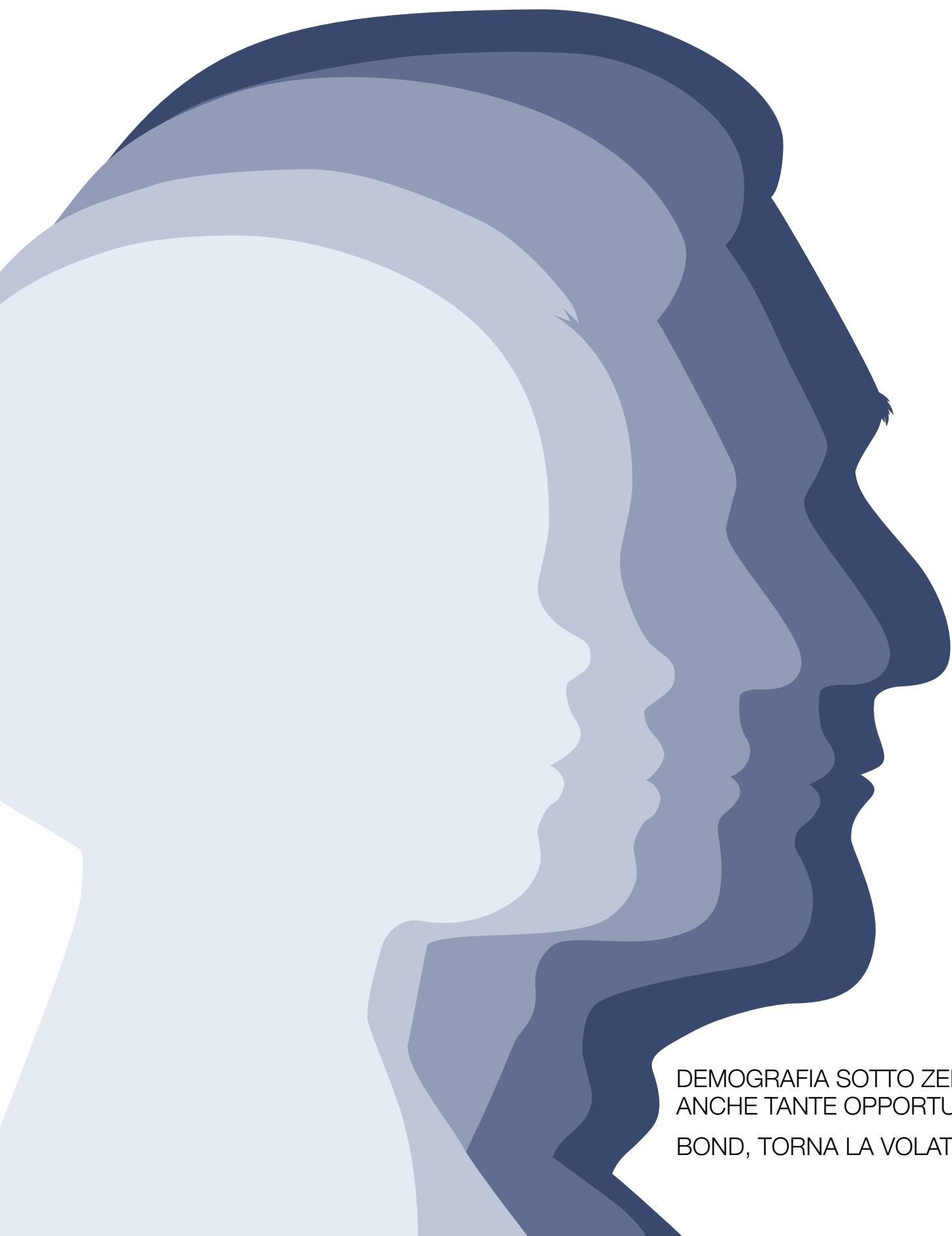


FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 16 - numero 158 - ottobre 2023



DEMOGRAFIA SOTTO ZERO:
ANCHE TANTE OPPORTUNITÀ
BOND, TORNA LA VOLATILITÀ



BANCA
GENERALI
PRIVATE

MAGSANTINI



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 promuovano 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.



ALMENO UNA COSA POSITIVA DALL'INFLAZIONE di Giuseppe Riccardi



È stato uno dei fenomeni più eclatanti nel mondo delle reti nel primo semestre del 2023: il ritorno degli acquisti di titoli di stato da parte degli investitori. Come spiega l'inchiesta di Fondi&Sicav a pag 76, nel portafoglio complessivo delle reti italiane governative e corporate bond sono passati a un peso del 9,7%. Solo sei mesi prima, la percentuale del patrimonio era il 6,7%. Un cambiamento decisamente enorme, se si pensa che è avvenuto in così breve tempo.

Ovviamente, questo dato non è stato visto benissimo dall'insieme delle società di distribuzione di prodotti finanziari, che si sono trovate a fornire un prodotto con contenuti consulenziali ben diversi rispetto ai fondi

comuni e alle gestioni patrimoniali. In pratica, qualche viso lungo, dopo anni di raccolte trionfali, sia sul piano quantitativo, sia su quello qualitativo, si è visto.

In realtà, a mio parere non si tratta di un dato così negativo. Erano ormai anni che si diceva che le somme depositate presso i conti correnti bancari da parte degli italiani erano assurdamente alte. Si parla di quasi 1.400 miliardi affidati agli istituti di credito a remunerazione zero. Una perdita secca di risorse in termini di valore al netto dell'inflazione, specie oggi che il caro vita ha rialzato la testa.

Anche a sentire i manager delle diverse reti, è proprio da questi conti bancari che sono

arrivati gli acquisti di titoli di stato. E in questi termini, probabilmente, si è trattato, dopo anni di inerzia, di una reazione tutto sommato positiva. Per i consulenti, in molti casi, è l'inizio di un rapporto proficuo con clienti che finora sono stati molto defilati e con i quali si potrà stabilire in futuro un dialogo per offrire strumenti finanziari molto più evoluti. Su questa base, si profila un lavoro molto interessante per gli advisor. Tra i tanti danni che ha fatto, l'inflazione ha portato almeno questa cosa positiva!



ISRAELE, FORSE I DANNI PEGGIORI DEVONO ANCORA ARRIVARE di Alessandro Secciani

Al momento di mandare questo giornale in tipografia, è avvenuto l'orribile massacro in Israele. Al di là delle prese di posizione per la morte di centinaia e forse migliaia di vittime innocenti, le prime reazioni dei mercati sono state ovviamente negative, ma tutto sommato contenute, con una crescita dei corsi dei titoli risk free e dell'oro e un non sorprendente rialzo del petrolio. Altrettanto scontata la discesa della maggior parte delle azioni, ma anche in questo caso nulla di eclatante.

A questo punto non resta che guardare

avanti, oltre le frasi fatte e la retorica. Innanzitutto, per ciò che si può vedere in questo momento, non si tratta di un atto di guerra, ma di terrorismo. Un numero molto alto di guerriglieri bene armati e sostenuti da un fortissimo lancio di missili sono entrati in Israele e hanno ucciso e sequestrato tutte le persone che hanno potuto. Molti di essi, al momento, sono tuttora in libertà e potranno probabilmente fare ancora danni. Ma una guerra è qualcosa di ben diverso: richiede un vero esercito capace di fare, per molti giorni, se non mesi, una serie di azioni coordinate e con una strategia di occupazione ben precisa. Non sembra questa la questione: restiamo, almeno se la situazione resterà la stessa di

adesso, nel caso di un gruppo di disperati, sia pure bene addestrati, che ha fatto enormi danni.

Il vero problema a questo punto è politico: il coinvolgimento dell'Iran è evidente e negli ultimi mesi, con la mediazione della Cina, era scoppiata la pace tra Teheran e l'Arabia Saudita, che a sua volta stava andando verso un accordo con Israele. Di tutto ciò rischia di restare un cumulo di rovine, anche perché l'attuale governo di Tel Aviv non si distingue certo per moderazione e pacatezza. Inoltre, ci sarà di risolvere il problema degli ostaggi, che richiederà capacità ben diverse da un banale uso della forza. In conclusione, forse i danni peggiori devono ancora arrivare.

SOMMARIO

Numero 158
ottobre 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 Caviglioli,
Paolo Andrea Gemelli,
Rocki Gialanella, Mark William Lowe,
Fabrizio Pirolli, Pier Tommaso Trastulli,
Emanuela Zini

redazione e pubblicità
Viale San Michele del Carso 1
20144 Milano,
T. 02 320625567

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

stampa
Tatak S.r.l.s.
www.tatak.it

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

immagini usate su licenza di
Shutterstock.com

3 EDITORIALE

6 GEOPOLITICA

Brasile: sviluppi, sfide e il ritorno di Lula

8 OSSERVATORIO ASIA

Tailandia: il cambiamento mancato

10 FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

William Lock, head of international equity team, Morgan Stanley Im
«Puntiamo sulle società compounder»

Claudio Marsala, head of multi asset solutions, Allianz Global Investors
«Multi asset: la risposta a mercati complessi»



14 CRESCITA DEMOGRAFICA SOTTO ZERO, TANTE OPPORTUNITÀ DA COGLIERE

Non solo problemi

34 FINANZA DIGITALE

Un po' di fiatone, dopo anni di corsa

36 JANUS

Obiettivo, ritorno assoluto sul mercato europeo

38 JUPITER AM

Tempo di convertibili

41 OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE

Un settore pronto per un grande cambiamento

45



FOCUS BOND

Fine estate turbolenta per i bond

53 LOMBARD ODIER INVESTMENT MANAGERS

La sostenibilità è un tema industriale

56 OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA

«E tu, che tipo sei?»

58 OSSERVATORIO RISCHIO

Ai, la nuova elettricità

62 LA FINANZA E LA LEGGE

La disciplina per gli Oicvm e per i Fia

65 CONSULENTI&RETI

Antonio Marangi
Finint Private Bank

«Tanta consulenza evoluta, ma non solo»

70 RACCOLTA RISPARMIO GESTITO

Un 2023 in salita

74 INCHIESTA

Raccolta, una valanga di bond

76 EFPA

«Un grande successo per la certificazione Esg»



DALLE NOSTRE RADICI,
NASCE VALORE PER IL VOSTRO FUTURO.



Ph. Vincent Peters | EMPORIO

CREDEM

**EUROMOBILIARE
PRIVATE BANKING**

Brasile: sviluppi, sfide e il ritorno di Lula

a cura di Mark William Lowe

In quello che alcuni osservatori politici hanno definito lo scrutinio più importante del paese da quando è tornata la democrazia, nel ballottaggio delle elezioni presidenziali brasiliane dell'ottobre 2022, oltre il 50% dei circa 158 milioni di cittadini con diritto di voto ha espresso la propria preferenza per il ritorno del già capo dello stato Luiz Inácio Lula da Silva. Nonostante le proteste e le manovre legali, il presidente Jair Bolsonaro è stato costretto a lasciare l'incarico e il 1° gennaio 2023 l'ex leader sindacalista è tornato al potere.

Lula si trova oggi ad affrontare una serie di problemi interni che già conosce bene, tuttavia, in tema di affari internazionali, dal suo ultimo mandato sono cambiati radicalmente diversi scenari geopolitici e geoeconomici. Il nuovo presidente deve affrontare un numero sempre crescente di sfide complesse, tra le quali il ruolo attuale e futuro del Brasile nella comunità allargata dei Brics, ma la sua attenzione principale sarà rivolta a risolvere le questioni interne che sono al centro del futuro sviluppo della nazione.

UN COMPLESSO ARAZZO

Il più grande Paese del Sud America e il quinto del mondo vanta un patrimonio culturale ricco e diversificato, grandi bellezze naturali e abbondanti risorse. Tuttavia, sotto i suoi paesaggi pittoreschi e la sua vibrante cultura si nasconde un complesso arazzo di sfide economiche e sociali che hanno plasmato lo sviluppo della nazione nel corso degli anni. Per com-

prendere l'attuale panorama economico e sociale del paese, è essenziale approfondire la sua storia. Conquistato dal Portogallo nel XVI secolo, durante il periodo coloniale il Brasile è stato uno dei principali protagonisti del commercio globale dello zucchero. La corona portoghese ha sfruttato le sue vaste risorse, principalmente attraverso il lavoro degli schiavi, lasciando un impatto sul tessuto sociale che è durato nel tempo. All'inizio del XIX secolo, il Brasile è diventato una monarchia, per poi trasformarsi in repubblica nel 1889.

Nel corso della sua storia, la nazione ha sperimentato boom e crisi economiche, con il caucciù, il caffè e, più recentemente, il petrolio, che hanno giocato un ruolo fondamentale nel suo sviluppo. Queste fluttuazioni hanno contribuito a creare notevoli disparità nella distribuzione della ricchezza e a livello sociale.

L'economia brasiliana si caratterizza per le sue dimensioni e la sua diversità. Il paese è uno dei maggiori produttori agricoli del mondo, con vaste aree coltivabili, ed è un attore chiave nella produzione globale di beni di base come la soia, la carne bovina e la canna da zucchero. Inoltre, vanta un'ab-

bondanza di risorse naturali, tra le quali minerali, petrolio ed energia idroelettrica.

