza globale:** il settore è altamente competitivo, con una serie di gruppi globali che si contendono le quote di mercato.

## Opportunità

**La crescita dei mercati emergenti:** i mercati emergenti, come la Cina e l'India, stanno registrando una rapida crescita della spesa sanitaria e ciò rappresenta un'importante opportunità per le aziende medtech.

**Lo sviluppo di nuovi modelli di assistenza sanitaria:** l'industria sanitaria si sta evolvendo verso nuovi modelli di assistenza sanitaria, come le cure a domicilio e i controlli digitali. Si tratta di un'opportunità per le aziende che possono sviluppare dispositivi e servizi di supporto.

**La crescita della domanda di dispositivi medici personalizzati,** che possono essere adattati alle esigenze specifiche di ogni paziente.

## Minacce

**L'incertezza normativa legata alla continua evoluzione dei prodotti:** la Food and Drug Administration (Fda) sta affrontando una serie di sfide nel mantenersi al passo con le revisioni dei nuovi dispositivi medici. Il loro ritmo d'innovazione sta accelerando e il numero di dispositivi nuovi introdotti sul mercato cresce conseguentemente. Al momento, tuttavia, gli effetti negativi dei rallentamenti dovuti alla pandemia potrebbero ancora manifestarsi sotto forma di ritardi nell'approvazione dei nuovi dispositivi.

## L'aumento dei costi del lavoro.

**Il rischio cyber:** la crescita esponenziale nella connettività dei dispositivi medici, tramite telefoni cellulari, tablet e dispositivi indossabili, ha messo in evidenza la vulnerabilità connessa alle violazioni della sicurezza informatica. Queste ultime potrebbero potenzialmente influire sulla sicurezza e

l'efficacia del dispositivo, esporre dati sensibili dell'utente o determinare la perdita del controllo del dispositivo stesso. Tra le raccomandazioni della Fda spicca quella sull'implementazione di un processo per la valutazione del rischio informatico per le prestazioni cliniche essenziali del dispositivo; vanno prese in considerazione l'esplorabilità della vulnerabilità e la gravità dell'impatto sulla salute dei pazienti qualora le scarse difese fossero sfruttate da attori malevoli.

## SCENARI DI CRESCITA DEL MERCATO

### Scenario 1: crescita moderata Probabilità elevata

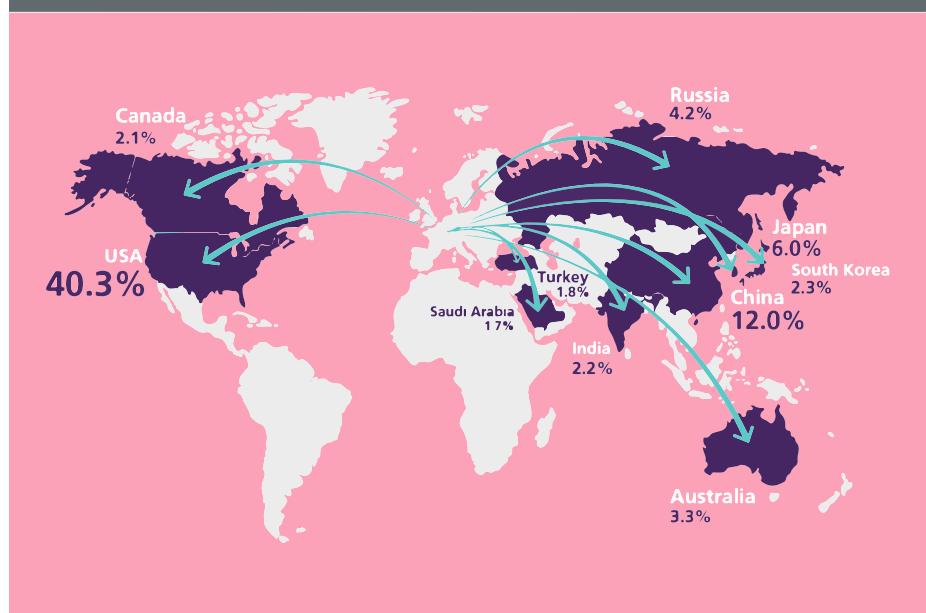
Questo è lo scenario più probabile per il mercato medtech. La sua crescita è prevista a un Cagr del 5,4% dal 2022 al 2028.

### Scenario 2: crescita rapida Probabilità moderata

Qualora si verificasse una serie di fattori particolarmente favorevoli, è possibile che il mercato cresca a un ritmo più rapido. Essi includono:

- l'ulteriore sviluppo di nuove tecnologie con un forte impatto. Il settore medtech sta attualmente vivendo una rivoluzione guida-

GRAFICO 3 - ESPORTAZIONI DALL'EUROPA VERSO L'ESTERO



Fonte: medtecheurope.org

ta dallo sviluppo di un hi tech innovativo, come l'intelligenza artificiale, la robotica e la nanotecnologia, che stanno portando alla realizzazione di nuovi dispositivi medici più precisi, efficienti e meno costosi;

- l'aumento significativo della spesa sanitaria da parte dei governi, che rappresenterebbe un elemento in grado di incrementare rapidamente lo sviluppo del mercato;

- la crescita ulteriore dei mercati emergenti, come la Cina e l'India, dove, già oggi, si sta registrando un significativo incremento della spesa sanitaria.

### Scenario 3: crescita lenta Probabilità bassa

Se si verificasse una serie di eventi particolarmente sfavorevoli, sarebbe possibile un rallentamento nella crescita del mercato. I fattori negativi includono:

- un indebolimento dell'economia globale, che potrebbe portare a una riduzione della spesa sanitaria con il conseguente impatto negativo sul mercato medtech;
- un aumento dei costi dei dispositivi medici, che potrebbe renderli meno accessibili alle persone a basso reddito, con una conseguente riduzione della domanda;
- un inasprimento delle normative, che potrebbe rendere più difficile e costoso per le aziende portare sul mercato nuovi dispositivi medici;
- minacce alla supply chain: come in altri comparti, qualsiasi interruzione del processo dalla produzione alla distribuzione dei beni avrebbe un impatto diretto e significativo sulla crescita del mercato.



# La rivoluzione dell'Ai predittiva

L'unica tecnologia profittevole a orientamento sostenibile, in grado di trovare soluzioni per migliorare l'esistente, si chiama intelligenza artificiale (Ai-artificial intelligence), di nuova generazione. Sostenibilità nel senso di green e di durabilità, di adattabilità, ma, soprattutto, di stabilità. La posta in gioco è l'umanità intera nel suo potenziale di sviluppo o di regressione finale.

Gli impatti del riscaldamento climatico e della CO<sub>2</sub> esistono e sono misurabili, non sono l'eagerazione di una ragazzina ormai ventenne. Ma, analizzando in modo scientifico e freddo la rivoluzione continua nella quale viviamo, il problema, a monte, è solo uno: il tempo. Non c'è più tempo per accorgersi che le soluzioni sono sotto il nostro naso e dobbiamo solo decidere di adottarle. È una tecnologia nuova? No, è stata inventata nel XIX secolo.

## RISPARMIARE SOLDI E TEMPO

Allora si chiamava intelligenza meccanizzata, ma in sostanza è la stessa cosa. E perché è stata adottata? Per risparmiare soldi e tempo. Tutto nacque a Londra nel 1821 dall'intelligenza di Charles Babbage, matematico, filosofo e scienziato inglese, che progettò la

prima "macchina analitica". Si era in piena rivoluzione industriale. Babbage inventò i principi di base dei moderni computer, mentre la sua brillante amica, lady Ada Lovelace, era altrettanto consapevole che, con l'invenzione della macchina analitica, l'umanità avrebbe beneficiato dei vantaggi dell'intelligenza meccanizzata. Lady Lovelace, matematica londinese, è stata la prima programmatrice della storia; sostenne il lavoro di Babbage e sviluppò, nel 1843, ciò che viene considerato il primo software. A lei si riconosce il merito di avere capito che le macchine computazionali avrebbero potuto trascendere il campo dei soli numeri ed elaborare qualunque tipo di informazione, dalle parole, alle immagini e alla musica. Era nata l'intelligenza artificiale. Insieme agli inglesi, non dimentichiamolo, anche Giuseppe Peano a Torino ebbe la sua fondamentale importanza. In sintesi, i lavori successivi portarono a codificare le strutture di ragionamento strettamente deduttive, a combinare il ragionamento formale con lo studio degli insiemi e dei numeri, a formalizzare la geometria (in modo più rigoroso di Euclide) con l'inizio del ragionamento meccanizzato.

A poco a poco stavano emergendo le caratteristiche essenziali dell'Ai:

- reagire in modo flessibile alle situazioni che si presentano;
- trarre vantaggio da circostanze fortuite;
- discernere il significato di messaggi ambigui o contraddittori;
- giudicare l'importanza relativa di diversi elementi in una situazione;
- trovare somiglianze tra le situazioni, nonostante le loro differenze;
- fare distinzioni tra le situazioni, nonostante le loro somiglianze;
- sintetizzare nuovi concetti a partire da quelli vecchi assemblati in modi diversi;
- elaborare nuove idee.

### LA SCELTA DEL BIRRAIO

Noi siamo i figli di quella rivoluzione industriale durante la quale le strutture produttive si modificarono per mezzo dell'affermazione di più moderne tecnologie e, soprattutto, introducendo macchinari allora inesistenti. Ma perché un birraio, che produceva una bevanda millenaria, avrebbe dovuto cambiare il suo processo produttivo ormai consolidato? Semplice: per aumentare la produzione risparmiando tempo e soldi e allocando meglio le proprie risorse. Con l'introduzione di nuove tecnologie, la produzione di birra diventava sempre più efficiente e scalabile. Tutto ciò è accaduto con il tessile, con le automobili e, via via, in tutti i settori industriali.

L'introduzione dell'intelligenza artificiale nei processi di oggi ha la stessa potenza rivoluzionaria di allora. Pari alla scoperta e all'in-



roduzione dell'elettricità e delle sue applicazioni su larga scala, che hanno modificato il mondo produttivo e della comunicazione, rivoluzionando le abitudini e lo stile di vita dell'umanità intera. Oggi, nel postindustriale, o industria 4.0, stiamo solo iniziando a comprendere che l'Ai può essere la soluzione ai problemi noti di questa era in continua accelerazione.