LO SVILUPPO INDUSTRIALE

Anche il settore industriale è cresciuto in modo significativo nel corso degli anni, con particolare attenzione per le industrie manifatturiere, automobilistiche e

Lula deve affrontare un numero sempre crescente di sfide complesse, tra le quali il ruolo attuale e futuro del Brasile nella comunità allargata dei Brics, ma la sua attenzione principale sarà rivolta a risolvere le questioni interne che sono al centro del futuro sviluppo della nazione

aerospaziali. Tuttavia, l'economia carioca non è priva di incognite. È stata segnata da alti livelli di corruzione e da complesse normative fiscali e burocratiche che possono ostacolare la crescita delle imprese e gli investimenti stranieri. Uno dei problemi più significativi è il deficit fiscale, che ha portato a un aumento del debito pubblico. Il Paese ha faticato a gestire il proprio bilancio, viste le pressioni inflazionistiche e l'instabilità economica. Inoltre,

negli ultimi anni la valuta brasiliana, il real, ha subito un deprezzamento che ha avuto un impatto sul commercio internazionale.

IL CONTESTO SOCIALE

Il contesto sociale del Brasile è un mosaico di diversità, che riflette il ricco mix di popolazioni indigene, europee, africane e immigrati da tutto il mondo. Questo melting pot culturale ha dato origine a una società vibrante e dinamica, caratterizzata dall'amore per la musica, la danza e i festival. Tuttavia, nonostante la sua ricchezza culturale, il paese deve affrontare gravi difficoltà sociali. La disuguaglianza di reddito rimane un problema persistente, con un piccolo segmento della popolazione che controlla una parte significativa della ricchezza. L'eredità della schiavitù e lo sfruttamento delle comunità indigene continuano a gettare lunghe ombre sulla società brasiliana.

L'istruzione è un altro settore in cui il Brasile è alle prese con le disuguaglianze. Sebbene vantando prestigiose università e validi istituti di ricerca, un'ampia fetta della popolazione non ha accesso a una scuola di qualità, soprattutto nelle aree rurali. Questo divario educativo esacerba le disuguaglianze sociali e ostacola la mobilità economica.

Un'altra preoccupazione è rappresentata dall'assistenza sanitaria, con pesanti disparità di accesso ai servizi medici tra aree urbane e rurali. Il sistema sanitario deve riuscire a fornire cure adeguate a tutta la popolazione, combattendo le disuguaglianze sanitarie.

LE SFIDE E LE POTENZIALITÀ

L'economia e la società brasiliane devono affrontare una moltitudine di difficoltà, ma possiedono anche un immenso potenziale di crescita e sviluppo. In termini di diversificazione economica, il Brasile può sfruttare le sue vaste risorse naturali e potenzialità agricole per differenziare la sua economia. Concentrandosi sull'agricoltura a valore aggiunto, sull'energia rinnovabile e sull'industria tecnologica, può contribuire a ridurre la sua dipendenza dalle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime.

Lo sviluppo delle infrastrutture rimane una questione chiave: gli investimenti nei trasporti, nella logistica, nell'energia, nelle telecomunicazioni e nell'accesso alla banda larga sono tutti fondamentali per promuovere la crescita economica e ridurre le disparità regionali. Progetti come la ferrovia transcontinentale e l'espansione della rete a

banda larga possono collegare aree remote e stimolare l'attività economica.

Per quanto riguarda l'istruzione e lo sviluppo della forza lavoro, dare priorità all'educazione scolastica e alla crescita delle competenze è essenziale per colmare i divari sociali ed economici. Gli investimenti in un'istruzione di qualità, nella formazione professionale e nell'apprendimento permanente, possono mettere i brasiliani in condizione di partecipare a un'economia moderna e basata sulla conoscenza, un obiettivo che è stato prioritario sin dalla fine degli anni '90, ma che non è ancora stato realizzato.

Le iniziative per promuovere l'inclusione sociale e ridurre le disuguaglianze devono essere in primo piano nell'agenda del Brasile. Ciò include le riforme fondiari, le politiche di sostegno alle comunità indigene e gli sforzi per ridurre le disparità razziali.

Le vaste foreste pluviali e la biodiversità del paese sono tesori globali. È fondamentale bilanciare lo sviluppo economico con la conservazione dell'ambiente. Pratiche agricole sostenibili, un'applicazione più rigorosa

delle norme ambientali e investimenti nelle energie rinnovabili possono contribuire a proteggere le risorse naturali della nazione.

CONCLUSIONI

L'economia e la società brasiliane sono connesse intrinsecamente, plasmate da una complessa storia di sfruttamento, fluttuazioni economiche e disparità sociali. Sebbene la nazione debba affrontare sfide formidabili, le sue vaste risorse, la sua ricchezza culturale e il suo potenziale umano aprono la strada a un futuro più luminoso.

Affrontando questioni come la disuguaglianza di reddito, l'istruzione, le infrastrutture e la conservazione dell'ambiente, il Brasile può sfruttare i suoi punti di forza e liberare il suo potenziale per una crescita economica e uno sviluppo sociale sostenibili.

Le questioni che il presidente Lula dovrà affrontare e risolvere determineranno il futuro del paese, nel quale una parte considerevole del suo elettorato vorrebbe vedere il Brasile ridefinire il proprio ruolo sulla scena globale ed emergere come potenza del Sud.



Tailandia: il cambiamento mancato

a cura di **Pinuccia Parini**

Lo scorso maggio, in Thailandia, le elezioni hanno portato un'importante novità: la vittoria del Move Forward Party, formazione progressista succeduta al Future Forward Party, ha segnato una cesura dopo nove anni di potere militare nel paese. Il partito che ha ricevuto il maggiore consenso ha sconvolto le previsioni che vedevano favorito il Pheu Thai, formazione di centro-destra la cui candidata era la figlia dall'ex primo ministro Thaksin Shinawatra, Paetongtarn Shinawatra. Guidato da Pita Limjaroenrat, giovane politico e dirigente d'azienda, il Move Forward ha conseguito, indubbiamente, un risultato significativo che avrebbe potuto porre fine alla diarchia tra due forze politiche che si sono contrapposte per anni in Thailandia: da un lato, i militari e la monarchia, dall'altro, quella rappresentata dal milionario Thaksin Shinawatra.

Ma così non è stato. Dopo avere trovato le alleanze per formare una coalizione, con l'obiettivo di riformare istituzionalmente e costituzionalmente il paese, Pita Limjaroenrat è stato sconfitto dal voto del senato. Infatti, la costituzione, approvata nel 2017, prevede che sia compito delle gerarchie militari nominare tutti i 250 membri della camera alta chiamati a decidere, insieme a 500 deputati, il primo ministro.

Nella prima votazione, avvenuta il 13 luglio, la nomina del leader delle opposizioni è stata respinta e il 19 dello stesso mese, non si è nemmeno svolta la seconda, come era atteso. Il partito, che aveva guadagnato il 38% dei consensi, è finito così in un angolo, con il suo leader sospeso temporaneamente dal suo ruolo di deputato dalla Corte costituzionale, perché accusato di possedere quote di una

rete televisiva, circostanza che è contraria al regolamento elettorale. Un'accusa, quest'ultima, che non gli avrebbe comunque impedito di diventare primo ministro. Ciò che non era ipotizzabile, cioè che ci fosse un sovvertimento della volontà popolare, è avvenuto, ponendo così fine alle speranze di cambiamento di coloro che, soprattutto tra i giovani, avevano manifestato nelle strade della capitale nel 2020-2021.

IL NUOVO PRIMO MINISTRO

Il 21 agosto il partito di centrodestra Pheu Thai, che aveva ottenuto il 28% dei voti alle elezioni di maggio e deciso di allearsi con il Move Forward, ha annunciato di volere formare una nuova coalizione con cui potere formare l'esecutivo. Vi partecipano anche alcuni partiti vicini ai vertici militari e tra essi ce n'è uno il cui candidato alla corsa elettorale era stato il primo ministro uscente ed ex generale Prayuth Chan-ocha. Il nuovo nome per la carica di capo dell'esecutivo è stato Srettha Thavisin, un magnate del settore immobiliare.

LE PROMESSE ELETTORALI

Molto vicino a Thaksin Shinawatra, sembra benvenuto dalla comunità imprenditoriale thailandese. Srettha ha fatto una campagna elettorale con promesse di stimolo economico, giustizia sociale e buon governo, dichiarando che le sue priorità nei primi 100 giorni di governo sarebbero state affrontare l'aumento

del costo della vita, porre fine alla coscrizione militare obbligatoria, garantire l'uguaglianza

 **L'economia thailandese, in base alle stime della Banca centrale (31 maggio), è attesa in crescita del 3,6% per il 2023 e del 3,8% per il 2024, con l'inflazione in discesa rispettivamente al 2,5% e al 2,4% dal 6,1% del 2022** 

matrimoniale per le coppie omosessuali e redigere una nuova costituzione che rappresenti la volontà del popolo. Il 22 agosto Srettha Thavisin è stato nominato primo ministro e il destino ha voluto che la sua elezione sia avvenuta nello stesso giorno in cui il fondatore del Pheu Thai e divisivo ex primo ministro Thaksin Shinawatra è ritornato nel paese dopo oltre 15 anni di esilio autoimposto.

IL PROGRAMMA DEL GOVERNO

Lo scorso 11 settembre Srettha Thavisin ha presentato il piano del suo esecutivo all'Assemblea nazionale. Nel breve periodo, la priorità è incrementare le entrate del turismo con una facilitazione nel rilascio dei visti e l'esenzione dalle tasse per i viaggiatori provenienti da determinati paesi. Sono stati poi toccati più aspetti, dalla politica estera a quella economica, dagli investimenti alle riforme. Tra queste ultime, il nuovo premier ha anche promesso di discutere su un possibile refe-

rendum che inviti i cittadini a partecipare alla definizione di una costituzione «più democratica», senza però permettere emendamenti che riguardino la monarchia. Ha parlato anche di promuovere leggi a sostegno dei diritti e dell'uguaglianza delle persone Lgbtq, senza chiarire quali, di sostituire la coscrizione militare con il servizio volontario a partire dal prossimo anno e di ridurre il numero di ufficiali di alto rango.

PESA IL CARO VITA

Da un punto di vista economico, sono state reiterate le promesse del Pheu Thai durante la campagna elettorale, tra le quali un'elargizione di 10.000 baht (280 dollari) ai portafogli digitali di tutti i thailandesi dai 16 anni in su per stimolare i consumi in un contesto dove il caro vita sta pesando. È stato toccato anche il tema del salario minimo, auspicandone un adeguamento all'interno di una proiezione di crescita economica del 5% medio nell'arco di quattro anni. Shretta ha riconfermato l'impegno del partito sulla moratoria condizionale del debito per gli agricoltori. Non sono state precisate le misure, ma il problema dell'indebitamento delle famiglie è molto sentito, tanto che la stessa Banca centrale della Thailandia, lo scorso febbraio, ha sottolineato quanto sia importante che non vada oltre l'80% del Pil (cosa che è già avvenuta), «un livello considerato critico che potrebbe avere un impatto negativo sulla crescita economica e sulla stabilità finanziaria e rischia di trasformarsi in un problema sociale ancora più difficile da affrontare». Il primo ministro ha parlato anche di riduzione dei costi dell'energia e di riorganizzazione del consumo, con l'introduzione di fonti rinnovabili e pulite. Non sono emerse particolari novità sulla politica estera, mentre ha parlato di una diplomazia proattiva per aprire nuovi mercati e promuovere politiche di libero scambio.

LO STATO DELL'ECONOMIA

Nel frattempo, l'economia thailandese, in base alle stime della Banca centrale (31 maggio), è attesa in crescita del 3,6% per il 2023 e del 3,8% per il 2024, con l'inflazione in discesa rispettivamente al 2,5% e al 2,4% dal 6,1% del 2022. Più ottimista, invece, la Banca Mondiale che prevede un'accelerazione al 3,9% nel 2023, grazie a una domanda più forte del previsto da parte di Cina, Europa e Stati Uniti, all'incremento dei consumi privati e alla ripresa del turismo. Secondo il rapporto, l'aumento del



Pil nel 2024 dovrebbe ridursi al 3,6% e al 3,4% nel 2025. Le proiezioni per il 2023 sono state riviste al rialzo dello 0,3% rispetto ad aprile. Tuttavia, l'indebolimento della domanda nelle maggiori economie avanzate si ripercuoterà negativamente sulle esportazioni e i consumi, dopo la forte ripresa del 2022, saranno meno forti, pur rimanendo solidi. La Banca Mondiale stima che gli investimenti pubblici potrebbero rallentare a causa dei tempi lunghi necessari alla formazione del nuovo governo, anche se va detto, per onor di cronaca, che il commento è stato fatto prima che si trovasse una convergenza per la nomina del nuovo premier. Il turismo e i consumi saranno i due motori che guideranno il Pil, sia nel 2024, sia nel 2025, e dovrebbero permettere alle partite correnti, quest'anno, di tornare in territorio positivo. Il saldo della bilancia commerciale, nonostante le più deboli esportazioni, dovrebbe rafforzarsi grazie alle minori importazioni e anche il saldo delle partite correnti dovrebbe tornare positivo. Nel 2023 l'inflazione è attesa in calo al 2%, favorita dall'allentamento dei prezzi energetici globali e dai tetti sul prezzo, anche se l'inflazione di fondo è rimasta più alta rispetto a prima della pandemia.

IL DEBITO PUBBLICO

Il debito pubblico, per la maggior parte in valuta locale, dovrebbe raggiungere un picco leggermente superiore al 60% nel medio termine e rimanere sostenibile.

Nonostante la recente ripresa, è improbabile che il livello di produzione torni al corso pre-pandemia e si prevede che rimanga al di sotto del potenziale dal 2023 al 2025. Per la World Bank le sfide strutturali, come l'invecchiamento della popolazione, il cambiamento climatico, il basso livello di investimenti di capitale, il calo della competitività delle esportazioni e l'elevato indebitamento delle famiglie possono limitare ulteriormente lo sviluppo potenziale. Anche con i miglioramenti che si sono manifestati, i rischi per la Thailandia rimangono al ribasso, poiché la crescita globale più debole del previsto e l'incertezza politica rappresentano sfide fondamentali per le prospettive a breve termine.

La Thailandia ha finalmente un governo e la notizia è positiva per il paese, ma lascia forse un po' di amaro in bocca. Il Pheu Thai ha rotto l'alleanza con il Move Forward, accettando così di governare in un contesto in cui la presenza militare è ancora molto forte. L'ex premier Thaksin, accusato di corruzione, ha visto ridotta la sua pena da otto a un anno. Quale equilibrio si creerà tra il partito dell'ex magnate delle telecomunicazioni e le gerarchie dell'esercito non è ancora chiaro, ma potrebbe, con il tempo, diventare fonte di instabilità. Rimane il fatto che il partito che aveva ottenuto il 38% dei consensi è ora all'opposizione.

WILLIAM LOCK

HEAD OF INTERNATIONAL EQUITY TEAM
MORGAN STANLEY IM

Puntiamo sulle società compounder

a cura di Pinuccia Parini

I corsi positivi dei mercati azionari hanno scontato la fine dei rialzi dei tassi d'interesse?

«In qualità di investitori bottom-up, non abbiamo la pretesa di fornire particolari indicazioni macroeconomiche. Possiamo però affermare che il pieno impatto dell'aumento dei tassi di interesse di 400-500 punti base in soli 18 mesi richiederà tempo per manifestarsi. Negli ultimi 30 anni, ai forti rialzi dei tassi negli Stati Uniti sono generalmente seguiti periodi di recessione a partire da 12-18 mesi dopo il picco dei tassi decennali, massimo che è stato raggiunto all'inizio di quest'anno. I mercati azionari, come li abbiamo osser-

vati nella prima metà del 2023, sostenuti da multipli e marginalità elevati, prezzano uno scenario ottimistico nel quale la resa dei conti non è stata solo rinviata, ma in qualche modo evitata del tutto».

Guardando alle valutazioni, quali mercati ritenete più attraenti?

«I mercati appaiono tesi, con il multiplo degli utili prospettici dell'indice Msci World a 17x a fine giugno, un livello mai raggiunto tra il 2003 e il 2019, mentre quello del settore It a 27,4x si avvicina in modo preoccupante ai massimi dell'era Covid. Non partiamo da una visione specifica di un paese o di un mercato, ma ci



concentriamo sui fondamentali di società di livello mondiale. La nostra view è che ci sono due modi per perdere denaro nel comparto azionario: o si riducono gli utili, o si riducono i multipli. Cerchiamo di evitare la distruzione permanente del capitale concentrandoci su società di alta qualità, prezzate correttamente e con una buona tenuta dei profitti, evitando di essere coinvolti in bolle speculative».

In termini di aspettative sugli utili, gli investitori sono troppo ottimisti?

«L'elevato multiplo dell'Msci World a fine giugno si basa sul picco degli utili, con margini Ebit attesi vicini ai massimi storici e gli earning di consenso che si prevedono piatti quest'anno, prima di aumentare del 10% nel 2024, nonostante le preoccupazioni per una potenziale recessione. A nostro avviso, la possibilità che quest'ultima avvenga non è contemplata nelle aspettative di rendimento odierne o negli attuali multipli di mercato. Riteniamo che il mondo sia asimmetrico e che i ribassi degli utili nei periodi di crisi siano di gran lunga superiori ai rialzi nei periodi di prosperità».

L'S&P è stato guidato da sette nomi. Pensa che ci sia una bolla nel mercato?

«L'euforia per le promesse dell'intelligenza artificiale generativa ha dato nuova linfa alle grandi aziende tecnologiche. Il suo impatto rimane ambiguo; le elevate aspettative di guadagno comportano un rischio potenziale per le valutazioni se l'attuale entusiasmo si dissipa o se le aspettative di guadagno non vengono soddisfatte. Poiché i mercati spesso enfatizzano eccessivamente i fattori di breve termine, è bene ricordare che i prezzi delle azioni possono non riflettere il valore intrinseco di lungo termine di una società. Miriamo a gestire questo rischio legato agli utili concentrandoci su società di alta qualità a prezzi ragionevoli e in grado di crescere nel lungo termine in modo costante a elevati rendimenti sul capitale operativo».

L'intelligenza artificiale sta suscitando molto interesse, ma ciò non significa investire solo in titoli tecnologici. Qual è la sua opinione in merito?

«Riteniamo che l'Ai offra opportunità per un'ampia gamma di aziende, soprattutto in termini di riduzione dei costi, grazie all'automazione dei processi esistenti e alla creazione di valore, in quanto le imprese dovrebbero essere in grado di migliorare la qualità dei loro servizi e prodotti. In particolare, coloro che dispongono di ampi set di dati proprietari in determinati settori potrebbero essere in grado di utilizzare l'Ai per eseguire analisi più efficaci ed efficienti. I primi vincitori di questa prima fase dell'intelligenza artificiale sono stati i fornitori di semiconduttori e gli "hyperscaler" (fornitori di servizi di cloud computing), responsabili dell'infrastruttura necessaria per l'implementazione dell'Ai generativa. Ne hanno beneficiato anche coloro che offrono servizi di Ai ai clienti. A nostro avviso, i vincitori a lungo termine saranno le aziende ricche di dati con pricing power. Ci concentriamo anche su come il cambiamento possa influire negativamente sulle imprese, ad esempio sul rischio dell'automazione dei clienti, un potenziale svantaggio se il modello di un'azienda dipende dalla fornitura di servizi che vengono automatizzati. Importanti da osservare anche i rischi legali e normativi, in particolare per quanto riguarda i brevetti e i diritti d'autore, i disorientamenti del mercato e i potenziali algoritmi discriminatori "black-box"».

Prevede una maggiore dispersione nel mercato?

«Gli eventi e i mercati mondiali sono altamente imprevedibili. Pochi avrebbero potuto immaginare una pandemia globale, gli interventi straordinari dei governi, il crollo e la successiva esuberanza del mercato sulla scia dello sviluppo e del lancio dei vaccini. Meno ancora avrebbero potuto predire gli shock di approvvigionamento di cibo ed energia dovuti all'invasione russa dell'Ucraina e il declino del mercato nei mesi successivi, seguito dal boom dell'Ai nella prima metà del 2023. In un mondo altamente imprevedibile, caratterizzato da multipli elevati basati su livelli di utile che potrebbero essere insostenibili, riteniamo che sia ragionevole possedere un portafoglio di società "compounders" prevedibili e di altissima qualità con un pricing power superiore».

Lei è un convinto sostenitore dell'approccio legato al compounding degli investimenti. Può

spiegare meglio? Può fornire un esempio del suo processo di investimento?

«Non pretendiamo dalle società una crescita eccessiva, ma cerchiamo uno sviluppo costante e ragionevole che possa essere sostenuto con rendimenti elevati per molti anni. Ad esempio, un'azienda che cresce del 4% all'anno, aggiungendo un altro 1% alla crescita degli utili grazie al miglioramento progressivo dei margini, unitamente a un rendimento del free cash flow di circa il 5%, dovrebbe avere un apprezzamento vicino al 10% nel tempo. La "Regola del 72" suggerisce che ciò si traduce in un raddoppio del capitale ogni sette anni. Un leader globale nei servizi di consulenza tecnologica è un esempio convincente di compounding affidabile, con un aumento degli utili per azione in dollari dell'11% all'anno nell'ultimo decennio, grazie al costante incremento organico delle vendite, alla crescita dei margini e all'allocazione del capitale, tramite M&A e buyback».

In uno scenario in cui l'inflazione tarda a scendere al livello auspicato dalle banche centrali, le aziende che determinano i prezzi sono la scelta giusta in cui investire?

«A nostro avviso, le società di qualità più elevata dovrebbero continuare a registrare ottime performance in un contesto inflazionistico. In primo luogo, l'inflazione comporterà per le aziende l'aumento dei costi di produzione, il che potrebbe fare aumentare il vantaggio di chi riesce a trasferire i costi ai clienti. In secondo luogo, ciò richiederà un intervento più frequente da parte dei governi per tenere sotto controllo l'andamento dei prezzi al consumo, provocando cicli economici più brevi. In un mondo di frequenti recessioni, i ricavi ricorrenti delle società compounder rappresenterebbero una fonte ancora più preziosa di stabilità degli utili. La storia suggerisce che potrebbe essere giunto il momento di ripensare i tradizionali modelli di asset allocation. L'inflazione potrebbe erodere nel tempo i rendimenti reali delle obbligazioni, rendendole meno interessanti rispetto alle azioni di qualità superiore, che offrono una protezione dai ribassi di tipo obbligazionario con rendimenti azionari interessanti su periodi più lunghi».

CLAUDIO MARSALA

HEAD OF MULTI ASSET SOLUTIONS
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

Multi asset: la risposta a mercati complessi

a cura di Pinuccia Parini



Qual è la sua lettura dell'attuale situazione economica?

«Siamo in una fase avanzata di fine ciclo economico, che presenta però caratterizzazioni diverse rispetto a quanto avvenuto in passato. Le ragioni di ciò sono da ricercare, sostanzialmente, in due elementi. Il primo è che la fase post Covid non è ancora pienamente conclusa, perché da un punto di vista economico ci sono ancora alcuni strascichi persistenti: l'inflazione, le strutture produttive non completamente normalizzate, ripetuti cambi di composizione nella domanda di beni e servizi. Il secondo è legato alla deglobalizzazione e desincronizzazione dei mercati, ascrivibile in parte al Covid, ma con chiare connotazioni politiche e geopolitiche».

Potrebbe argomentare quest'ultimo aspetto?

«Nello specifico, c'è il blocco degli Usa, dove l'economia è stata più forte delle attese, sostenuta dai consumi e con un mercato del lavoro molto solido. La forza dell'economia, però, dovrebbe spingere la Fed a tenere i tassi a un livello elevato più a lungo e avere così diversi effetti sull'attività del paese. C'è poi il blocco Europa-Cina, che è molto più debole, ma per ragioni differenti. Il Dragone soffre per la crisi del mercato immobiliare, una componente importante del Pil della nazione e del risparmio privato, che ha causato una riduzione della propensione al consumo delle famiglie. A ciò si somma una serie di fattori strutturali. È indubbio che la ripresa post riapertura del paese è stata deludente».

E per quanto riguarda l'Europa?

«Anche l'Europa mostra qualche segno di fragilità: il settore manifatturiero è in crisi e i principali indicatori economici sono in rallentamento. Pur avendo adottato politiche fiscali e monetarie espansive, l'aumento dei costi di produzione ascrivibile all'incremento delle materie prime e al costo dell'energia e la contenuta ripresa economica cinese hanno

avuto una ricaduta negativa sulle esportazioni, motore di crescita del Vecchio continente. Inoltre, non va dimenticato, l'inflazione sembra più vischiosa in Europa di quanto non lo sia negli Usa. Il Giappone è poi un altro caso ancora: il Paese sta crescendo, beneficiando ancora di un effetto di rilancio post Covid, di politiche monetarie accomodanti e di una rinnovata competitività internazionale. Nel Sol Levante, però, a differenza delle altre aree geografiche menzionate, l'inflazione sta riprendendo e ciò potrebbe portare cambiamenti da parte della BoJ».

La forte correlazione tra equity e bond nel 2022 ha penalizzato gli investitori. Cosa vi attendete per il 2023?

«Il 2022 ha cambiato le carte in tavola: dopo anni di tassi al ribasso, c'è stato un miniciclo di inversione tipico dei periodi inflativi. Nonostante sia stato uno shock per il mercato, non è stato un elemento completamente nuovo, perché già negli anni '70 c'erano stati fenomeni simili con correlazioni positive tra azioni e obbligazioni. Lo scorso anno, gli unici strumenti di difesa di un portafoglio sono stati il dollaro e il petrolio, non sufficienti per generare una performance positiva. Nel 2023, si è vista continuare l'oscillazione della correlazione tra le due asset class che ha alternato fasi negative e positive. La differenza, rispetto al 2022, è che allora si partiva da livelli prossimi allo zero e, quindi, il cosiddetto effetto carry era nullo. Oggi siamo a tassi positivi che consentono di generare redditività e la prospettiva è migliore, perché riteniamo che un potenziale rallentamento economico potrebbe essere efficacemente affrontato con una distensione delle politiche monetarie, che dovrebbero favorire le obbligazioni sulle quali abbiamo una visione positiva. In tale contesto, crediamo che la correlazione tra equity e bond potrebbe ritornare a essere negativa».