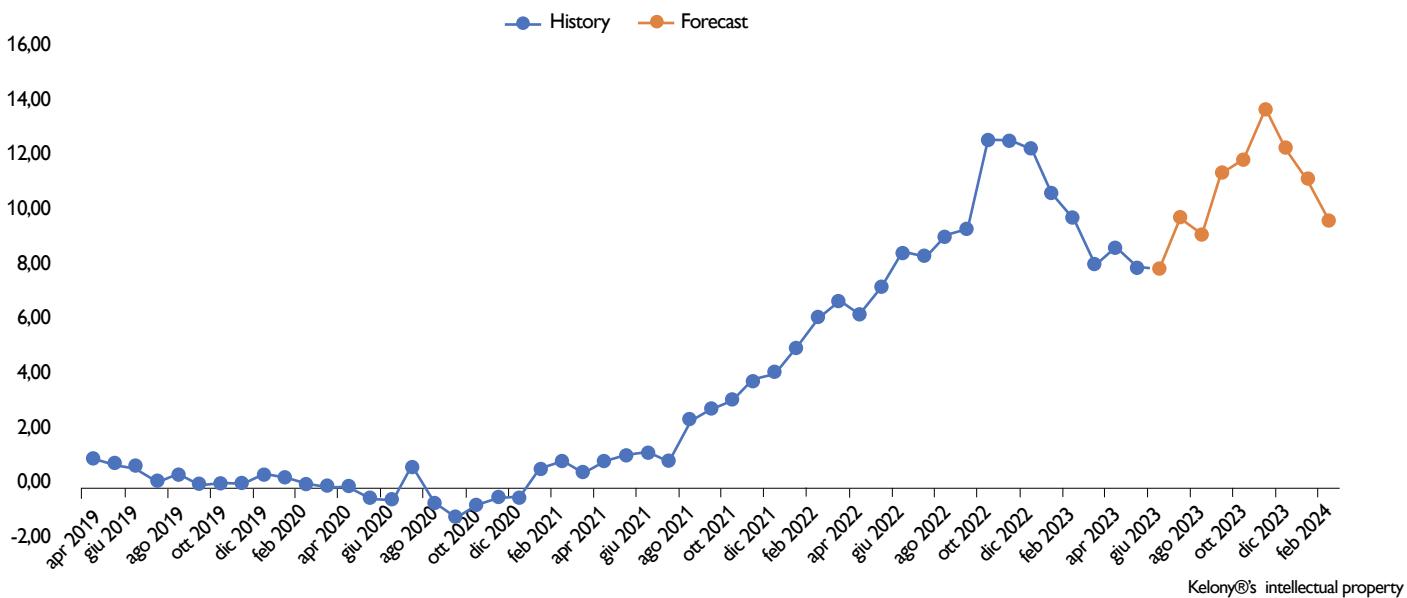
Essi riguardano il numero delle persone della popolazione mondiale e la relativa quantità necessaria di materie prime, di acqua, di energia e di servizi prodotti e consumati, ai quali si aggiungono gli effetti dei cambiamenti demografici, che variano in modo significativo tra zone diverse del mondo. Sfide quindi differenti per le economie emergenti e quelle ormai consolidate, in un contesto però globalizzato e tenendo ben presente gli obiettivi di crescita tra mercati a disparità

geografiche, di risorse, di opportunità e di know-how.

Il progressivo invecchiamento della popolazione, rispetto al quale l'Europa ha la media di età più anziana rispetto agli altri paesi, seguita dall'America settentrionale, incide sul rapporto tra persone attive e non attive, sugli oneri socioeconomici, sui mercati, sui servizi e sui beni e sulle risorse destinate. Influisce, soprattutto, sull'inflazione che è un fenomeno crescente, sempre più "vischioso" e che genera preoccupazione nei mercati, ancora più quando viene sottovalutata, e che impone alle banche centrali di adottare misure restrittive impattando negativamente la crescita economica e l'occupazione.

Avvalendosi dell'intelligenza artificiale di nuova generazione, si possono concretamente trovare le soluzioni anche per ridurre l'inflazione. La nostra responsabilità è stata di svi-

**GRAFICO 1 - CINQUE ANNI DI INFLAZIONE IN ITALIA (%)**



luppare un'Ai predittiva human-driven a protezione dell'uomo e delle sue necessità, che possono andare dalla produzione di energia green, al controllo delle risorse idriche, fino al miglioramento dei processi in grado di ridurre le emissioni, misurando e controllando in tempo reale i parametri Esg. A oggi, il suo utilizzo è in crescita, anche se alcune misurazioni effettuate presso i partner scientifici di Kelony® rilevano che è ancora marginale rispetto al bisogno del mercato, che è immenso in rapporto alla numerosità dei processi da controllare in tempo reale, da automatizzare, da coordinare e da prevedere. Un settore che sta, tra l'altro, trainando gli investitori.

In particolare, rimane un ampio margine di applicazione per l'Ai sulla ricerca di imprevisti non identificabili, con le tecnologie standard e metodi stocastici, in particolare nel settore finanziario. Perché una banca, che appartiene a un settore iper-regolamentato, dovrebbe modificare il proprio metodo di calcolo? Non è necessario farlo, anche se il metodo stocastico utilizzato dagli istituti di credito si è dimostrato più volte fallibile. In realtà, basterebbe semplicemente integrarlo con un risk management proprietario nutrita da intelligenza artificiale predittiva, e non generativa, di ultima generazione, in grado di fornire previsioni molto più accurate a tutela degli investitori e a propria tutela.

Molto concretamente, l'Ai è tutt'altro che riservata ai big hi tech. Di seguito è elencata una serie di esempi pratici.

## Il turismo

Il cambiamento climatico e l'inflazione hanno provocato diffusi cali del giro d'affari degli operatori turistici, con impatto negativo sul settore, che dovrebbe, invece, essere il fiore all'occhiello del nostro Paese. Crolli che sono arrivati fino al 30% della domanda degli italiani, poiché gli operatori, date le contingenze, hanno applicato tariffe più elevate facendo migrare la domanda su destinazioni quali Spagna, Tunisia, Egitto o Albania. Per gli operatori turistici l'Ai predittiva può, ad esempio, identificare in modo preventivo i flussi di riempimento e quindi individuare i bisogni e la conseguente allocazione delle risorse.

## Qualità dell'acqua

L'intelligenza artificiale predittiva può analizzare i modelli futuri di qualità dell'acqua per identificare i cambiamenti della qualità, che possono essere indicativi di contaminazione o di altri problemi. In questo modo, l'agenzia locale può disporre, in anticipo, di piani d'azione per rispondere a difficoltà come la carenza, la fioritura di alghe nocive o di altri contaminanti.

## Sostenibilità e ottimizzazione energetica

L'intelligenza artificiale predittiva può otti-

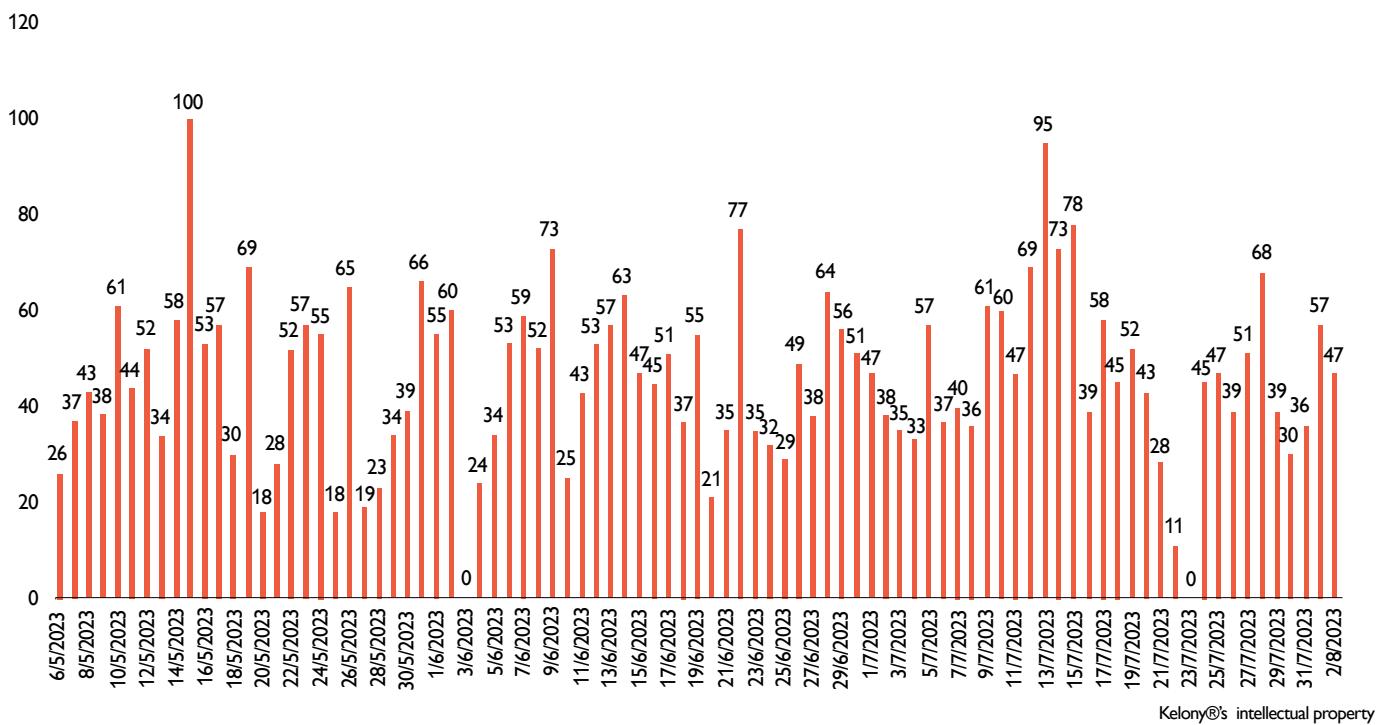
mizzare l'uso dell'energia nel trattamento e nella distribuzione dell'acqua, riducendo i costi e le emissioni di carbonio. Il trattamento e la distribuzione dell'acqua richiedono quantità significative di energia, il che li rende un candidato ideale per l'ottimizzazione attraverso l'Ai, che può essere utilizzata per prevedere la domanda futura della rete di trattamento e distribuzione.

## Logistica e rifiuti

L'Ai predittiva può essere impiegata per risolvere i problemi legati alle principali tematiche di logistica, dei costi del carburante e dei mezzi impiegati e della loro efficacia ed efficienza in modo tempestivo e strutturato. Permette anche di pianificare in minore tempo e con più precisione le attività di raccolta dei rifiuti, la movimentazione dei mezzi, le manutenzioni predittive, il consumo di carburante, di calibrare la forza lavoro secondo la disponibilità delle varie risorse.

Così come è stato fatto nella prima e seconda rivoluzione industriale, la crescita sostenibile si realizza tramite una nuova tecnologia, in questo caso l'Ai predittiva. Oggi più che mai, disporre dello strumento giusto per prevedere i bisogni, misurare e calibrare come allocare le proprie risorse rende ogni processo sostenibile, in tempi inequivocabilmente più rapidi. Il tempo è il fattore cruciale.