Dall'inizio dell'anno, però, l'equity ha fatto meglio dei bond come performance assoluta. Come lo spiega?

«All'inizio dell'anno i tassi avevano già iniziato a scendere in attesa di un indebolimento dell'economia, soprattutto negli Usa, che poi non c'è stato, ma che ha permesso un rally del mercato azionario. Inoltre, gli utili aziendali sono stati anche migliori delle attese, perché i consumi sono stati superiori alle previsioni. A ciò si è affiancato il fenomeno dell'intelligenza artificiale come nuovo driver di mercato in

cui pochi titoli hanno spinto al rialzo gli indici di borsa».

Vale sempre l'importanza della diversificazione?

«Certamente, però ci sono fasi di mercato in cui cercare la diversificazione con soluzioni tradizionali è estremamente difficile e questo è il motivo per cui nell'industria finanziaria esistono i prodotti alternativi che, tendenzialmente, hanno fatto bene nel 2022. Il problema è che si tratta di strumenti finanziari che, nel portafoglio medio, non sempre sono presenti perché, essendo a bassa correlazione, presentano caratteristiche specifiche che l'investitore non solo deve conoscere, ma essere pronto ad affrontarne le dinamiche: si tratta, infatti, di diversificare le strategie di investimento».

Che cosa pensa delle valutazioni delle diverse asset class?

«In generale siamo difensivi sul mercato azionario, anche perché riteniamo che le valutazioni negli Usa siano abbastanza ricche, sensibili quindi a una potenziale correzione nel caso di una recessione. Il mercato europeo, da questo punto di vista, sembra in una situazione relativamente favorevole, ma l'economia si presenta più vulnerabile. Sul Giappone, invece, siamo positivi per le motivazioni addotte in precedenza. In merito al mercato obbligazionario, siamo tendenzialmente positivi, perché il ciclo di rialzi potrebbe impattare la crescita e portare a una normalizzazione dei tassi d'interesse e, magari, nel corso del 2024, anche a politiche leggermente più accomodanti. Continuiamo a preferire i governativi e il credito Ig a strumenti ad alto rendimento».

Qual è il processo con cui costruite un portafoglio multi asset?

«In generale il nostro processo di investi-

mento è globale: i driver di costruzione del portafoglio sono simili anche in team localizzati in differenti aree geografiche. Abbiamo due componenti: sistematica e quantitativa. Per la prima, misuriamo la formazione di trend nei prezzi delle attività finanziarie e tendiamo ad avere un posizionamento più ampio su quelle che hanno un andamento positivo o più forte che negli altri mercati, mentre riduciamo l'esposizione a quelle con un corso negativo o meno forte. Parlando, invece, della componente quantitativa, utilizziamo un processo fondamentale il cui output è quello descritto in termini di visione dei mercati attraverso un processo molto strutturato. C'è, infatti, un comitato investimenti che è responsabile delle decisioni di natura fondamentale. Esso è corredato da una serie di gruppi d'esperti specializzati nelle singole asset class che elaborano le proprie proposte, discusse ed eventualmente implementate, all'interno dell'intero portafoglio multi asset, su decisione del comitato d'investimento. Ci sono poi diverse tipologie di prodotti multi asset, tra i quali, ad esempio, i fondi Allianz Dmas Sri (Allianz Dynamic Multi Asset Strategy Sri 15-50-75), che hanno la particolarità di avere una gestione attiva dell'asset allocation. Sono soluzioni globali che possono investire in modo ampiamente diversificato sull'equity e fare scelte di duration e in asset class satellite in modo flessibile e, quindi, sono pienamente attive».

Perché investire in un fondo multi asset?

«Siamo dinanzi a mercati particolarmente complessi, con tanti rischi ancora in essere. Il prodotto multi asset consente di avere un punto di accesso a un portafoglio diversificato con una gestione attiva dell'asset allocation».



Non solo problemi

di Boris Secciani



L'intero mondo sta ormai invecchiando e oggi sono i paesi del Far East che presentano i numeri più bassi di nascite sul pianeta, non l'occidente. Anche l'Africa sub-sahariana sta mostrando segnali di declino. Si sta entrando nell'era della terza età di massa. Il cambiamento oggi dirompente è la presenza in continua espansione dell'Homo sapiens sulla Terra, grazie al crollo della mortalità. Tutto ciò avrà conseguenze importanti sui mercati

Il quadro attuale di generale invecchiamento della popolazione non ha precedenti nella storia. Già da decenni il problema è entrato a fare parte del dibattito pubblico, ma, da qualche anno a questa parte, lo scenario prospettico più probabile ha subito un'ulteriore variazione. Infatti, fino al recente passato, essenzialmente la ricerca sugli effetti del cambiamento demografico era limitata ai paesi occidentali e al Giappone e, soprattutto, era concentrata sui problemi di tenuta dei sistemi pensionistici e sul calo della domanda per i consumi. Recentemente, il discorso si è però allargato: da una parte, è esplosa la paura di un'inflazione sistematicamente più alta a causa della

ridotta offerta di lavoro, dall'altra, appare ormai evidente che l'intero mondo, o quasi, sta invecchiando e non solo alcune economie ricche da tempo. Infatti, allo stato attuale circa i due terzi della popolazione del pianeta vivono in nazioni che complessivamente presentano un tasso di fertilità inferiore a 2,1 figli per donna, il livello ritenuto necessario per mantenere costante il numero di abitanti sul lungo periodo. Oggi sono le realtà di nuova industrializzazione del Far East (ad esempio, Corea del sud, Taiwan e la stessa Cina), e non l'occidente, a presentare i numeri più bassi di nascite nel mondo. Al contempo, diversi emergenti, e taluni caratterizzati tuttora da Pil pro capite modesti, sono già entrati in un clima di inverno demografico. Persino l'Africa sub-sahariana, a lungo individuata come epicentro di una crescita demografica incontrollabile, sta mostrando chiari segni di declino da questo punto di vista.

È poi interessante notare che una delle economie giovani per eccellenza, gli Stati Uniti, nonostante le masse in verde età di immigrati, si trova oggi alle soglie dello status di super-aged, ossia essere caratterizzati da una popolazione in cui almeno il 20% ha 65 o più anni. Interessante, al riguardo, appare questa nota di **Amundi**, che identifica una data (vici-

na) per il momento in cui questa transizione sarà avvenuta negli Usa: «Entro il 2030 ogni baby boomer avrà 65 anni o più, il che significa che negli Stati Uniti un cittadino su cinque avrà l'età per andare in pensione».

Dunque, anche la super-dinamica terra delle opportunità fra pochissimo si troverà in un quadro relativamente simile a quello di sistemi considerati asfittici, come Italia e Spagna. Potremmo perciò identificare l'era che si sta schiudendo come quella della terza età di massa. Una fase che però, probabilmente, sarà molto diversa da come immaginavamo il mondo solo qualche anno fa.

UN DECLINO PER TUTTI

Molto interessante, al riguardo, è l'analisi riportata da **Hans-Jörg Naumer**, director, global capital markets & thematic research di **Allianz Global Investors**, che sottolinea due cause alla radice di ciò che è successo nella contemporaneità post-moderna: «Attualmente la Terra è la dimora di 8 miliardi di esseri umani. Questa cifra era 6 miliardi all'inizio del millennio, mentre fino agli anni '70 si fluttuava intorno a 3,5. La popolazione complessiva ha passato per la prima volta la soglia di un miliardo all'inizio del diciannovesimo secolo. Oggi, però, gli sviluppi demografici dipendono



da due specifici fattori: innanzitutto il numero di figli nati vivi per donna è calato dappertutto e, secondo le proiezio-

ni dell'Onu, questo declino continuerà in tutte le aree del pianeta. In secondo luogo, la speranza di vita continua ad aumentare. Un bambino nato negli anni '50, in media, poteva sperare di sopravvivere fino a 46,5 anni: nel 2022 questa grandezza è salita fino a 71,5. E il trend è orientato verso futuri rialzi».

SEGNII DEL PROGRESSO

Il cambiamento oggi dirompente è dunque dovuto al fatto di avere una presenza dell'Homo sapiens sulla Terra in continua espansione, grazie però esclusivamente al crollo drammatico della mortalità e all'allungamento della speranza di vita. Se, infatti, i tassi di fertilità prevalenti si accompagnassero alla mortalità degli anni '50 in ogni area del globo, probabilmente saremmo già entrati in una fase di declino demografico globale. Di conseguenza, ancora per molto le nostre fila si ingrosseranno, con però sempre meno bambini, adolescenti e giovani. Appare a questo punto quasi pleonastico sottolineare che le conseguenze economiche e sui mercati saranno enormi. Il sistema dovrà



Oggi gli sviluppi demografici dipendono da due specifici fattori: innanzitutto il numero di figli nati vivi per donna è calato dappertutto e, secondo le proiezioni dell'Onu, questo declino continuerà in tutte le aree del pianeta. In secondo luogo, la speranza di vita continua ad aumentare. Un bambino nato negli anni '50, in media, poteva sperare di sopravvivere fino a 46,5 anni: nel 2022 questa grandezza è salita fino a 71,5. E il trend è orientato verso futuri rialzi



HANS-JÖRG NAUMER
director, global capital markets
& thematic research
Allianz Global Investors



coinvolgere qualcosa come 2 miliardi di ultrasessantenni entro il 2050 nella produzione e nei consumi. Sarebbe perciò sbagliato attaccarsi a soluzioni e a visioni del passato. Interessante da questo punto di vista appare l'intervento di **Katharine Neiss**, chief european economist di **Pgim Fixed Income**: «Il cambiamento demografico associato all'invecchiamento della popolazione e al calo delle nascite è un problema che brucia lentamente, ma che sta attirando sempre più l'attenzione. In genere viene descritto come una "bomba a orologeria", in quanto il mondo si sta dirigendo verso un "destino di declino demografico". Ma è davvero così grave e, se lo è, che cosa si può fare? È

importante mettere in prospettiva il cambiamento demografico, che sta avvenendo perché le persone vivono più a lungo, in modo più sano e possono scegliere le dimensioni della famiglia. Questi sono segni del progresso umano e non il risultato di una sorta di scenario disastroso. Detto ciò, i mutamenti pongono sfide politiche che richiedono compromessi politicamente impegnativi».

NON È SOLO UN PROBLEMA

Ciò che va infatti modificato è il fatto di pensare che tutto ciò sia solo un problema (nello specifico mancanza di lavoratori, aumento dei costi pensionistici e calo della domanda per consumi) e non anche una



KATHARINE NEISS
chief european economist
Pgim Fixed Income

Il cambiamento demografico associato all'invecchiamento della popolazione e al calo delle nascite è un problema che brucia lentamente, ma che sta attirando sempre più l'attenzione. In genere viene descritto come una "bomba a orologeria", in quanto il mondo si sta dirigendo verso un "destino di declino demografico"

trasformazione che può offrire opportunità strepitose. Non è affatto detto, infatti, che il futuro porti con sé un mondo più stagnante, meno innovativo e con minori opportunità semplicemente perché avremo meno bambini e ventenni. Su questa base è interessante capire come posizionarsi sui mercati per ricavare profitti dalla più grande evoluzione mai vissuta dal genere umano. Consumi discrezionali, tecnologia, sanità (ovviamente) e persino materie prime e investimenti in infrastrutture sono tutti destinati a mutare radicalmente.



L'inflazione in un mondo di vecchi

Guardare alle prospettive di lungo periodo dell'inflazione non può prescindere dal prendere in considerazione i trend demografici. Su questo tema ci sono due tesi opposte: da un lato, la giapponesizzazione, dall'altro l'America post-pandemia. Tuttavia, ciò che emerge è che, in qualsiasi caso, i responsabili politici devono avere la consapevolezza dell'impatto sul sistema economico e sociale dei cambiamenti demografici. Il legame tra invecchiamento e popolazione non è di facile lettura, ma lo stesso non si può dire dei sistemi sanitari che in tutto il mondo sono sotto pressione, visto l'aumento dei costi. Alla crescita della domanda di assistenza, a fronte di una carenza di personale specializzato, potrebbe correre in aiuto la tecnologia attraverso la digitalizzazione dei processi

Nessun tema ha dominato il pensiero degli investitori nell'ultimo biennio come l'inflazione. Le cause scatenanti del fenomeno sono ormai state sviscerate in ogni loro singolo dettaglio, così come la sorprendente vischiosità finora dimostrata. Il quadro sulle prospettive di lungo periodo, però, è un po' più complesso, anche perché non si può fare a meno di inserire nell'equazione l'impatto dei trend demografici in atto. Per quanto riguarda l'invecchiamento della popolazione, i fattori di influenza sembrano duplici, come ricordato da **Federico Polese**, fondatore di **Simplify Partners**: «Il trend inflativo in un mondo in via di invecchiamento presentano un puzzle complesso dal punto di vista economico. Da una parte l'uso di tecnologie informatiche dal forte impatto, come l'intelligenza artificiale, ha una conseguenza decisamente deflativa. Dall'altra parte, la riduzione della forza lavoro (...) potrebbe esercitare una spinta al rialzo sui salari, fornendo così energia all'inflazione».

Dunque, in relazione al cambiamento di paradigma in atto, si può dire che si scontrano due tesi quasi opposte. Da un lato, c'è l'idea di una giapponesizzazione globale, dove una speranza di vita lunghissima e un tasso di nascite infimo si accompagnano a un'automazione estrema, dall'altro, alcuni investitori invitano a guardare all'America post-pandemia come al modello più probabile per i prossimi anni. Da questo punto di vista interessanti appaiono le considerazioni di **An-**



drea Mossetto, head of international business development & investment specialists di **Cpr Asset Management (gruppo Amundi)**: «L'invecchiamento della popolazione può fare aumentare la carenza di manodopera e portare a un incremento del costo del lavoro, causando potenzialmente una crescita dei tassi di inflazione. Pertanto, i responsabili politici devono essere consapevoli dell'impatto dei cambiamenti demografici sull'economia e sviluppare politiche per affrontare queste sfide per garantire un'economia ben funzionante».

DUE VARIABILI

Il ragionamento di Mossetto ha il merito di sottolineare due variabili fra loro probabilmente

non prive di correlazione: la crescita della popolazione più anziana e l'azione della politica. Da questo punto di vista, probabilmente, la crescita di fenomeni antiglobalizzazione, vista un po' in tutto il mondo (ricco e non solo), non è slegata dall'evoluzione demografica degli ultimi decenni e parole alquanto pessimistiche vengono pronunciate da **Azad Zangana**, senior european economist and strategist di **Schroders**: «La pandemia globale ha sottolineato la fragilità di un mercato del lavoro caratterizzato dall'invecchiamento nelle maggiori economie mondiali. Ciò si è verificato in un momento in cui i governi erano già a corto di opzioni per compensare i dati demografici negativi. Il sostegno ai partiti populistici nel Regno Unito post-Brexit, negli Stati Uniti post-Trump e sempre

più in Europa ha spesso contrastato qualsiasi miglioramento delle tendenze migratorie che avrebbero potuto alleviare la pressione sul mercato del lavoro. Entro la fine di questo decennio, la popolazione in età lavorativa delle maggiori economie mondiali si ridurrà».

C'È CHI VEDE NERO

La conseguenza di questa convergenza di elementi spinge Zangana a vedere piuttosto nero per quanto riguarda l'evoluzione di margini e profitti: «Si prevede un aumento della quota del Pil legata al lavoro (il costo dei compensi dei dipendenti in percentuale del Pil) e, di conseguenza, una riduzione della produttività del lavoro e della quota di profitto per le aziende.



ANDREA MOSSETTO
head of international business
development & investment
specialists
Cpr Asset Management
(gruppo Amundi)



L'invecchiamento della popolazione può fare aumentare la carenza di manodopera e portare a un incremento del costo del lavoro, causando potenzialmente un aumento dei tassi di inflazione



La pandemia globale ha sottolineato la fragilità di un mercato del lavoro caratterizzato dall'invecchiamento nelle maggiori economie mondiali. Ciò si è verificato in un momento in cui i governi erano già a corto di opzioni per compensare i dati demografici negativi



AZAD ZANGANA
senior european economist
and strategist
Schroders

Una minore disponibilità di lavoratori aggraverà i trend inflazionistici dell'economia globale, già determinate da altre importanti tendenze macroeconomiche, quali le sfide alla globalizzazione e la transizione verso le energie rinnovabili». Dunque, una sorta di stagflazione crepuscolare, caratterizzata da minori utili, tassi di interesse di lungo periodo più elevati rispetto agli ultimi anni e, di conseguenza, equity risk premium sotto pressione. Una sorta di quadro simile a quello degli anni '70, ma, per di più, piagato da una domanda sempre più tenue a causa del ridotto numero di consumatori in età produttiva. Non mancano, peraltro, variazioni sul tema, come si evince dall'intervento di **Patrick Suck**, portfolio manager di **Oddo Bhf Polaris Flexible**, che ritiene che, alla fin fine, l'andamento della struttura della piramide demografica non costituisca un elemento così importante nell'evoluzione dei prezzi: «A mio avviso, i grandi fattori che attualmente influenzano il tasso d'inflazione, come la politica monetaria e fiscale, il costo della deglobalizzazione/reshoring e il prezzo della decarbonizzazione, sono indipendenti dai fattori demografici: mentre nel lungo periodo la riduzione della forza lavoro può portare a una maggiore crescita dei salari e, quindi, all'inflazione, le persone più anziane tendono a consumare meno, il che può avere un effetto deflazionistico».

65 NON È 80

Quale delle due grandi tendenze in atto dunque prevarrà? **Frédéric Tassin**, head of global & thematic equities di **Ofi Invest Asset Management** prova a rispondere a questa domanda entrando nei dettagli dei vari segmenti di età delle economie mature: «Un recente studio pubblicato dalla Banca dei regolamenti internazionali (Bri) ha mostrato che un incremento della popolazione non autosufficiente (soprattutto di coloro che sono troppo anziani per lavorare) si associa a un'accelerazione dell'inflazione a causa del mercato del lavoro più rigido. Tuttavia, se si osserva nuovamente l'esempio giapponese, si può constatare che nel Sol Levante questo fenomeno ha avuto effetti deflazionistici e ciò perché si è visto che l'aumento degli over 80 agisce contro l'inflazione. In conclusione, possiamo immaginare che il periodo in cui l'inflazione aumenterà di più sarà compreso tra il 2025 e il 2050, quando il segmento di popolazione che crescerà maggiormente sarà proprio la fascia di età compresa tra 65 e 80 anni».

I numeri elencati da Tassin sono estremamente interessanti per il fatto che viene sottolineata la tendenza, peraltro comune in

statistica, di raggruppare tutti i dati oltre la stessa soglia in un unico insieme. In realtà, avere fasce relativamente più anziane, con un'età mediana intorno a 65-70 anni, non è la stessa cosa che trovarle posizionate intorno a 80. In conclusione, non appare particolarmente sensato raggruppare tutte le economie super-aged in un unico calderone, come dimostra il Giappone che ha la storia di progressivo invecchiamento della popolazione più lunga di quasi tutto il resto del mondo. Pertanto, non ci sarebbe da stupirsi se per alcuni anni la demografia agisse da volano per il caro vita (grazie, comunque, a un ambiente già pieno di driver che spingono in tale direzione), per poi invertire in maniera opposta la propria influenza.

L'INFLAZIONE SANITARIA

Se il legame fra invecchiamento e popolazione è di difficile lettura in senso generale, pochi dubbi esistono sul fatto che i sistemi sanitari di tutto il mondo sono sotto pressione a causa di costi progressivamente sempre più insostenibili. In questo ambito, l'esplosione della domanda si accompagna a una cronica insufficienza (specialmente in Italia) di personale specializzato, come sottolineato da **Moritz Dullinger**, senior investment manager di **Pictet Asset Management**: «L'invecchiamento della società porterà quasi sicuramente a una diminuzione della forza lavoro e a una riduzione dei consumi, mettendo sotto pressione le prospettive di crescita complessiva, ma non vediamo un impatto significativo sull'inflazione. La crescita salariale

per gli operatori sanitari, dovuta agli squilibri tra domanda e offerta, farà probabilmente aumentare gli stipendi, ma è improbabile che ciò contribuisca in modo significativo all'aumento del costo della vita».

Ovviamente, una grossa componente del complesso dell'healthcare è data dai farmaci, i cui costi continuano a crescere a fronte di un'azione politica che tenta di trovare soluzioni creative per arginare il fenomeno. Dall'altra parte, però, forse il nodo cruciale per riuscire a fare quadrare i conti è da ricercare nella questione della mancanza di personale sanitario. In questa area, come ricorda **Lis Agosto**, research analyst di **Global X Management Company**, un'offerta sempre più rigida si scontra con gli incrementi di produttività della frontiera della tecnologia: «Il settore dell'assistenza quotidiana agli anziani, ad esempio, presenta caratteristiche uniche, poiché è meno scalabile e fortemente dipendente dall'offerta di lavoro. Di conseguenza, è stato pesantemente impattato dalla scarsità di operatori e dalle attuali pressioni inflazionistiche. Ci aspettiamo in futuro che il costo delle case di riposo continui a salire in maniera significativa. È possibile, però, che l'industria riesca in qualche maniera a compensare alcuni di questi problemi grazie a una sempre più diffusa digitalizzazione. La telemedicina e la tecnologia dell'hardware di tipo "wearable" sono particolarmente utili per i pazienti più anziani».

In concreto, solo la tecnologia riuscirà a salvaguardare i sistemi sanitari di tutto il pianeta.



Possiamo immaginare che il periodo in cui l'inflazione aumenterà di più sarà compreso tra il 2025 e il 2050, quando il segmento di popolazione che crescerà maggiormente sarà proprio la fascia di età compresa tra 65 e 80 anni



FRÉDÉRIC TASSIN
head of global & thematic
equities
Ofi Invest Asset Management

Nuovi farmaci pronti a curare

I progressi tecnologici che hanno riguardato l'ambito della salute hanno permesso un allungamento della vita media delle persone, ma l'invecchiamento della popolazione pone tutte le nazioni dinanzi alla necessità di riorganizzare il welfare sanitario. Ciò è necessario, sia per il crescente numero di soggetti coinvolti, sia per affrontare l'aumento di patologie, in alcuni casi croniche, legate al cambiamento degli stili di vita e per l'innalzamento dell'età media. Al sistema sanitario non resta che evolversi e puntare maggiormente sulla prevenzione. In questo senso, l'innovazione in campo biomedico e farmacologico può fornire un importante aiuto

La salute, per fortuna, è sempre più ritenuta un diritto universale. Di conseguenza, anche le grandi nazioni emergenti si trovano oggi a fare fronte alla necessità di fornire un welfare sanitario esteso e complesso. Non sorprendentemente, al centro di questo macro-trend c'è l'invecchiamento globale della popolazione, che ormai non è più limitato all'occidente e al Giappone. I passi in avanti a livello

di tecnologia, e quindi di benessere, hanno consentito a miliardi di persone di vivere una quantità di anni che fino a pochi decenni fa era riservata solo ad alcuni privilegiati e fortunati. Ciò non toglie, però, che il corpo umano tende a decadere e ad avere necessità di una grande quantità di interventi per continuare a funzionare con una qualità della vita decente. Perciò, i bisogni a livello di healthcare tendono ad aumentare esponenzialmente man mano che l'età progredisce. Complessivamente, si può affermare che sul nostro pianeta non siamo mai stati tanto bene e, al contempo, che non ci sono mai stati così tanti malati.

Negli ultimi anni, però, è sorta anche una serie di problematiche che non sono il frutto automatico dell'invecchiamento di massa: è in atto una rinnovata tendenza all'autodistruttività che ha conseguenze pesantissime quando si supera una certa soglia di età. La società che ha creato le migliori condizioni igienico-sanitarie della storia deve, allo stesso tempo, gestire il dilagare di una serie di mali che fino a pochi decenni fa sarebbero stati classificati fra le aberrazioni statistiche o quasi. Una sintesi ben articolata del fenomeno viene elaborata da **Harry Waight**, gestore azionario globale di **Columbia Threadneedle Investments**:



«Adottando una prospettiva storica, sono numerosi i fattori che, a partire dal XIX secolo, hanno contribuito ad ampliare l'orizzonte della vita umana per le generazioni successive: il calo massiccio della mortalità infantile, i miglioramenti dei servizi igienici e dell'accesso all'acqua potabile, gli antibiotici e i vaccini, i progressi nella sicurezza alimentare. Tuttavia, negli ultimi decenni, i paesi sviluppati hanno iniziato a registrare un trend di stagnazione della salute dovuto a diete malsane, stili di vita irregolari, dipendenze e disturbi mentali, con una conseguente diminuzione delle aspettative di vita».

PREVENIRE, DIAGNOSTICARE E...

Nello specifico, uno degli esempi riportati da Waight appare impressionante per i numeri coinvolti e particolarmente incisivo per comprendere in quale direzione si sta evolvendo

l'healthcare mondiale: «In particolare, in ambito sanitario si rileva un aumento sostanziale dei casi di diabete (da 108 milioni nel 1980 a 422 milioni nel 2014 secondo l'Organizzazione mondiale della sanità). Questo trend incide in modo aggressivo sull'invecchiamento, con conseguenze terribili per la salute: le persone affette da diabete hanno il doppio delle probabilità di morire per malattie cardiache o ictus e nel 2019 si stima che 2 milioni di persone siano decedute a causa del diabete o di malattie renali correlate. La chiave per combattere tutto ciò non inizia in un ospedale. Il prossimo passo per invecchiare in modo sano potrebbe essere legato al modo in cui viviamo, a ciò che mangiamo e all'esercizio fisico».