**GRAFICO 2 - L'UTILIZZAZIONE ATTIVA DELLA PAROLA "INFLAZIONE" IN ITALIA**



Kelony®'s intellectual property

# Un futuro grigio...argento

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

Tutti conosciamo l'incipit della Divina Commedia: «Nel mezzo del cammin di nostra vita...». Nel Medioevo, l'aspettativa media di vita era molto più bassa rispetto a oggi, condizionata soprattutto da mortalità infantile, ma anche da fame, guerre, pestilenze, incidenti e malattie, cui non si poteva porre rimedio con un ricovero in ospedale. Superate queste insidie, la previsione arrivava, nei casi più fortunati, che avevano superato indenni l'adolescenza, a 70 anni. Questo dato è sensibilmente aumentato e la maggior parte dell'incremento è avvenuto negli ultimi 150 anni. Il ventesimo secolo, infatti, è stato caratterizzato da un enorme aumento della vita media, se comparato con i secoli precedenti: 25 anni in più, solamente tra il 1850 e il 2000. Inoltre, questa tendenza alla longevità appare in continua crescita su tutto il pianeta.

## **INVECCHIAMENTO E LONGEVITÀ**

Ben Bernanke, presidente della Federal Reserve statunitense, aveva dichiarato nel 2006: «Nei prossimi decenni, molte forze daranno forma alla nostra econo-

mia e alla nostra società, ma, con ogni probabilità, nessun singolo fattore avrà un effetto così pervasivo come l'invecchiamento della popolazione». Le dinamiche demografiche stanno quindi cambiando inesorabilmente e influenzano così molteplici aspetti della vita moderna. Molti paesi sviluppati sono stati caratterizzati da un forte invecchiamento della popolazione, causato, da una parte, da una persistente bassa natalità e, dall'altra, da un aumento della longevità. Solo agli inizi del secolo scorso difficilmente qualcuno avrebbe pensato di raggiungere e superare 100 anni di vita: un'utopia diventata realtà negli ultimi decenni.

Le condizioni di vita favorevoli, la fine dei grandi conflitti mondiali, l'attenuarsi delle malattie virali, fatta eccezione per i tragici e straordinari effetti causati dalla pandemia Covid 19, i progressi in campo medico e un modo di vivere sempre più agiato hanno consentito all'uomo di incrementare la propria speranza di vita media, permettendogli di raggiungere in buona salute età molto avanzate. Questo fenomeno può essere osservato da due

punti di vista: il primo vede nei progressi della scienza e nella maggiore attenzione della salute pubblica una prospettiva di vita più lunga e più sana, che plasma un panorama demografico con prospettive entusiasmanti e senza precedenti per individui e società. Il secondo individua, invece, nella longevità il rischio di vivere

*“ Il nuovo panorama della longevità è una realtà che influenza la vita degli adulti di oggi e delle generazioni che verranno ”*



più a lungo di quanto ci si possa ragionevolmente aspettare e il conseguente bisogno di assicurarsi le necessarie risorse finanziarie per garantirsi un certo grado di benessere anche nell'ultima parte della propria esistenza. Tutto ciò pone dunque nuove sfide e nuovi traguardi per la collettività, tra i quali è fondamentale “come” finanziare questi decenni extra di vita. È perciò necessario trovare una corrispondenza quanto più possibile equilibrata tra aspettativa di salute, aspettativa di ricchezza e aspettativa di

\* 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



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

vita: vivere bene più a lungo ed essere in grado di permetterselo.

#### **L'ERA DELLA LONGEVITY ECONOMY**

D'altronde, già nel 1963 John Fitzgerald Kennedy aveva affermato: «L'aumento della durata della vita e del numero dei nostri anziani offre a questa nazione maggiori opportunità: la possibilità di attingere alla loro abilità e sagacia e quella di fornire il rispetto e il riconoscimento che hanno guadagnato. Non è sufficiente che una grande nazione abbia semplicemente aggiunto nuovi anni alla vita: il nostro obiettivo deve essere anche immettere nuova vita in quegli anni».

Più di mezzo secolo dopo, le preoccupazioni di Kennedy rimangono più urgenti che mai per le imprese, le comunità e le famiglie in tutte le nazioni del mondo. Il nuovo panorama della longevità è una realtà che influenza la vita degli adulti di oggi e delle generazioni che verranno. Il modo in cui la società e le sue istituzioni risponderanno a un mondo che invecchia rapi-

damente determinerà il futuro dell'umanità; pertanto, gli investimenti in prodotti e servizi pertinenti si riveleranno redditizi per le aziende che si rivolgono ai consumatori più anziani. Lo sviluppo avverrà in particolare in tre aree: la salute (aziende farmaceutiche che offrano cure per malattie invalidanti e imprese che forniscano prodotti o servizi sanitari), il risparmio (sistemi pensionistici statali con sempre minore sostenibilità richiederanno un'integrazione di quanto erogato da parte dello stato) e i consumi (si passeranno circa 20 anni in pensione e tempo libero e disponibilità finanziarie alimenteranno i settori del leisure, dei viaggi, della cura della persona e della sicurezza). Con un occhio anche, nelle nazioni più evolute, a un'edilizia specifica per certe fasce di popolazione. Gli anziani, ma sarebbe meglio dire "i longevi", sono una risorsa nella nostra società e a loro deve essere riconosciuto il ruo-

lo importante che possono svolgere sul posto di lavoro, a casa, nella comunità e nell'economia in quella che oramai viene definita «la seconda parte della vita». Un cambiamento senza precedenti che richiede alle istituzioni di evolversi e di adattarsi, ridisegnando il posto di lavoro, il servizio sanitario e i modelli di welfare che dovrebbero risultare sempre più inclusivi e sostenibili. Istituti che, insieme alla capacità di risparmio, costituiscono una piramide in cima alla quale troviamo la sicurezza finanziaria, che a sua volta influisce in modo determinante su salute psicofisica dell'individuo e qualità della sua vecchiaia: una realtà a più dimensioni che si gioca tragicamente nelle disparità di salute e di durata della vita tra le popolazioni ad alto e basso reddito. Nella nuova era della longevità, una pensione "sicura" richiede quindi un'attenta pianificazione finanziaria che dipende in



# L'opinione di Emanuela Notari

Sui temi fin qui analizzati è sicuramente interessante conoscere il parere di **Emanuela Notari**, una delle più importanti longevity strategist nel nostro panorama nazionale, partner e co-fondatore di **Ali, Active longevity institute**. «Ormai non c'è giornale che non dedichi almeno un titolo alla settimana al tema della longevità, ma da qui alla consapevolezza collettiva ne corre», esordisce l'esperta. «Non ce n'è traccia nel risparmio previdenziale, negli stili di vita e nemmeno nel modo in cui guardiamo ancora al pensionamento. Nessuno si domanda davvero come sarà vivere fino a 90/100 anni; non solo con quali mezzi, questione fondamentale, ma anche con quali fini, ambizioni, interessi, passioni, autonomia, relazioni. Negli Usa, Tik Tok ha resuscitato nei consulenti finanziari la suggestione dell'uso dell'ennesima app che invecchia i connotati per convincere i clienti a pianificare il proprio futuro. Credo che sia un errore. Nella monodimensionalità della vecchiaia letta solo sul piano estetico, è iscritto il fallimento della nostra consapevolezza: privata di altre dimensioni più ricche, più facilmente preservabili, più ego che etero riferite, sul cui sfondo l'invecchiamento fisico si ridimensionerebbe a un livello accettabile, l'immagine della nostra vecchiaia è cosa da rifuggire. Avremmo bisogno di altro: maggiore educazione finanziaria, per assumere responsabilmente l'onere del nostro tenore di vita in vecchiaia e uscire dal vecchio cliché dell'unico investimento a lungo termine con cui abbiamo confidenza, il mattone, e maggiore intelligenza demografica, per comprendere equilibri economici, sociali, lavorativi di un paese che invecchia, e la nostra parte individuale in essi».

E proprio il benessere può essere un ostacolo a programmare la propria vecchiaia, aggiunge Notari. «**Bradley Schurman**, esperto di demografia e cambiamenti della società, sostiene che è molto più difficile per i Paesi con ottimi stati sociali prepararsi consapevolmente alla longevità, perché questa implica maggiori responsabilità individuali. Noi, troppo abituati a essere presi in carico dal sistema di welfare pubblico (e da quello familiare), abbiamo perso capacità di prevedere i rischi e la proattività. Abbiamo perso anti-fragilità, come direbbe Nassim Taleb».

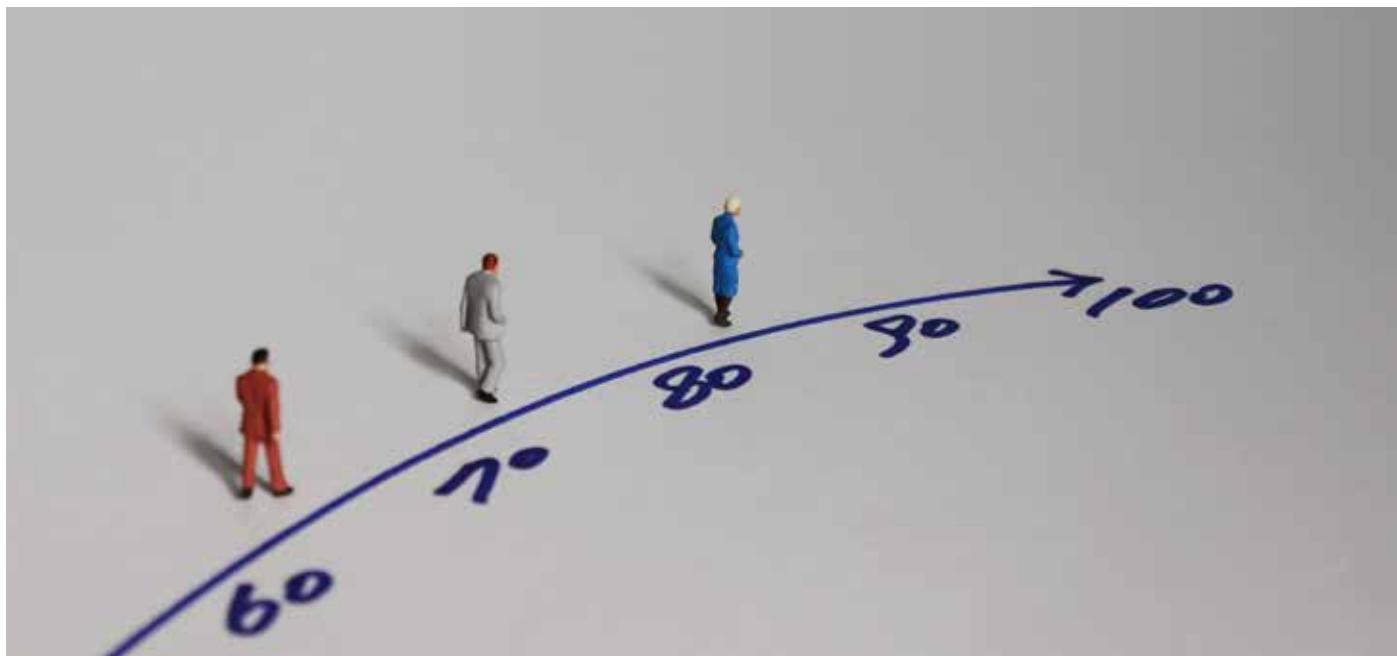
gran parte dalla cultura finanziaria di base di ogni individuo; a questo importante appuntamento spesso le persone arrivano impreparate.

## CONOSCENZA E COMPETENZE

È tema di questi ultimi giorni l'introduzione dell'educazione finanziaria nella scuola secondaria. Si tratta di un passaggio determinante che consentirà alle generazioni future di acquisire conoscenze e competenze per fare scelte razionali, evitare insidie e raggiungere i propri obiettivi di vita dal punto di vista economico, soprattutto perché le decisioni prese

“nel mezzo del cammin...”, o addirittura molto tempo prima, possono avere un impatto significativo sulle capacità di una persona di pianificare un'anzianità serena. Ma è sempre più importante sviluppare una longevity literacy (alfabetizzazione ai temi della longevità) anche per gli adulti, come è stato evidenziato in un convegno dello scorso 17 luglio, al Senato, organizzato dall'Associazione Lavoro&Welfare. In tale occasione, sottolineando che l'allungamento della vita media comporta inevitabilmente un correlato aumento dell'esposizione a malattie degenerative e croniche e un conseguente maggiore nu-

mero di individui non più autosufficienti, **Riccardo Cesari**, docente universitario di matematica e consigliere dell'**Ivass**, ha definito questo rischio «una catastrofe naturale individuale», con effetti simili a terremoti e alluvioni. L'affermazione è forte, ma è da tenere in seria considerazione, vista la fonte autorevole da cui proviene. Una soluzione proposta è «un sistema di partenariato tripartito stato-imprese-terzo settore, con prestazioni ben definite, economicamente sostenibili e qualitativamente controllate»; seguiremo l'evoluzione del prevedibile dibattito su questi argomenti nei prossimi mesi.



### ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

# Obiettivo sostenibilità

a cura di Pinuccia Parini

251 miliardi di euro in asset Esg risk-focused, sustainability-focused e impact-focused su un totale di patrimonio pari a 506 miliardi, 438 attività di engagement su 996 argomenti, partecipazione a 10.200 assemblee degli azionisti nel 2022: questi sono i dati che **Allianz Global Investors** ha presentato all'interno del **Sustainability and Stewardship Report 2022**.

Investire in modo sostenibile è una frase che, negli ultimi anni, si è spesso sentita dire, grazie anche alla crescente sensibilità mostrata dagli investitori nei confronti delle tematiche Esg. Ma, che cosa significa e quali risultati sinora sono stati raggiunti è un aspetto che non solo merita approfondimento, ma necessita anche di una rendicontazione. È quanto fa Allianz GI attraverso Allianz Sustainability and Stewardship Report. L'ambizione dell'asset manager è di essere "shaper" della sostenibilità, che significa guidare gli investitori nel percorso che parte dall'attenzione al rischio Esg, fino alla generazione di un impatto reale attraverso gli investimenti. L'obiettivo è «catturare una crescita inclusiva e sostenibile a sostegno della conservazione e dell'incremento del patrimonio dei clienti, contribuendo al contempo a produrre cambiamenti nel mondo reale». Per questa ragione, la società si concentra su tre aree strategiche: cambiamento climatico, confini planetari e capitalismo inclusivo.

#### UN ANNO UNICO

La pubblicazione del 2022, secondo l'opinione di AllianzGI, riguarda un anno che

viene definito straordinario sotto molti aspetti. Il devastante conflitto in Ucraina ha portato a un intenso dibattito su molte tematiche legate alla sostenibilità, tra le quali la crisi energetica in Europa e la sicurezza alimentare globale. Le inondazioni e la siccità registrate in diverse parti del mondo hanno evidenziato l'impatto dell'attività umana sugli eventi atmosferici. In tali condizioni, gli sforzi nei confronti della stessa sostenibilità sono stati messi alla prova. Tuttavia, sempre secondo l'asset manager, la sostenibilità è cresciuta e maturata. Ciò ha permesso la nascita di una maggiore consapevolezza sugli obiettivi che gli investimenti sostenibili dovrebbero raggiungere e su come dovrebbero essere misurati.

#### CHE COSA È STATO FATTO

Allianz Sustainability and Stewardship Report cita il miglioramento dei propri quadri di riferimento, che tengono conto di molteplici fattori di sostenibilità per ogni settore. Ciascuno di essi integra la matrice proprietaria di materialità della sostenibilità. Sono stati sviluppati dei punteggi Esg assoluti e relativi per le società, per dare ulteriori prospettive al processo decisionale d'investimento. Nelle analisi sono stati inclusi i diritti umani, argomento fondamentale del capitalismo inclusivo. Inoltre, l'asset manager ha investito nel monitoraggio dei dati a sostegno dei percorsi di decarbonizzazione e dell'allineamento allo zero netto. Infine, sono stati ampliati gli indicatori chiave di performance (Kpi) utilizzati per i temi dei confini planetari e del capitalismo inclusivo, in



**ANTJE STOBBE**  
head of stewardship  
AllianzGI

linea con il lavoro sui Kpi relativi ai cambiamenti climatici. All'interno di questo processo di analisi saranno utilizzate le nuove tecnologie dell'intelligenza artificiale (Ai), le fonti di dati per ampliare il loro smart analytics e i segnali in tempo reale sui comportamenti delle aziende.

Nel 2022 è stata lanciata anche una nuova piattaforma, Sustainability Insight Engine (SusIE), che si avvale di tecnologie all'avanguardia per facilitare l'accesso ai dati Esg da parte di tutti gli esperti d'investimento, degli specialisti di prodotto e di gestione del rischio e degli altri stakeholder appartenenti ad AllianzGI. «Essa trasforma i dati di oltre 10 fornitori terzi in set di dati standardizzati, utilizzando il cloud storage. SusIE è un supporto cruciale per le nostre decisioni di investimento attivo sulla sostenibilità in tutte le asset class, nell'ottica di avere un punteggio Esg più quantitativo». In qualità di asset manager attivo, AllianzGI ritiene che per creare percorsi sostenibili di cambiamento sia essenziale instaurare un dialogo costruttivo con le società nelle quali investe.

#### PROPOSITI PER IL 2023

In quest'anno, come argomenta **Antje Stobbe**, head of stewardship di AllianzGI, «l'impegno è implementare ulteriormente il nostro approccio basato sulla conviction, orientando i clienti sui rischi e sulle opportunità dei principali temi della sostenibilità. Aumenteremo la scalabilità delle nostre soluzioni per un maggiore impatto sul mondo reale e continueremo a rafforzare le nostre conoscenze e le nostre capacità in materia di investimenti sostenibili».

### PUBBLICATI I RISULTATI DELLA VIGILANZA ESMA

## Ancora alcune criticità su costi e oneri

di Paolo Sobrini (Zitiello Associati)



Il 6 luglio scorso, l'Esma ha presentato la propria relazione sui risultati dell'azione di vigilanza comune (common supervisory action) svolta nel corso del 2022, con il coinvolgimento delle 27 autorità di vigilanza nazionali, al fine di verificare la compliance degli intermediari europei ai requisiti previsti da Mifid 2 in materia di costi e oneri. L'oggetto dell'attività promossa dal regolatore europeo, così come da quest'ultimo dichiarato nel proprio public announcement dell'8 febbraio 2022, si è focalizzato, in prima battuta, sulla rendicontazione ex post dei costi e oneri sostenuti dalla clientela retail.

A tal fine, Esma ha chiesto alle autorità di controllo domestiche di verificare se, nel concreto, le comunicazioni in questione fossero fornite ai clienti in maniera tempestiva, corrette, chiare e non fuorvianti, si basassero su dati accurati che riflettano tutti i costi e gli oneri esplicativi e impliciti e riportassero correttamente gli indumenti. L'obiettivo dichiarato è quello di garantire un'attuazione e un'applicazione di Mifid 2 coerente e uniforme a tutti gli intermediari Ue, al fine di migliorare, da un lato, la protezione degli investitori e, dall'altro, la comprensione, da parte delle rispettive autorità di controllo nazionali, degli approcci di vigilanza del regolatore europeo.

#### REQUISITI RISPETTATI

Ebbene, dalla disamina dei risultati ottenuti, effettuati su un campione di 194 società, di cui 118 istituti di credito e 76 imprese di investimento, l'Esma ha rilevato che, in generale, i requisiti in materia di costi e oneri ex-post previsti dalla Mifid 2 sono adeguatamente rispettati, sebbene il grado di compliance vari poi a seconda degli stati membri e delle imprese medesime. Tuttavia, la relazione individua anche alcune carenze nella rendicontazione, suggerendo dei miglioramenti, sia con riguardo al contenuto, sia al formato delle informazioni rese.

Le principali carenze concernono diversi ambiti, come la disclosure dei costi, che non sempre è fornita in misura percentuale, oltre che in misura nominale. Inoltre, a volte, resta oscura la modalità di calcolo della medesima misura percen-

*“ Dalla disamina dei risultati ottenuti, effettuati su un campione di 194 società, di cui 118 istituti di credito e 76 imprese di investimento, l'Esma ha rilevato che, in generale, i requisiti in materia di costi e oneri ex-post previsti dalla Mifid 2 sono adeguatamente rispettati, sebbene il grado di compliance vari poi a seconda degli stati membri e delle imprese medesime ”*

tuale, che varia tra imprese. L'allocazione dei costi all'interno delle griglie di cui all'Allegato II del Regolamento Delegato non è sempre omogenea; le soluzioni nell'illustrazione degli indumenti sono differenti (in alcune occasioni fornita in maniera aggregata e altre in maniera dettagliata on an Isin basis) e, talvolta, vi è la mancata disclosure di quest'ultimi; si rileva, poi, l'assenza di disclosure sui costi impliciti per i clienti o prassi variegate (spesso errate) nel calcolo o nella rappresentazione di quest'ultimi, la scarsa uniformità e coerenza nella rappresentazione dell'effetto dei costi cumulativi sul rendimento e la diversità nei layout utilizzati e nella terminologia adottata che crea ostacoli alla comparabilità dei costi.