Il caso del diabete è particolarmente calzante, così come quelli legati a malattie neuro-degenerative. Oggi, infatti, lo spauracchio dei sistemi sanitari di mezzo mondo si chia-

ma malattie croniche, ossia uno scenario come quello tratteggiato da Waight, in cui miliardi di persone riescono a trascinarsi fino a un'età avanzata, ma con una qualità della vita pessima e oneri giganteschi per il bilancio pubblico e le tasche dei cittadini. Di conseguenza, vi sono diversi filoni di opportunità per chi voglia investire nelle aziende in grado di risolvere le sfide sulla medicina del futuro e quei gruppi che offrono soluzioni per uno stile di vita più sano rappresentano un segmento enorme. Per queste ragioni **Frédéric Tassin**, head of global & thematic equities di **Ofi Invest Asset Management** punta proprio su questo comparto: «Dovendo fare i conti con un maggiore numero di pazienti e con i relativi costi associati, il sistema sanitario globale non avrà altra soluzione che evolversi. In particolare, riteniamo che la prevenzione giocherà un ruolo fondamentale; per fare un esempio, curarsi oggi per un disturbo come l'obesità può ridurre fortemente i costi di domani, generati da tutte le conseguenze che questo problema può avere sui pazienti se non trattato in tempo, come le malattie cardiache, il diabete o altri disturbi correlati. Anche la decentralizzazione della medicina attraverso una maggiore diagnostica presso i punti di cura, come gli studi o i centri medici per individuare diverse condizioni, allo scopo di ridurre il carico sugli ospedali, è un segmento che potrebbe vivere un autentico boost».

SEMPRE PIÙ IN ANTICIPO

Dall'altra parte i progressi, soprattutto in ambito biotech, consentono di identificare in sede diagnostica l'insorgere di possibili malattie sempre più in anticipo e in maniera sempre più accurata. **Philippe Vialle**, global equity portfolio manager di **Groupama Asset Management**, sostiene: «L'invecchiamento della popolazione comporta una maggiore incidenza di malattie croniche come il diabete, le patologie cardiache e la demenza senile. Vengono sviluppati prodotti e servizi per gestire queste patologie, migliorare la qualità della vita e potenzialmente arrivare a una cura. Inoltre, contribuiscono a ridurre l'onere finanziario derivante dalla gestione delle malattie croniche. È interessante notare che i progressi della genomica e della medicina personalizzata stanno aiutando gli operatori sanitari ad adattare i trattamenti e le strategie preventive al singolo individuo. Tutto ciò può portare a interventi sanitari più efficaci e mirati».

“

Negli ultimi decenni, i paesi sviluppati hanno iniziato a registrare un trend di stagnazione della salute dovuto a diete malsane, stili di vita irregolari, dipendenze e disturbi mentali, con una conseguente diminuzione delle aspettative di vita

”



HARRY WRIGHT
gestore azionario globale
Columbia Threadneedle Investments



LIS AGOSTO
research analyst
Global X Management Company

L'obesità è un fattore di rischio chiave per alcune delle malattie croniche più diffuse in età avanzata. Ad esempio, essa fornisce l'80% delle probabilità di sviluppare il diabete di tipo 2, che affligge circa un quarto dei pensionati. L'obesità, inoltre, è responsabile del 70% dei casi di ipertensione, che caratterizza il 65% della popolazione con più di 65 anni

CURARE IN FRETTA

Infine, i progressi in campo farmaceutico rappresentano un pilastro fondamentale della sanità del futuro. L'innovazione in questo comparto è oggi ai suoi picchi storici, aiutata anche dalle spinte alla produttività fornite dall'avvento delle nuove tecnologie basate su machine learning e big data. Sempre di più, però, i profitti del settore del pharma dipen-

dono da nuovi prodotti in grado di offrire vantaggi sostanziali per quanto riguarda la cura di malattie croniche, come abbiamo visto oggi un autentico spauracchio per quanto riguarda la sostenibilità dell'healthcare globale. Questi farmaci, però, costano molto, proprio per i risparmi che vanno a generare nel corso di decenni. Molto interessante, al riguardo, appaiono alcune cifre riportate da **Lis Agosto**, research analyst di **Global X Management Company**: «L'obesità è un fattore di rischio chiave per alcune delle malattie croniche più diffuse in età avanzata. Ad esempio, essa fornisce l'80% delle probabilità di sviluppare il diabete di tipo 2, che affligge circa un quarto dei pensionati. L'obesità, inoltre, è responsabile del 70% dei casi di ipertensione, che caratterizza il 65% della popolazione con più di 65 anni. Per il fatto che si focalizzano sulla causa principale alla base di diverse malattie, per la categoria di farmaci Glp-1 (un tipo di medicine contro il diabete e l'obesità, n.d.r.) è ragionevole stimare un fatturato di 70 miliardi di dollari nel 2028, rispetto ai 20 miliardi registrati nel 2022».

POTENZIALITÀ ESPLOSIVE

Accanto a questo filone, un altro mercato dalle potenzialità esplosive si può individuare nei prodotti contro il declino delle capacità cognitive, un ambito che ha visto finora minori progressi rispetto ad altre nicchie. Anche in questo caso, stanno arrivando soluzioni forse rivoluzionarie, come sottolinea **Moritz Dullinger**, senior investment manager di **Pictet Asset Management**: «È incoraggiante notare che stiamo assistendo a progressi scientifici anche nelle malattie legate all'età, come il morbo di Alzheimer (Ad), una malattia molto complessa e difficile da trattare. Oltre al Leqembi, il trattamento approvato da Biogen per l'Ad, anche il Donanemab di Eli Lilly ha mostrato risultati promettenti nel rallentare il declino cognitivo e funzionale in uno studio di fase 3 e potrebbe essere approvato dalla Fda entro la fine del 2023».

Certo, la ricerca farmaceutica è fatta di relativamente pochi ed enormi successi e molti fallimenti, il che ovviamente rende molto complessa la gestione del rischio di un portafoglio orientato alle biotecnologie. È possibile, però, diversificare investendo lungo il capex del biotech, destinato anch'esso a godere di tassi di crescita notevolissimi, secondo il noto principio che afferma che in una corsa all'oro i migliori affari li fanno i venditori di pale. Decisamente intriganti, dunque, appaiono i ragionamenti di **Patrick Suck**, portfolio manager di



PATRICK SUCK
portfolio manager
Oddo Bhf Polaris Flexible

I progressi nella lotta contro le malattie croniche come il diabete, l'Alzheimer o il cancro dipendono dall'innovazione nell'industria farmaceutica e biotecnologica

Oddo Bhf Polaris Flexible: «I progressi nella lotta contro le malattie croniche come il diabete, l'Alzheimer o il cancro dipendono dall'innovazione nell'industria farmaceutica e biotecnologica. Per evitare i rischi degli studi clinici, è possibile beneficiare della tendenza verso una maggiore innovazione nel settore sanitario investendo in azioni del settore life science, che forniscono ingredienti o attrezzature per la ricerca farmaceutica. Gran parte dell'innovazione proviene da aziende biofarmaceutiche che utilizzano componenti fatti di molecole organiche, i cosiddetti farmaci biologici, che stanno conquistando sempre più quote di mercato rispetto alle medicine prodotte chimicamente (piccole molecole)». In definitiva, l'healthcare non è un macro-tema in cui è facilissimo e immediato investire, ma alcuni segmenti sembrano già entrati in una rinnovata età dell'oro.

L'It non è solo per giovani

L'It, grazie alla digitalizzazione, è un ambito in cui diversi soggetti possono trovare risposte alle loro esigenze, indipendentemente dall'età anagrafica. L'interesse per altre aree di espansione quali la robotica, il machine learning e l'intelligenza artificiale ha fatto emergere un potenziale che ben si coniuga con le dinamiche demografiche in atto. I settori coinvolti sono diversi, ma in tutti i casi l'obiettivo è trovare soluzioni per diversi bacini di utilizzatori, che siano le imprese che devono affrontare carenza di mano d'opera o i cittadini che richiedono un'assistenza sanitaria più mirata e una maggiore efficienza amministrativa. La tecnologia ricopre un ruolo fondamentale in una società che invecchia e, proprio per questa ragione, è presumibile che le innovazioni aumenteranno

A lungo il settore dell'information technology è stato caratterizzato da un'immagine decisamente giovanile. Molti di quelli che sono oggi i titani dell'economia di internet e della tecnologia hanno fondato le proprie aziende prima di compiere 30 anni. La rivoluzione digitale sviluppatasi a partire dagli

anni '80-'90, infatti, è stata spesso identificata con la creazione di beni di consumo e servizi che hanno rivoluzionato lo stile di vita di quasi tutte le persone, ma con i cosiddetti nativi digitali al centro. In realtà, si tratta di una visione probabilmente non veritiera per quanto riguarda le economie occidentali, dove le caratteristiche finanziarie e culturali delle fasce più anziane della popolazione sono molto diverse rispetto a quelle delle economie di più recente modernizzazione, Cina in primis.

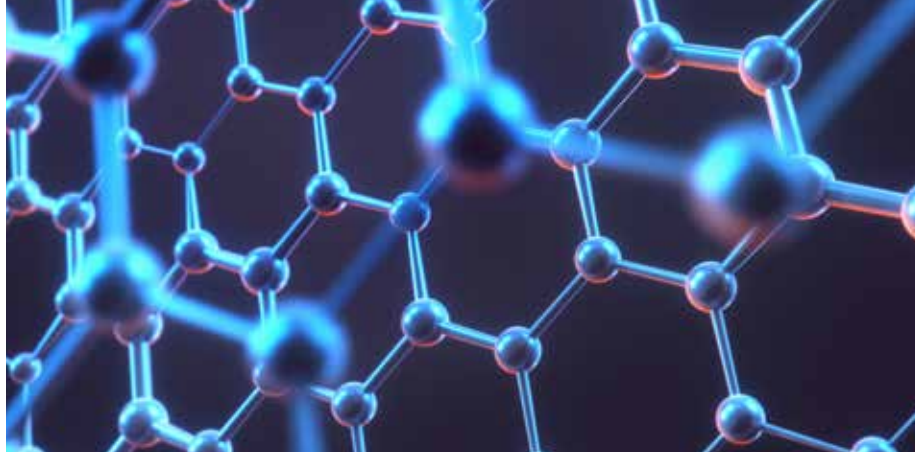
Inoltre, solo di recente gli investitori hanno cominciato a focalizzarsi su altre aree di espansione, altrettanto importanti, se non ancora di più, rispetto a commercio elettronico, social media, videogiochi, e altre applicazioni: sempre più spesso, infatti, viene portato all'attenzione il potenziale rivoluzionario in ambito b2b di diversi filoni tecnologici dalla crescita esplosiva. Questo tema, soprattutto per quanto riguarda la robotica, il machine learning e l'intelligenza artificiale, si interseca in maniera evidente con gli attuali sviluppi demografici.

Azad Zangana, senior european economist and strategist di **Schroders**, ad esempio, sostanzialmente vede nell'adozione di queste soluzioni l'unica maniera per evitare di entrare in un'era di margini di profitto sistematicamente più bassi, di inflazione più robusta e, di con-

sequenza, di quotazioni equity più modeste: «Un bacino di mano d'opera sempre più ristretto significherà probabilmente che le aziende dovranno competere per assicurarsi il personale di cui hanno bisogno. Le imprese, inoltre, devono affrontare anche altre pressioni inflazionistiche strutturali. La sfida maggiore sarà fare fronte a queste pressioni e alla prevista crescente carenza di personale. Riteniamo che l'unica vera soluzione a disposizione delle società sia la sostituzione del lavoro con il capitale. L'uso dell'automazione, della robotica e dell'AI per ridurre la dipendenza dai lavoratori è l'unico modo che permetterà alla maggior parte delle aziende di continuare a crescere in questo contesto difficile».

LA RIVOLUZIONE SANITARIA

Inoltre, in futuro, probabilmente tutto l'immenso mega-tema della digitalizzazione e dell'automazione del complesso dell'healthcare giocherà un ruolo da protagonista nei portafogli degli investitori. La salute, del resto, è sempre stata un ambito decisamente sensibile all'adozione di innovazioni disruptive: un'apertura al nuovo dovuta anche al fatto che il bacino di utenti dei servizi sanitari è in fase di esplosione. **Frédéric Tassin**, head of global & thematic equities di **Ofi Invest Asset Management**, fornisce qualche numero significativo: «L'invecchiamen-



to della popolazione è sicuramente uno dei principali megatrend che il mondo di oggi deve affrontare. Se si osservano gli andamenti demografici, si evince che gli over 65 passeranno dai 600 milioni odierani a 2 miliardi nel 2050 e diventeranno più numerosi degli under 15. Se un simile andamento fosse rispettato, questa categoria sarebbe quella con il tasso di crescita maggiore, quasi tre volte superiore a quello della popolazione in generale».

UNA CORNUCOPIA DI SERVIZI

Tutto ciò, inevitabilmente, è destinato a supportare una cornucopia di servizi medici e di assistenza incredibilmente technology-intensive, di cui lo stesso Tassin offre un compendio: «Pertanto, diagnostica, operazioni chirurgiche, controllo delle funzioni vitali da remoto, supporto in casa, trasporti, chatbot e robotica applicata alle abitazioni sono tutti settori

e applicazioni che vivranno uno sviluppo negli anni a venire, poiché sono quelli che permetteranno agli anziani di trarre beneficio dall'AI e dalla tecnologia, consentendo loro di vivere più a lungo e in modo più autonomo».