#### IL MISTERY SHOPPING

Contestualmente all'azione comune di vigilanza sull'informatica ex post, l'Esma ha altresì lanciato e coordinato il primo esercizio di mystery shopping sulle informazioni su costi e oneri fornite ex ante ai clienti retail. Dall'analisi delle risultanze di questo secondo esercizio, che è on line, e che ha



visto il coinvolgimento di 10 autorità nazionali, che hanno effettuato visite presso le filiali delle imprese interessate, è emerso che la maggior parte degli intermediari ha fornito tempestivamente le informazioni ex ante, ma solo nella metà dei casi attraverso un mezzo durevole. Nei restanti casi, le informazioni sono risultate o incomplete o date solo oralmente.

Sulla base degli spunti tratti dall'azione comune e dall'eser-

cizio di mystery shopping, è intenzione dell'Esma intervenire sulla revisione e implementazione delle proprie Q&A finora fornite in argomento e, al contempo, sulla definizione di un possibile formato europeo standardizzato per la fornitura di informazioni su costi e oneri ai clienti. Le autorità di vigilanza nazionali sono state invitate a intraprendere azioni di follow-up sui singoli casi ove si siano state riscontrate violazioni normative e altre eventuali carenze.

# DIAMO VALORE A QUELLO CHE CONTA DAVVERO



INVESTI SUL TUO FUTURO.  
INVESTI NELLE STRATEGIE OBBLIGAZIONARIE.

Con i rendimenti ai massimi da oltre 10 anni, **il mercato obbligazionario** offre opportunità interessanti, consentendo di costruire portafogli diversificati e profittevoli.

SCOPRI DI PIÙ  
SULLA NOSTRA OFFERTA

Investi sul tuo futuro con Eurizon: con pluriennale esperienza gestiamo **oltre 200 miliardi di euro** in strumenti finanziari obbligazionari.



eurizoncapital.com

Puoi scegliere tra un'ampia gamma di fondi diversificati in termini di area geografica, durata e tipologia di emittenti.

Società del gruppo **INTESA SANPAOLO**

 **EURIZON**  
ASSET MANAGEMENT

Questa è una comunicazione di marketing.

Prima di adottare qualsiasi decisione di investimento ed operare una scelta informata in merito all'opportunità di investire è necessario leggere attentamente il Documento contenente le Informazioni Chiave (KID), il Prospetto, il Regolamento di gestione e il Modulo di sottoscrizione. Tali documenti descrivono i diritti degli investitori, la natura dei Fondi, i costi ed i rischi ad essi connessi e sono disponibili gratuitamente sul sito internet [www.eurizoncapital.com](http://www.eurizoncapital.com) nonché presso i distributori. È inoltre possibile ottenere copie cartacee di questi documenti previa richiesta scritta alla Società di gestione del Fondo o alla Banca Depositaria. I KID sono disponibili nella lingua ufficiale locale del paese di distribuzione. Con riferimento ai prodotti di diritto lussemburghese, il Prospetto è disponibile in italiano e inglese. La Società di Gestione può decidere di porre fine alle disposizioni adottate per la commercializzazione dei suoi organismi di investimento collettivo in conformità all'art. 93 bis della direttiva 2009/65/CE e all'art. 32 bis della direttiva 2011/61/UE. La presente comunicazione non è da considerarsi rivolta a persone in giurisdizioni in cui l'offerta al pubblico di prodotti finanziari o promozione e collocamento di servizi e attività di investimento non sia autorizzata o alle quali sia illegale rivolgere tale offerta o promozione.

# CONSULENTI &

# RETI



«Gli investimenti in private market, oltre a offrire un'interessante opportunità di diversificazione del portafoglio, consentono, in questa fase di mercato, di proteggersi dall'inflazione e, in alcune situazioni di beneficiarne, in particolar modo nel caso che si punti su private equity e real asset. La banca, anche sfruttando le sinergie col Gruppo Generali, offre accesso al mondo degli investimenti alternativi attraverso una serie di prodotti ad hoc che vanno da linee di gestione patrimoniale riservate a investitori professionali alla distribuzione di fondi alternativi»

**MARCO BERNARDI**  
vicedirettore generale  
Banca Generali

**MARCO BERNARDI**  
vicedirettore generale  
Banca Generali

CONSULENTI &  
RETI

«In linea  
con i nostri  
ambiziosi  
obiettivi»

a cura di Alessandro Secciani

Indubbiamente, l'immagine complessiva offerta dal gruppo **Banca Generali** è abbondantemente positiva. Al termine del primo semestre, la raccolta netta era di 3.269 milioni di euro, con una crescita del 7,3% rispetto allo stesso periodo del 2022, anche se buona parte dell'incremento è da attribuire al risparmio amministrato. Bene anche l'Aum, che è passato da 83,1 miliardi a 88,2, con l'utile netto cresciuto addirittura del 33,3% a 175,1 milioni.

Ma alla base di questi risultati, c'è la rete dei consulenti finanziari che, sempre al 30 giugno 2023, erano 2.238 con una crescita di 34 unità rispetto alla fine del 2022. E in questo contesto il dato più rilevante è costituito dagli asset under management pro capite, che sono arrivati a 39 milioni di euro, dopo un 2022 terrificante che aveva portato il patrimonio gestito da ogni professionista a 37,3 milioni, rispetto ai 39,2 della fine del 2021. In pratica, nei primi sei mesi di quest'anno il portafoglio medio dei consulenti ha recuperato l'annus horribilis precedente.

A guidare la rete è **Marco Bernardi**, vicedirettore generale del gruppo e in Banca Generali dal 2003. Fondi&Sicav lo ha incontrato per capire le opportunità che oggi la rete di distribuzione di prodotti finanziari offre e per fare il punto sull'andamento della società.

**Voi attualmente siete circa a metà strada del piano triennale 2022-2024. Come sta andando? Ma, soprattutto, con il fortissimo cambiamento di scenario che è avvenuto in questo periodo, è stato necessario apportare alcuni cambiamenti in corsa?**

«Nonostante le incognite economiche e geopolitiche e le pressioni dalle borse nel 2022, siamo in linea rispetto agli ambiziosi obiettivi del nostro piano triennale. È un piano che mette al centro le nostre persone, cuore della nostra azienda ed elemento differenziante nel mercato. La storia di straordinario successo della nostra banca è stata scritta da tutte le nostre persone, le stesse che con entusiasmo, passione e motivazione, parteciperanno a nuove sfide orientate a una crescita sostenibile con lo scopo di fornire le migliori soluzioni in base allo scenario di contesto».

**Come stanno reagendo i risparmiatori di fronte ai problemi dei**



**mercati che ancora persistono? Quali risposte state dando? State consigliando di rientrare su asset con un minimo di rischio?**

«Negli ultimi tre anni è successo di tutto e dopo il Covid abbiamo avuto a che fare con una politica monetaria molto espansiva. La guerra ha accelerato uno choc inflazionario enorme al quale, per reazione, si è risposto con la più grande stretta monetaria sincronizzata della storia. Il primo trimestre del 2023 è andato bene, anche se oggi la propensione a prendersi rischi è al minimo e i clienti tendono a richiedere cedole tramite titoli governativi o soluzioni obbligazionarie».

**Voi siete, tra le società di Assoretti, quella che ha il maggiore portafoglio pro capite. Come siete riusciti ad arrivare a questo risultato? Quale tipo di lavoro c'è alla base?**

«Grazie alla nostra capacità di attrarre i migliori professionisti del settore, offriamo un servizio professionale integrato e multi-

disciplinare, rivolto a individui o famiglie tipicamente benestanti, che mira a proteggere, valorizzare e trasmettere il patrimonio. L'articolazione e l'eterogeneità dei grandi patrimoni richiedono un elevato livello di specializzazione sui diversi ambiti da parte dei professionisti che assistono la famiglia e diventa essenziale la presenza di una figura, quella del consulente di fiducia, in grado di avere una visione d'insieme anche su aspetti non unicamente finanziari».

**Come si diventa consulenti di Banca Generali? Quali qualità si deve avere per entrare nella vostra rete?**

«Le reti di consulenti finanziari sono molto eterogenee e convogliano al proprio interno professionisti con caratteristiche molto differenti tra loro; nella nostra banca abbiamo tuttavia un fil rouge che contraddistingue tutti i nostri professionisti. Valore del servizio, innovazione e sostenibilità: sono questi i principi che guidano tutti i nostri banker».

**Cercate solo professionisti già esperti o avete anche una politica rivolta ai giovani? In questo caso, quale tipo di attività svolgete per inserirli?**

«Crediamo molto nei giovani e per questo motivo abbiamo avviato un percorso dedicato agli under 35. Grazie al nostro "New Generation" abbiamo inserito in rete diversi giovani colleghi che, opportunamente affiancati da consulenti esperti, nei prossimi anni saranno in grado di supportare i propri clienti indirizzandoli verso le scelte di investimento più adeguate alle proprie necessità e aspirazioni».

**A proposito di giovani, stanno per uscire i primi laureati in consulenza finanziaria all'università di Teramo. Siete interessati a offrire opportunità a questi ragazzi? Ritenete che sia un'iniziativa utile?**

«Nuovi trend, dal digitale alla sostenibilità, stanno cambiando il mondo degli investimenti e la professione: servono nuove figure di banker capaci di integrare e cavalcare il cambiamento. Avere la possibilità di valutare giovani neolaureati nel nostro settore è sicuramente un'opportunità di grande valore, anche in considerazione del crescente interesse nella creazione di team dedicati al passaggio generazionale e alla sinergia di competenze».

**Diverse reti stanno organizzando il lavoro in team tra consulenti. Lo state facendo anche voi? Eventualmente, con quali caratteristiche?**

«In Banca Generali abbiamo introdotto il concetto di team ormai da diversi anni e riscontriamo un continuo interesse dei nostri colleghi storici nella creazione di pool con giovani professionisti e neolaureati per avviare un ricambio generazionale in ambito familiare, nonché una coesione, sempre a livello di team, tra professionisti con competenze differenti e complementari. Lo scopo ultimo è portare ulteriore valore aggiunto alla clientela e supportarla nei differenti momenti di mercato e sulle diverse necessità che emergono durante il rapporto di fiducia con i professionisti della nostra banca. A giugno di quest'anno avevamo, infatti, già oltre 160 team attivi che coinvolgono più di 350 consulenti».

## RACCOLTA NETTA NEL PRIMO SEMESTRE DEL 2023

(MILIONI DI EURO-DATI ASSORETI)	30.06.2023	30.06.2022	VAR. %
Fondi e sicav	274	463	-40,8
Contenitori finanziari	355	377	-5,8
Contenitori assicurativi	50	264	-81,1
<b>Soluzioni gestite</b>	<b>679</b>	<b>1.104</b>	<b>-38,5</b>
Assicurazioni tradizionali	-969	-232	317,7
Risparmio amministrato	3.559	2.175	63,6
<b>Totale</b>	<b>3.269</b>	<b>3.047</b>	<b>7,3</b>

### State puntando sui private asset illiquidi? Chi sono gli investitori adatti a questo tipo di prodotto?

«Gli investimenti in private market, oltre a offrire un'interessante opportunità di diversificazione del portafoglio, consentono, in questa fase di mercato, di proteggersi dall'inflazione e, in alcune situazioni, di beneficiarne, in particolar modo nel caso che si punti su private equity e real asset. La banca, anche sfruttando le sinergie col Gruppo Generali, offre accesso al mondo degli investimenti alternativi attraverso una serie di prodotti ad hoc che vanno da linee di gestione patrimoniale riservate a investitori professionali alla distribuzione di fondi alternativi. Questi ultimi possono essere sviluppati, sia sulla piattaforma lussemburghese gestita dalla management company di Banca Generali, sia gestiti da realtà appartenenti al gruppo Generali, come, ad esempio, Generali Real Estate, o da gestori terzi selezionati. In generale, riteniamo che gli investitori Hnwi e Uhnwi possano beneficiare delle capacità dei mercati privati di migliorare la frontiera efficiente dei portafogli, riducendone la volatilità e incrementandone i ritorni grazie alla loro resilienza nei vari cicli di mercato».

### Quale tipo di servizio offrite al cliente imprenditore? Che cosa vi distingue dai concorrenti in questo segmento?

«Come Banca Generali ci distinguiamo per la centralità dei servizi di consulenza finanziaria e pianificazione patrimoniale, fondate saldamente sui pilastri dell'eccellenza della rete dei consulenti finanziari, su un approccio esclusivo al wealth management e su un forte orientamento al digitale, prendendoci cura dei progetti di vita dei nostri clienti. Recentemente abbiamo alzato ulteriormente l'asticella

per i nostri clienti private lanciando una nuova sicav in grado di unire le collaborazioni con i "best in class" nel private equity, real estate e private debt, attraverso un accordo esclusivo con Carlyle, uno dei maggiori player di private credit al mondo con 146 miliardi di dollari di asset under management nel segmento del global credit. Con il fondo Bg Private Markets-Carlyle Private Debt Fund offriamo un accesso unico al direct lending Us e al credito opportunistico europeo, oltre a due comparti altrettanto chiave che sono rappresentati da Bg Private Markets -Generali Private Equity Fund I e Bg Private Markets-Generali Real Estate Flagship Fund. Nuovi strumenti che rafforzano la nostra posizione nell'offerta dei private market alzando ulteriormente l'asticella in questo segmento che sta ricevendo sempre più attenzioni dalle grandi famiglie. Stiamo inoltre strutturando un servizio evoluto e integrato per affiancare consulenti e specialisti per rispondere alle esigenze delle aziende familiari sul proprio

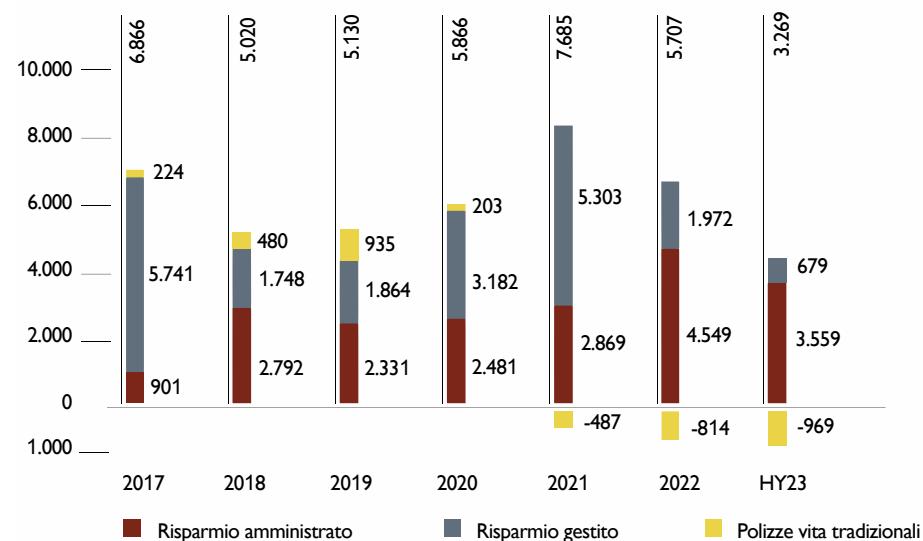
core business e su ambiti di corporate advisory, come la finanza agevolata e la sostenibilità o il passaggio generazionale d'impresa».

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

«La responsabilità di pensare a lungo termine è nel Dna della nostra attività orientata alla protezione dei patrimoni con una visione di lungo periodo. Per questo motivo, promuoviamo non solo nelle attività di investimento l'idea di uno sviluppo sostenibile che ascolti tutti gli stakeholder, cercando di capire quali siano le loro esigenze per coniugarle con gli obiettivi aziendali di business e rimanendo in linea con la nostra mission. La nostra offerta prevede una proposta commerciale distintiva legata ai 17 Obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs) dell'Onu e il continuo rafforzamento dell'offerta Esg in fondi e sicav, cui si aggiungono sette linee di gestione di portafoglio che promuovono caratteristiche ambientali o sociali e che hanno ricevuto, da parte dell'Istituto tedesco di qualità, il premio di "I migliori gestori patrimoniali green" nel 2022. Il nostro impegno nel promuovere le soluzioni di investimento Esg è ben riflesso nella percentuale di Aum Esg sul totale delle soluzioni gestite, che alla fine del 2022 è risultata pari al 32,2%».

### Come siete usciti dal Covid (soprando che si tratti davvero di

## RIPARTIZIONE RACCOLTA NETTA ANNUALE (MILIONI DI EURO)



**un'uscita)? Come vi ha cambiati?**  
 «L'esperienza del Covid-19 ha provocato profonde trasformazioni nel business dell'asset e wealth management, portando a un'evoluzione in chiave digitale della relazione cliente-consulente e delle modalità di interazione dei clienti con le reti e le banche. Una delle principali conseguenze di questa trasformazione è stata l'affermazione della figura del consulente finanziario digitale che ha visto evolvere anche la relazione con il cliente: l'aspetto fondamentale rimane la componente di fiducia che permette alla relazione fisica di essere apprezzata, ma alla quale si possono affiancare elementi tipici della relazione digitale, come la possibilità di comunicare a distanza/da remoto, o di relazionarsi e finalizzare gli investimenti con procedure più efficienti. Questo cambiamento nelle modalità di lavoro ha indotto e induce il consulente ad acquisire nuove competenze, a partire dall'individuazione di un insieme di tecniche di comunicazione e di marketing molto diverse dalle precedenti, che richiedono un percorso di formazione continuo che in Banca Generali garantiamo a tutti i nostri banker».

**Quanto è importante la formazione nei confronti dei risparmiatori? State portando avanti alcune iniziative in questo senso? Di quale genere?**

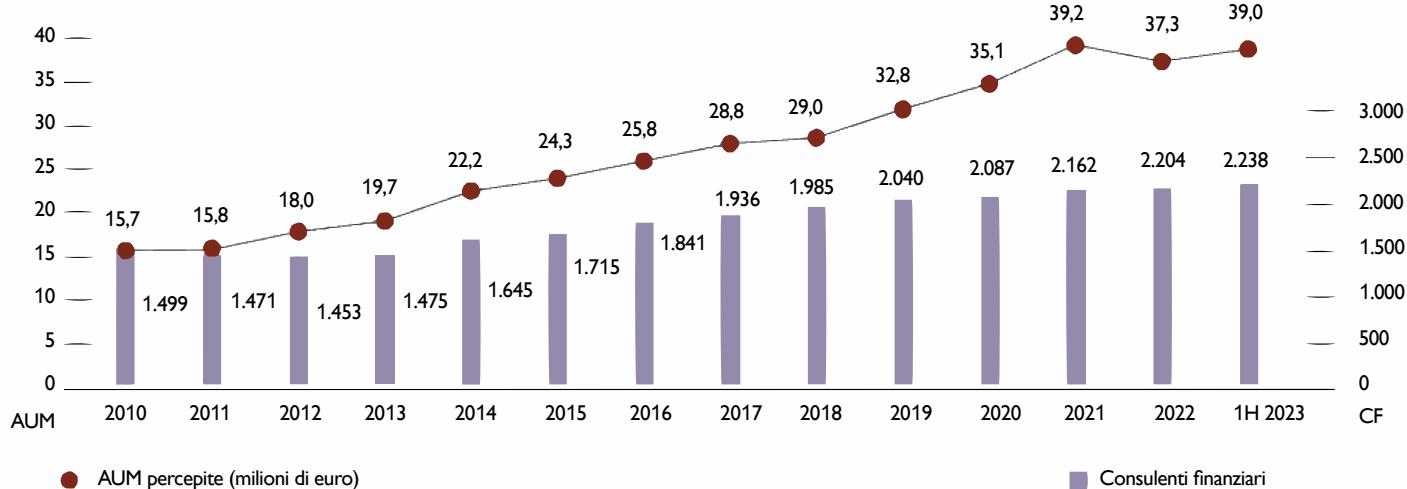
«Pensiamo che lo sviluppo dell'educazione finanziaria sia uno dei temi centrali. Da qui l'idea di lanciare il nostro proget-



to Edufin 3.0 presente su tutte le principali piattaforme di social media: da Facebook a TikTok, da Instagram a YouTube, fino ai podcast. I temi al centro del palinsesto editoriale sono sviluppati con cadenza settimanale e andranno a coprire tutti i principali argomenti di educazione finanziaria, da quelli tradizionali fino alle novità portate al settore del risparmio

dalle criptovalute e dalla blockchain passando per il metaverso. Il tutto è stato sviluppato attraverso una chiave divulgativa diretta che si basa su un linguaggio semplice, corredata da informazioni grafiche e con messaggi ponderati su misura a seconda del tempo a disposizione degli utenti e della loro disponibilità ad approfondire i singoli concetti».