PIÙ EFFICIENZA AMMINISTRATIVA

Le analisi di Zangana e Tassin si concentrano sull'impatto del progresso tecnologico sui servizi core sanitari. Non va dimenticato, però, che, se l'obiettivo è aumentare la produttività in un pianeta con meno lavoratori, si può agire in profondità per ottenere anche una maggiore efficienza amministrativa. **Moritz Dullinger**, senior investment manager di **Pictet Asset Management**, afferma: «Abbiamo bisogno di aziende che si occupino di sanità digitale per fare fronte alla carenza di manodopera attuale e futura. Già oggi molti ospedali faticano a trovare un numero sufficiente di operatori qualificati. Le aziende del settore sanitario digitale possono contribuire a eliminare l'onere amministrativo e consentire a chi lavora a contatto con il malato di concentrarsi maggiormente sui pazienti». Certamente, come emerge anche nell'analisi sugli effetti dei cambiamenti demografici in Cina, anche in questo caso un ruolo non da poco spetterà all'azione politica, chiamata non solo a fare quadrare i conti del tutto, ma anche a coordinare un lavoro enorme fra i diversi stakeholder del sistema. Su questo tema **Philippe Vialle**, global equity portfolio manager di **Groupama Asset Management**, sostiene: «La collaborazione tra i settori sanitario, tecnologico e la pubblica amministrazione è essenziale per affrontare le complesse sfide associate a una popolazione sempre più anziana. Per le aziende coinvolte si prospettano enormi opportunità di creazione di valore e un impatto sociale positivo».



La collaborazione tra i settori sanitario, tecnologico e la pubblica amministrazione è essenziale per affrontare le complesse sfide associate a una popolazione sempre più anziana. Per le aziende coinvolte si prospettano enormi opportunità di creazione di valore e un impatto sociale positivo



PHILIPPE VIALLE
global equity portfolio manager
Groupama Asset Management



CONSUMI RICCHI E SOFISTICATI

Sarebbe però errato dedurre, in base a quanto esposto finora, che nell'ambito dell'It esista una sorta di dualità fra un mondo consumer dedicato ai giovani e un lato più b2b fortemente incentrato sul sistema sanitario e rivolto, quindi, ai cittadini più in là con gli anni. Ciò può essere parzialmente vero nelle realtà del Far East, dove l'accumulo di ricchezza è cominciato da meno tempo e dove gli anziani spesso rimangono legati a stili di vita tradizionali (anche nelle scelte a livello sanitario) e rurali, a fronte di una generazione millennial iper-moderna. Nelle economie avanzate, ormai da qualche decennio, invece, la maggior parte dei patrimoni è in mano alla generazione dei baby boomer, che spesso presentano un'attitudine all'hi tech tutt'altro che riluttante. Un ragionamento interessante, da questo punto di vista, viene proposto da **Tejas Dessai**, technology analyst di **Global X Management Company**: «I cittadini più anziani stanno diventando progressivamente sempre più capaci di usare la tecnologia, il che dovrebbe spingere al rialzo il tasso di adozione di diverse innovazioni. Negli ultimi anni vi è stata una crescita molto forte nella diffusione di oggetti di elettronica in questa fascia della popolazione. Pertanto, in futuro, ciò dovrebbe indurre un più consistente livello di consumi digitali. Inoltre, durante la pandemia, per la prima volta molte persone in età avanzata hanno fatto shopping online, fatto che li ha aiutati a guadagnare familiarità con le soluzioni digitali e

ha ampliato il mercato per molte aziende tecnologiche. Infine, è importante sottolineare che la generazione dei baby boomer e quella che sta adesso invecchiando sono finanziariamente in condizioni piuttosto buone, il che si traduce nella capacità da parte loro di pagare prezzi elevati per beni e servizi premium. Una grande opportunità per le società della tecnologia di aumentare fatturati e margini».

UNO SVILUPPO AGLI ALBORI

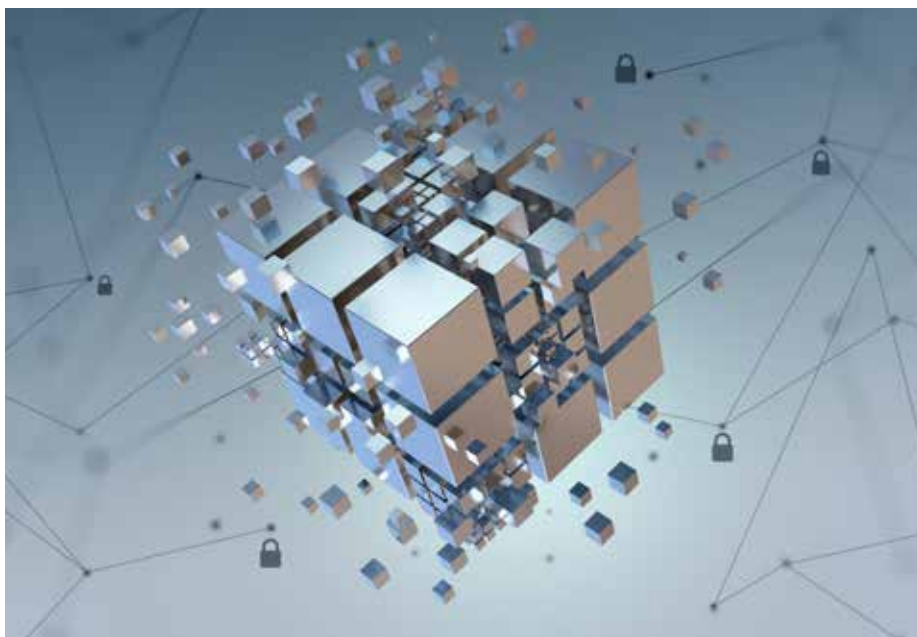
Quanto elaborato da Dessai sull'economia della rete in qualche maniera riflette un trend già presente nel settore del lusso, alimentato da una parte dai baby boomer occidentali e dall'altra dai millennial asiatici. Non è quindi incredibile immaginare che si venga a creare in Europa e in America un filone di e-commerce e servizi digitali di alto e altissimo livello, uno sviluppo che finora rimane in gran parte agli albori. Tutto ciò, comunque, deve indurre gli investitori a riflettere su un concetto fondamentale, ben espresso da **Andrea Mossetto**, head of international business development & investment specialists di **Cpr Asset Management**: «L'inverno demografico ha una serie di potenziali implicazioni per il settore informatico e tecnologico: nonostante l'attuale struttura del settore riesca ad attutirne l'incidenza in aree specifiche, rimane comunque un ostacolo al raggiungimento di obiettivi a lungo termine. I giganti tecnologici per fare fronte alle sfide demografiche dovranno raddoppiare l'innovazione e la creatività e cercare di trovare un equilibrio tra l'ottimizzazione della forza



TEJAS DESSAI
technology analyst
Global X Management Company



I cittadini più anziani stanno diventando progressivamente sempre più capaci di usare la tecnologia, il che dovrebbe spingere al rialzo il tasso di adozione di diverse innovazioni. Negli ultimi anni vi è stata una crescita molto forte nella diffusione di oggetti di elettronica di consumo in questa fascia della popolazione



lavoro disponibile e le prestazioni ottimali dei sistemi automatizzati. Tuttavia, profili di clienti sempre più diversificati potrebbero creare opportunità uniche per le aziende tecnologiche, aprendo nuovi orizzonti di crescita e promuovendo la diversificazione nel settore».

Bisogna infatti evitare a tutti i costi di pensare che un genere umano invecchiato porti a un segmento dell'It meno innovativo, anzi, probabilmente, sarà vero il contrario.

Molti consumi a disposizione degli over 65

Spesso si pensa che i consumi delle persone più anziane siano circoscrivibili soprattutto all'ambito sanitario, ma la realtà è ben diversa. Uno dei settori che beneficia della presenza di questa fascia di popolazione è quello dei servizi finanziari, visto che coloro che rientrano nella categoria "silver age" detengono una quota enorme della ricchezza nelle economie avanzate. Poiché un ruolo importante lo avrà anche la prevenzione, quest'ultima toccherà, inevitabilmente, l'alimentazione e lo stile di vita orientato alla salute, impattando così gli ambiti a essi collegati. Gli over 65 sono anche molto sensibili ai prodotti premium. Per quanto riguarda il settore immobiliare, la preferenza degli anziani a rimanere nei centri urbani avrà sicuramente diverse conseguenze

«I cosiddetti "silver ager" hanno abitudi-

ni di consumo diverse rispetto alle nuove generazioni: dunque le aziende specializzate nel rispondere alle esigenze di questa fascia di popolazione potrebbero trarre vantaggio dai trend di invecchiamento». Questa affermazione di **Patrick Suck**, portfolio manager di **Oddo Bhf Polaris Flexible**, introduce, in maniera semplice e concisa, un concetto non sempre ben chiaro quando ci si occupa delle trasformazioni demografiche, ossia che i consumi delle persone in età più anziana non si riducono alla sanità e a poco altro. Infatti, un'ampia varietà di temi e settori godrà probabilmente di un'espansione fenomenale grazie alla domanda di una popolazione che in realtà ha potenzialità straordinarie. Indicativa, da questo punto di vista, appare la panoramica di **Andrea Mossetto**, head of international business development & investment specialists di **Cpr Asset Management**: «Esistono ampie possibilità di investimento in diversi settori. Queste opportunità spaziano dall'immobiliare al tempo libero e intrattenimento,

dall'istruzione e formazione, alla finanza e agli investimenti».

Nell'analizzare questo ventaglio di occasioni, è interessante partire proprio dalla finanza: infatti nelle economie tradizionalmente sviluppate, a differenza che in Asia, sono proprio i silver ager a detenere una quota enorme della ricchezza. Nei paesi emergenti, invece, sta cominciando adesso il processo di accumulo dei patrimoni, un fenomeno che in tutto il globo costituirà un tema dominante per molto tempo.

Gli asset andranno, dunque, innanzitutto curati e protetti e poi senz'altro accresciuti, complice il fatto che inevitabilmente i sistemi pensionistici pubblici non potranno fare fronte alla trasformazione demografica in essere. Per questa ragione, un grande futuro per i servizi finanziari lo vede **Claudia Collu**, responsabile azionario globale di **Anima Sgr**: «Tra le attività rivolte alla silver economy che offrono potenzialità interessanti, ricordiamo l'alimentare, l'abbigliamento, la cosmesi, l'immobiliare, lo sport, la mobilità, il tempo libero e il turismo. Inoltre, le pensioni pubbliche difficilmente saranno sufficienti per mantenere l'attuale standard di vita dei lavoratori nella terza età. Pertanto, un'attenta pianificazione finanziaria, che contribuisca a costruire una pensione integrativa, è essenziale per garantire una certa sicurezza economica futura. In generale, la pianificazione finanziaria e patrimoniale rappresenta un



“

Tra le attività rivolte alla silver economy che offrono potenzialità interessanti, ricordiamo l'alimentare, l'abbigliamento, la cosmesi, l'immobiliare, lo sport, la mobilità, il tempo libero e il turismo

”



CLAUDIA COLLU
responsabile azionario globale
Anima Sgr

esempio di segmento in forte crescita e costituisce un'opportunità di sviluppo per i settori bancario, assicurativo e del risparmio gestito».

BENESTANTI E SOFISTICATI

Il tema delle assicurazioni si incrocia poi con un altro limite del welfare: budget sanitari assolutamente insufficienti per fare fronte a malattie croniche di massa.

Marie Lannoy, fund manager, thematic global equities, e **Jonas Desomer**, senior multi thematic fund manager, thematic global equities, di **Candriam**, spiegano: «La diffusione di malattie croniche tra gli anziani aumenta la domanda di polizze sanitarie complete. Sia in termini di frequenza, sia di entità della spesa, le esigenze di assistenza sanitaria di questa fascia d'età sono molteplici ri-

spetto a quelle delle generazioni più giovani. Ciò consente un'elevata crescita di questo sottosettore assicurativo». Come evidenziato nell'analisi sull'healthcare, un ruolo importantissimo lo giocherà la prevenzione, il che andrà a creare occasioni gigantesche nei comparti dell'alimentazione di qualità e del lifestyle orientato alla salute. In particolare, se si considera quanto sensibile ai prodotti premium sia questo gruppo di consumatori. Interessante, dunque, appare il ragionamento espresso ancora da Lannoy e Desomer: «Cresce la domanda di prodotti non elaborati, con meno zucchero e sale e che contribuiscano positivamente alla salute dell'intestino. Una carnagione liscia e la salute generale della pelle restano al centro dell'attenzione, offrendo ampie opportunità di investimento nel settore dei prodotti cosmetici anti-età, grazie alle innovazioni nel campo della cura della pelle e degli integratori. Una volta raggiunta l'età della pensione, le persone hanno più flessibilità e libertà da dedicare al tempo libero e ai viaggi: i membri della "silver economy" sono soliti prenotare vacanze più lunghe e sono disposti a spendere di più per viaggiare, il che può essere colto investendo in alloggi e servizi per il tempo libero».