**EVOZIONE DELL'AUM PRO CAPITE E DEL NUMERO DI CONSULENTI FINANZIARI**



# Investire anche per la volpe bianca

di Alessandro Secciani



© Stefano Guindani



© Stefano Guindani

«Alle isole Svalbard, il luogo abitato più a nord di tutto l'emisfero, eravamo in cerca dell'orso bianco in un'area dove il ghiaccio sta venendo meno. A un certo punto abbiamo visto una volpe bianca artica e ci siamo avvicinati e man mano che eravamo sempre più vicini lei restava lì. Era un animale che mandava un segnale di aiuto, perché con la mancanza di neve non riusciva più a mimetizzarsi e ad andare a caccia. All'interno del nostro lavoro è stata forse l'immagine che mi ha colpito di più e che non a caso è diventata la copertina del libro». A parlare è **Stefano Guindani**, uno dei più conosciuti fotografi italiani, che ha presentato il libro "Time to change" commissionato da **Banca Generali** che illustra con una serie di fotografie di grande effetto i 17 goal dell'agenda 2020-2023 delle Nazioni Unite. Sono 17 capitoli svolti in altrettanti paesi e ognuno di essi è dedicato a un preciso goal. Ma non si tratta solo di foto drammatiche, ci sono anche elementi fortemente positivi, come il maestro indiano che in un piccolo villaggio a 600 km da Mumbai è riuscito a sconfiggere totalmente l'analfabetismo e a creare un'esperienza unica al mondo o come è avvenuto in un'area dello Zambia, dove dentro una serra ogni mese vengono prodotti 1.300 chili di verdura tramite il metodo idroponico, senza fertilizzanti e con molti principi nutrienti. Que-

sta esperienza serve a mantenere i bambini e a insegnare loro un lavoro, che probabilmente sarà quello della loro vita. Dal libro è stato creato anche un documentario che è stato presentato al festival di Venezia.

## UN'OPERAZIONE CULTURALE

Questa operazione culturale è stata fatta da Banca Generali per sottolineare in maniera sempre più chiara una politica di investimento in cui l'elemento Esg è predominante. Secondo i programmi dell'azienda, entro la fine del 2024 il 40% degli Aum dei prodotti gestiti dovrà essere articolo 8 e articolo 9, contro il 34% circa di oggi. Inoltre, è prevista entro il 2025 la riduzione dell'impronta di carbonio del 25% rispetto al 2019 in relazione agli investimenti diretti gestiti da Banca Generali, mentre entro il 2030 verrà portata avanti una graduale eliminazione di tutti gli investimenti in aziende collegate ai combustibili fossili. I clienti che in un sondaggio hanno dimostrato un forte interesse per la sostenibilità sono oltre 171 mila.

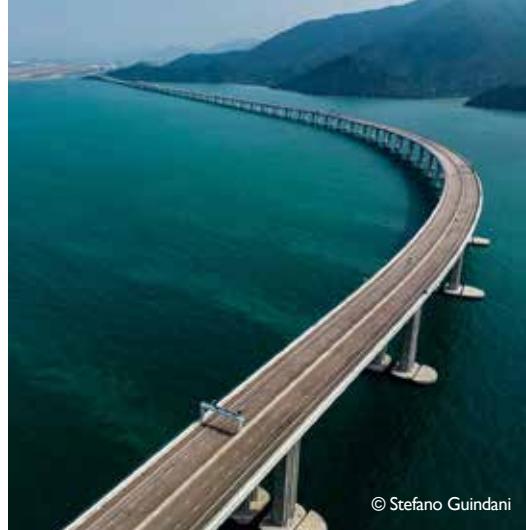
«Nella nostra visione aziendale non c'è solo il valore dei servizi finanziari che offriamo, ma anche il tema dell'innovazione e della sostenibilità, che è, innanzitutto, il rispetto e il dialogo continuativo con tutti gli stakeholder», afferma **Gian Maria Mossa**, ammi-



nistratore delegato di **Banca Generali**. «La sostenibilità è un concetto di crescita di lungo periodo, ma vuole dare anche un valore che vada oltre gli indicatori finanziari e che, di conseguenza, abbia un impatto. Lo scopo è sensibilizzare l'opinione pubblica, indirizzare gli investimenti e il risparmio verso quelle aziende che ovviamente persegono obiettivi di performance, ma anche che fanno della sostenibilità un caposaldo della loro strategia».

#### **CONSULENTI DEVOTI ALL'ESG**

Un forte interesse anche nel campo della consulenza finanziaria dedicata all'Esg. «Stiamo portando avanti un percorso di riconoscibilità dei consulenti devoti alla sostenibilità. Ci sarà una certificazione, un nuovo brand che riguarderà il consulente che vuole lavorare solo a determinate condizioni. Sarà un unicum in Italia e lo annunceremo presto». E Mossa ha anche una risposta nei confronti di coloro che stanno facendo opposizione sulla sostenibilità e stanno usando questo tema come battaglia politica ed elettorale. «I giovani sono molto più orientati alla sostenibilità delle generazioni passate e in quella direzione si va: la gente ci crede, si sta muovendo nella logica della trasparenza e dell'impatto e continuerà a farlo. Dal punto di vista dell'asset management, che esercita un ruolo attivo in assemblea sulla sostenibilità, ci sono sicuramente risvolti politici, anche se credo che la politica debba essere lasciata totalmente fuori da queste decisioni».



© Stefano Guindani



© Stefano Guindani



© Stefano Guindani



© Stefano Guindani

# Un consulente che ha fatto strada o un manager?

a cura di Alessandro Secciani

Non tutte le aree sono uguali. In questa puntata dell'inchiesta di Fondi&Sicav sulla professione di area manager a parlare sono due responsabili che operano nel Sud Italia e nelle isole: si tratta di territori molto lontani dalla sede centrale e che hanno certamente qualche problema in più rispetto alle zone apparentemente più facili, come le regioni ricche del Nord Italia. I clienti private sono chiaramente più rari e più difficili da andare a scovare e spesso c'è un muro di diffidenza non facilissimo da superare. «Questa complessità l'abbiamo trasformata in opportunità, cogliendo le molte eccellenze locali che producono valore. Bisogna saperlo guardare il territorio, conoscerlo. Lo confermano le diverse aperture in Puglia, Calabria e Sicilia», è stata la disarmante risposta di uno dei due intervistati.

Ciò non toglie che sia molto difficile da gestire la responsabilità di un'area manager, che da una parte, deve fare arrivare alla base, costituita dai singoli consulenti, le politiche aziendali, ma, dall'altra, ha il dovere di fare conoscere ai vertici aziendali tutti i problemi, tutte le istanze dei suoi uomini. E spesso sono necessità non facili da risolvere, soprattutto quando la direzione generale è a 1.000 chilometri di distanza. Ed è proprio questo l'elemento difficile per un area manager, che quasi sempre viene dalla gavetta e conosce sulla propria pelle che cosa significa il rapporto con il cliente, ma ha anche un mandato molto preciso da parte della società che rappresenta. Si tratta talora di essere costretti a scegliere se essere un consulente che ha fatto strada o un manager.

# «Trasformare in opportunità la complessità del territorio»



FRANCESCO LIO

«*Sul mercato esistono diverse scuole di pensiero, sia manageriali, sia aziendali. Ho sempre ritenuto che sia meglio condividere piuttosto che imporre, dialogare e trovare la giusta strada piuttosto che esercitare pressioni. Magari è un percorso più faticoso, un po' più lungo, ma la condivisione crea un ambiente virtuoso e produce ottimi risultati. A mio modo di vedere, sottoporre i colleghi allo stress è controproducente»*

area manager e vice chief manager fino all'attuale incarico di capo territorio. Un percorso di maturazione che ha coinciso con una crescita dell'organizzazione della banca, legata a un'attività di recruiting continua e di qualità che ci ha portati a livelli di eccellenza sul territorio».

## Quale formazione ha avuto per diventare area manager?

«All'inizio della carriera ho partecipato a importanti percorsi di formazione che mi hanno molto coinvolto e appassionato, tanto da entrare a fare parte in prima persona del pool dei formatori per il Sud Italia di una delle realtà in cui ho operato. Ho seguito corsi sulla leadership, sulla gestione dei collaboratori, sulle metodologie e i processi di coordinamento, acquistando elementi fondamentali per ogni aspetto della professione manageriale».

## Quali sono le principali doti per essere un buon area manager?

«Mi piace dire che è una domanda cui dovrebbero rispondere essenzialmen-

te le persone che collaborano con te. Ritengo personalmente che ci debba essere uno stile preciso e ben definito. La figura manageriale è un collante: devi sapere bene interpretare e tradurre segnali e istanze dall'alto e dai colleghi che ti sono affidati, e per farlo è indispensabile sapere ascoltare e fare dialogare in maniera costruttiva e utile».

## Ugualmente, quali sono gli errori da evitare?

«Sul mercato esistono diverse scuole di pensiero, sia manageriali, sia aziendali. Ho sempre ritenuto che sia meglio condividere piuttosto che imporre, dialogare e trovare la giusta strada piuttosto che esercitare pressioni. Magari è un percorso più faticoso, un po' più lungo, ma la condivisione crea un ambiente virtuoso e produce ottimi risultati. A mio modo di vedere, sottoporre i colleghi allo stress è controproducente. Ribadisco l'importanza della condivisione degli obiettivi e del tragitto che porta a essi, non nell'imposizione, che è una mortificazione della professionalità delle persone che lavorano con te».



## Ci racconta la sua carriera e come ha fatto a diventare area manager?

«Ho iniziato la professione di consulente finanziario nel 1988 e già nel 1994 ho avuto la prima occasione di coordinare e gestire un piccolo gruppo di consulenti nel ruolo di team manager. Alla fine del 1995 mi è stata affidata la responsabilità di un punto operativo a Bari, iniziando così in maniera strutturata il percorso del coordinamento delle risorse. Nel 2012, con l'ingresso in Banca Patrimoni Sella & C., ho assunto prima il ruolo di



## **Come è cambiata la sua professione nel corso degli anni?**

«Si legge da alcune ricerche che, nonostante la richiesta di consulenza patrimoniale sia molto alta, sono in molti ad abbandonare la professione: credo che ciò avvenga soprattutto per gli atteggiamenti ai quali accennavo. È un'atmosfera che, unita a uno scenario complesso da gestire, specie negli ultimi anni, genera un livello di stress non sostenibile da tutti. Si deve essere sempre più pronti e preparati a 360 gradi e, per rendere bene, è fondamentale sentire la fiducia e il supporto del management».

## **Quali sono le caratteristiche dell'area in cui opera? Ha fatto operazioni, eventi o altre iniziative costruite su misura per la clientela di riferimento?**

«La dimensione territoriale e la geografia del territorio hanno sicuramente un rilievo importante. Le mie mansioni

coprono luoghi fisicamente distanti tra loro, ciascuno con la propria indole e la propria sensibilità. Ogni territorio ha la sua complessità e quelle del Sud sono note. Però questa complessità l'abbiamo trasformata in opportunità, cogliendo le molte eccellenze locali che producono valore. Bisogna saperlo guardare, il territorio, conoscerlo. Lo confermano le diverse aperture in Puglia, Calabria e Sicilia e mi piace ricordare il recente evento di inaugurazione di Banca Patrimoni Sella & C a Bari, una delle sedi più rilevanti. Ci siamo arrivati dopo un percorso che conferma il nostro principio: crescere nel modo e nel momento giusto. Bello e di grande soddisfazione è stato vedere Maurizio Sella, presidente del gruppo Sella oltre che della Federazione dei cavalieri del lavoro, presenziare e onorarci di un discorso emozionante. La presenza dell'intero management di Banca Patrimoni Sella & C., a partire dall'amministratore delegato Federico Sella, vero artefice di tutto ciò, è stata un tributo e una testi-

monianza preziosa di connessione col territorio».

## **È soddisfatto della scelta fatta? È contento di avere lasciato la professione di consulente a diretto contatto con il cliente per fare il coordinatore?**

«Sì, sono molto soddisfatto di ciò che ho raggiunto, come di ciò che stiamo continuando a creare con ottimi risultati. A mio modo di vedere, per esercitare seriamente e con accuratezza le funzioni di manager, la scelta opportuna è dedicarsi completamente: o gestisci i clienti o gestisci i collaboratori. È una visione personale, legata alla convinzione che quando aumentano le figure da coordinare, è corretto destinare al loro supporto tutte le proprie energie. Ciò include, peraltro, anche assistere alcuni di loro nell'incontro con i clienti. La capacità di relazione resta sempre la linfa di questo mestiere».

## «Un ruolo che si è fortemente evoluto»



LUIGI PINTUS

*«In generale è aumentata la complessità e tutto ciò ha portato a una selezione della classe manageriale che ha dovuto coniugare le abilità commerciali con le competenze tecniche, informatiche e legali. Il consulente oggi non cerca nel suo manager soltanto un motivatore, ma una guida efficace in questa complessità»*

### Come si è svolta la sua carriera e come ha fatto a diventare un area manager?

«È doveroso premettere che non è sufficiente pensare di avere le capacità di coordinamento di un gruppo per diventare automaticamente un manager. L'investitura deve arrivare, prima di tutto, dall'azienda che si rappresenta e, in secondo luogo, ma non per importanza, è necessario essere riconosciuto come tale dalle persone che si andrà a coordinare. La mia carriera da bancario è iniziata prestissimo: fresco di maturità scientifica, ho superato una selezione e nel 1988 sono stato assunto da un istituto di credito locale. L'esperienza da lavoratore dipendente è durata nove anni ed è stata propedeutica al passaggio al lavoro au-



tonomo avvenuto nel 1997, pochi mesi dopo avere conseguito l'abilitazione a promotore finanziario. Ho mosso i primi passi in Banca Fideuram, realtà nella quale, oltre a gestire il mio portafoglio clienti, ho potuto cimentarmi nel ruolo di supervisore. Il mio piccolo team era composto, in prevalenza, da ex bancari. Nel 2002 mi sono trasferito in Banca Euromobiliare, oggi Credem Euromobiliare Private Banking, dove ho contribuito alla nascita della prima filiale in Sardegna, e la mia carriera manageriale è iniziata nel 2004, con il primo incarico per la selezione e il coordinamento dei consulenti nell'isola, compito esteso nel 2012 alla Sicilia e alla Calabria. Attualmente il mio team è composto da 32 consulenti finanziari».

### Quale formazione ha avuto per diventare area manager?

«La mia è una formazione fatta prevalentemente sul campo. Un lungo percorso nel quale ho avuto il privilegio di incontrare manager e consulenti di altissima qualità, professionale e umana. Il sostegno e l'incoraggiamento di questi colleghi

sono stati determinanti nella mia scelta. Ho capito quanto fossero importanti per la crescita sana del gruppo, a partire dalla selezione dei professionisti che ne avrebbero fatto parte, il mio esempio e la coerenza nei comportamenti. Naturalmente, anche le iniziative di formazione, tecnica e relazionale sviluppate dalla banca sono state anch'esse decisive nel costruire una competenza senza la quale è difficile rendere credibile una propria legittimità presso i colleghi».

### Quali sono le principali doti per essere un buon area manager?

«Direi l'umiltà come pre-requisito (non solo per questa professione). Poi l'altruismo, perché credo che un manager debba essere pronto a sacrificare un po' di ambizione personale, a vantaggio dell'interesse del suo gruppo. Altrettanto deve avere la capacità di contenere quelle "fughe in avanti" che spesso rischiano di creare confusione e attriti tra colleghi oppure tra consulenti e società mandante. Non deve ignorare la vocazione imprenditoriale dei consulenti finanziari, perché ognuno di loro ha una

sua specificità e adotta modalità diverse nell'interpretare il proprio ruolo. Ciò rappresenta una sfida per il manager al quale è richiesta una spiccata capacità di ascolto e flessibilità nell'affrontare le fasi critiche. Il manager deve, infine, mostrare una certa abilità nel fare convergere gli obiettivi di crescita aziendale con quelli dei singoli consulenti».

### **Ugualmente quali sono gli errori da evitare?**

«Credo che l'errore principale, forse anche il più frequente, sia di sentirsi arrivati. Cerco sempre di non dare niente per scontato e di stimolare il confronto continuo con i colleghi, in modo franco e andando in profondità. Se vogliamo, è ciò che il bravo consulente fa tutti i giorni con i suoi clienti».

### **Come è cambiata la sua professione negli ultimi anni?**

«Il ruolo del manager si è evoluto di pari passo con le trasformazioni nella professione del consulente. Ricordo, anche con un po' di nostalgia, gli anni in cui si infilava nella cartella i due-tre prospetti in carta chimica che la casa metteva a disposizione e in modo artigianale si cercava di capire quale fosse il più adatto o il meno "pericoloso" per le caratteristiche del cliente. Poi l'offerta si è ampliata con la distribuzione dei prodotti di terzi e la creazione dei primi software per la costruzione dei portafogli "efficienti". Quindi l'introduzione della Mifid, che ha rappresentato uno spartiacque per la professione e per l'industria del risparmio, perché ha collocato il cliente al centro del processo di vendita. Oggi il consulente può contare su strumenti evoluti di consulenza finanziaria e patrimoniale anche con il supporto della Sim, della Sgr e della nostra Compagnia di assicurazione. Fondamentale anche avvalersi di un team di professionisti, come la nostra Euromobiliare Corporate Finance, che affianca nella gestione di clienti imprenditori nel passaggio generazionale o nell'acquisizione di società e marchi concorrenti. In generale, è aumentata la complessità e tutto ciò ha portato a una selezione della classe manageriale che ha dovuto coniugare le abilità commerciali con le competenze tecniche, informatiche e legali. Il consulente, oggi, non cerca



nel suo manager soltanto un motivatore, ma una guida efficace in questa complessità».

### **Quali sono le caratteristiche dell'area in cui opera. Ha fatto operazioni, eventi o altre iniziative costruite su misura per l'area in cui opera?**

«Coordino un'area piuttosto vasta, che comprende tre regioni: la Sardegna dove sono basato, la Sicilia e la Calabria. Siamo presenti con due filiali, Cagliari e Palermo, due centri finanziari, Catania e Sassari, tre uffici dei consulenti a Cosenza, Nuoro e Mazara. Nella gestione della Sardegna, l'area più numerosa in termini di risorse umane, mi avvalgo del prezioso supporto del collega Pierre Paul Vacca, che si occupa del reclutamento e coordinamento dei colleghi del centro-nord dell'isola. Mi piace ricordare l'ultimo evento in ordine di tempo, organizzato a Palermo presso il teatro Santa Cecilia: era incentrato sul tema della violenza di genere, con la partecipazione straordinaria della scrittrice Dacia Maraini. La realizzazione dell'evento è stata sostenuta dal contributo della nostra

banca e dei singoli consulenti della Sicilia, mentre i proventi della vendita dei biglietti sono stati interamente devoluti ad alcune onlus attive nel sostegno, morale e materiale, delle donne oggetto di violenza».

### **È soddisfatto della scelta fatta? È contento di avere lasciato la professione di consulente a diretto contatto con il cliente per fare il coordinatore?**

«In realtà non ho mai abbandonato del tutto la gestione diretta dei clienti. All'interno del mio portafoglio vi sono alcune famiglie che seguo da oltre 30 anni, clienti che hanno investito con me i loro primi risparmi e sono oggi professionisti affermati e riconosciuti. Stare a diretto contatto con l'investitore mi ha sempre aiutato nel coordinamento dei colleghi, perché ho ben chiare le difficoltà nella gestione della relazione, in particolare nei momenti di stress come quelli vissuti negli ultimi anni. Credo che un mio punto di forza sia proprio l'affiancamento dei colleghi negli incontri con i clienti più importanti».



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



disponibile su:



# La rendita dovrebbe essere prevedibile anche quando i mercati non lo sono.

Nei mercati incerti di oggi una cosa è certa:  
i rendimenti delle obbligazioni sono più  
elevati.

Investi in un fondo che mira a generare un  
rendimento costante e un apprezzamento  
del capitale senza sacrificare la stabilità.

**PIMCO GIS Income Fund**

**Scopri di più su [pimco.it/income](http://pimco.it/income)** 

Capitale a rischio.

P I M C O

**Comunicazione di marketing dedicata agli investitori professionali.** Questo non è un documento contrattualmente vincolante e la sua emissione non è vincolata da alcuna legge o regolamento dell'Unione Europea o del Regno Unito. **PIMCO Europe GmbH (Società n. 192083) e la filiale italiana di PIMCO Europe GmbH (Società n. 10005170963)** sono autorizzate e regolamentate in Germania dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin). La filiale italiana è inoltre soggetta a vigilanza della CONSOB. Il contenuto non costituisce una raccomandazione, né un'offerta di acquisto o vendita dei Fondi PIMCO Global Investment Series (GIS). I prodotti e i servizi offerti da PIMCO sono destinati unicamente a clienti professionali e non agli investitori individuali. Questo documento si basa su informazioni ottenute da fonti considerate affidabili, ma non comporta responsabilità per PIMCO. Tutti gli investimenti finanziari comportano rischi. I risultati del fondo dipendono dalle condizioni di mercato e dalle tempistiche dell'investimento e possono essere negativi. **Prima della sottoscrizione leggere il Prospetto e il PRIIPs KID disponibili su [www.fundinfo.com](http://www.fundinfo.com) o presso i Collocatori.** PIMCO GIS Income Fund, comparto di PIMCO GIS Funds: Global Investors Series plc è domiciliato in Irlanda. ©2023, PIMCO.