L'IMMOBILIARE FUTURO

Infine, forse il tema più intrigante fra tutti quelli elencati è l'impatto dell'invecchiamento di massa sul comparto immobiliare.

In questo ambito due tendenze appaiono decisamente di rottura. Da una parte sta emergendo chiara la voglia di rimanere quanto più a lungo possibile nella propria abitazione, rimandando il trasferimento in strutture assistenziali. Di conseguenza, gli immobili andranno profondamente modificati ed equipaggiati con le migliori tecnologie per risultare adatti alle esigenze dei silver ager. Ancora Lannoy e Desomer specificano: «Sempre più persone desiderano rimanere più a lungo nelle loro case attuali e rimandare il trasferimento in una struttura sanitaria. Gli anziani hanno esigenze diverse per vivere in modo confortevole, come servizi di mobilità (ascensori), maggiore facilità di accesso o domotica per supportare una vita indipendente. Tutto ciò apre le porte a opportunità per le aziende che offrono soluzioni tecnologiche e per i fornitori di servizi residenziali».

In aggiunta a ciò, lo stesso settore delle strutture di abitazione assistita sta modificando completamente il proprio paradigma. Su questo tema è molto interessante l'intervento di **Federico Polese**, fondatore di **Simplify Partners**: «È bene dimenticare le strutture per anziani collocate in scenari rurali idilliaci. Il futuro appartiene ai centri urbani, dove sono situate sempre più case di riposo. In questa maniera esse sono in grado di offrire l'accesso ai servizi delle città». Come si può vedere, stiamo vivendo una trasformazione epocale che però, contrariamente agli stereotipi, porterà più modernità e innovazioni.



FEDERICO POLESE
fondatore
Simplify Partners



Il futuro appartiene ai centri urbani, dove sono situate sempre più case di riposo. In questa maniera esse sono in grado di offrire agli anziani l'accesso ai servizi delle città



**CRESCITA DEMOGRAFICA SOTTO ZERO,
TANTE OPPORTUNITÀ DA COGLIERE**

Il Dragone è invecchiato



La Cina sta attraversando una fase molto delicata del proprio sviluppo economico, sul quale pesa il rapido invecchiamento della popolazione. Per il Paese, riuscire a passare a uno status di nazione tecnologicamente avanzata non può prescindere dal coinvolgimento nella crescita futura delle fasce anziane della popolazione, che necessitano, però, della realizzazione di un sistema sanitario moderno e competitivo e della creazione di un welfare efficiente. In questa direzione la Cina ha investito in modo massiccio in ricerca e sviluppo negli ultimi 10 anni, richiamando in patria talenti che hanno permesso di dare vita a società biomedicali allo stesso livello dei maggiori operatori globali e rendendo sempre più internazionali i propri player nel campo dell'healthcare. La sanità è una delle priorità del governo, visto che le assicurazioni sanitarie di base offrono una copertura limitata, e, nel lungo periodo, ciò dovrebbe aprire nuove e ulteriori opportunità per le aziende che operano nel settore

Gli ultimi quattro anni non sono certo stati i più facili nella storia, relativamente recen-

te e breve, della modernizzazione in senso capitalistico della Cina. Inizialmente, sembrava che il paese stesse uscendo più rapidamente di tutti dalla pandemia, per poi finire a dovere sostenere uno dei lockdown più lunghi a livello globale e, de facto, ha riaperto la propria economia solo all'inizio del 2023. Nel frattempo, i rapporti con gli Stati Uniti continuano a essere molto tesi, mentre la crisi immobiliare appare nella sua fase più acuta, soprattutto nelle capitali provinciali dell'interno. Di conseguenza, il Dragone si trova oggi in uno scenario, quasi unico a livello mondiale, di deflazione. Un fenomeno non facile da gestire, poiché gli interventi non procrastinabili a livello di politica fiscale e monetaria non sono certo gratis. Nello specifico, la seconda economia del mondo si trova oggi di fronte al rischio di un forte calo della propria moneta e di un'intensa fuga di capitali, in quanto il confronto con i rendimenti disponibili in Europa e Usa, ancora impegnate in manovre di rialzo dei tassi, sta diventando sempre più sfavorevole.

UNA DUPLICE SFIDA

Il vero pericolo è che la deflazione diventi nella Repubblica Popolare la norma, sulla scia di quanto è successo in Giappone negli anni '90, partendo però da un livello di Pil pro capite molto più basso. Ma, in questo contesto, non è tanto la contingenza a rendere nebulose, come mai da anni a questa parte, le prospettive cinesi: in fondo tanti paesi sono passati in mezzo a periodiche crisi finanziarie, non di rado scatenate da bolle immobiliari, per poi ripartire. Il vero

problema è che la Cina sta vivendo un processo di invecchiamento rapidissimo, come mai era avvenuto in precedenza a nazioni che non avevano ancora raggiunto lo status di economia ad alto reddito. Un interessante riassunto di quanto detto viene fornito da **Carlo Benetti**, market specialist di **Gam Investments in Italia**: «Nell'immediato futuro la prova che attende il governo di Pechino è duplice: la sfida interna è guidare l'economia attraverso un passaggio epocale che temperi l'invecchiamento della popolazione e che stimoli i consumi, ancora al di sotto dei livelli pre-pandemici. La sfida esterna è governare le relazioni con gli Stati Uniti, con il contributo delle esportazioni alla crescita che potrebbe ulteriormente diminuire e raffreddare la già tiepida fiducia degli investitori istituzionali».

Per meglio comprendere la situazione, conviene riportare qualche statistica sulla demografia del Dragone. Innanzitutto, va ricordato che la popolazione complessiva del paese è stata superata dall'India. In sé il fatto non sarebbe poi così negativo, visto che gestire i problemi derivanti da un profilo demografico come quello indiano non rappresenta una posizione così invidiabile. Il problema, però, è che in Cina, attualmente, oltre il 17% degli abitanti ha già raggiunto o superato la soglia dei 65 anni. È interessante notare che un'economia viene definita aged (invecchiata) quando il dato equivalente è almeno il 14% e superaged (una condizione comune a diverse economie avanzate) quando è stato oltrepassato il livello del 20%.

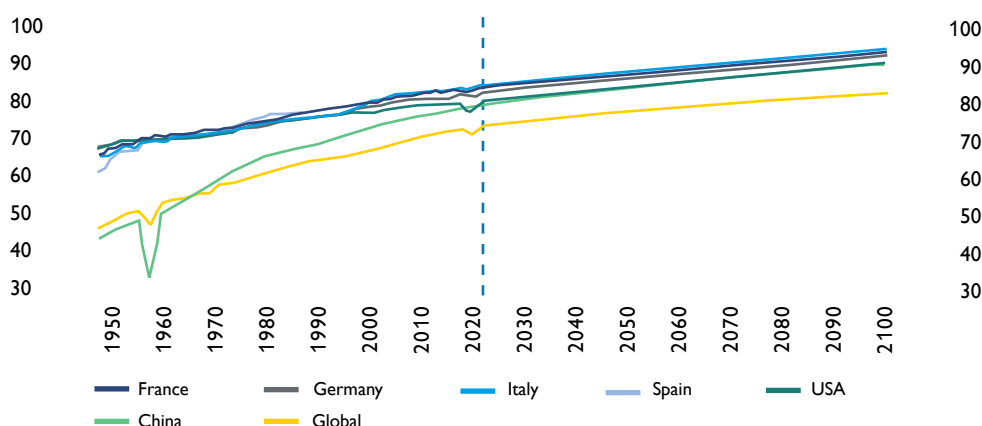


CARLO BENETTI
market specialist
Gam Investments Italia

Nell'immediato futuro la prova che attende il governo di Pechino è duplice: la sfida interna è guidare l'economia attraverso un passaggio epocale che temperi l'invecchiamento della popolazione e che stimoli i consumi, ancora al di sotto dei livelli pre-pandemici

ASPETTATIVE DI VITA ALLA NASCITA A CONFRONTO

Donne e uomini



Fonte: Allianz Global Investors, Global Capital Markets & Thematic Research, Our World in Data, United Nations-Population Division (2022), data as of September 2023

1,1 FIGLI PER DONNA

Alla base di quanto successo, vi è, da una parte, un tasso di nascite nel 2022 di circa 1,1 figli per donna, un livello incredibilmente basso anche per l'Europa e il Giappone e appena superiore ai minimi planetari registrati in questo ambito dalla Corea del Sud. Dall'altra parte, **Henry Greene**, investment strategist di **KraneShares**, ricorda che il miglioramento delle condizioni materiali ha portato a un aumento della speranza di vita con una rapidità praticamente unica nella

storia: «Il Paese ha la popolazione che invecchia più rapidamente al mondo e l'aspettativa di vita sta aumentando significativamente: si prevede che entro il 2035 raggiungerà gli 80 anni e addirittura i 90 anni per le donne in alcune regioni. Questo importante cambiamento demografico rappresenta una grande opportunità, perché l'aspettativa di vita della Cina è aumentata di oltre il 35% dal 1970 al 2020 rispetto, ad esempio, al Giappone, che è un altro paese la cui popolazione sta invecchiando rapidamente, in cui l'aspettativa di vita è aumentata di poco meno del 20%. Ciò significa che la domanda di assistenza sanitaria in Cina è destinata a crescere nel lungo termine».

ANZIANI NEGLETTI

In pratica, per il Dragone, il successo della transizione verso lo status di nazione tecnologicamente iper-avanzata e in grado di sostenere la propria economia grazie alla dinamica dei consumi domestici dipende in buona parte dal coinvolgimento nella crescita futura delle fasce anziane della popolazione, che nel modello capitalistico asiatico contemporaneo sono sempre state tradizionalmente neglette. Ciò comporta essenzialmente due fenomeni: la creazione di un settore dell'healthcare moderno e competitivo, da una parte, e

Questo importante cambiamento demografico rappresenta una grande opportunità, perché l'aspettativa di vita della Cina è aumentata di oltre il 35% dal 1970 al 2020 rispetto, ad esempio, al Giappone, che è un altro paese la cui popolazione sta invecchiando rapidamente, in cui l'aspettativa di vita è aumentata di poco meno del 20%. Ciò significa che la domanda di assistenza sanitaria in Cina è destinata a crescere nel lungo termine



HENRY GREENE
investment strategist
KraneShares

un processo di riforme in grado di costruire un welfare decente per chi si trova in età avanzata, dall'altra. Tutto ciò dovrebbe alimentare un'economia dei consumi che non tagli fuori le generazioni che hanno costruito la Cina moderna. Per quanto ri-

guarda l'healthcare, va detto che i passi in avanti compiuti dal comparto pharma locale sono stati semplicemente giganteschi. Infatti, in linea con quanto accaduto in altri segmenti, i player della Repubblica Popolare non si limitano più a competere solo nelle attività a minore valore aggiunto, che, nello specifico, significa sfornare generici di qualità dubbia per il mercato domestico e precursori per il segmento globale delle medicine fuori brevetto. Essi sono riusciti a colmare in buona parte il gap tecnologico con l'occidente grazie ad alcuni vantaggi competitivi specifici, a politiche piuttosto oculate e a modelli di business innovativi.

La Cina, infatti, ha investito una quantità di soldi impressionante in questo ambito, attraverso il proprio peculiare approccio incentrato su partnership tra pubblico e privato. Qualche cifra al riguardo viene fornita ancora da Henry Greene, di KraneShares: «La ricerca e lo sviluppo sono fondamentali per l'innovazione nel settore sanitario e la spesa riservata a questo comparto è aumentata in modo significativo in Cina dal 2014 al 2023 e si prevede che raggiungerà 50 miliardi di dollari quest'anno. Inoltre, è stato possibile attingere a un pool locale di talenti di dimensioni e qualità eccellenti, senza contare il sempre più intenso fenomeno di ritorno in patria della diaspora dei cervelli all'estero».



Welfare, un problema colossale

Henry Greene, di KraneShares, sottolinea un aspetto fondamentale, responsabile del fatto che il farmaceutico cinese genera tuttora l'80% del proprio fatturato nel mercato interno: l'urbanizzazione, l'aumento dei redditi, l'adozione di stili di vita non proprio sani e l'invecchiamento stanno facendo esplodere la domanda di salute, alla quale, però, ancora non si accompagna un'offerta, almeno quantitativamente, adeguata: «Il mercato cinese dell'healthcare è il secondo al mondo e rappresenta uno dei più interessanti temi di investimento su un orizzonte di lungo termine. Tuttavia, la spesa sanitaria cinese, come percentuale del Pil, rimane molto bassa (5%), soprattutto se confrontata con quella degli Stati Uniti (17,7%). Altri elementi che stanno rendendo sempre più importante l'assistenza sanitaria sono lo spostamento della popolazione cinese nelle città e l'aumento dei salari. La popolazione urbana in Cina è passata dai soli 100 milioni nel 1960 a quasi 1 miliardo nel 2021. L'aumento dei redditi e l'urbanizzazione danno origine a diversi tipi di problemi di salute, con un numero sempre maggiore di persone che cercano di curarsi per malattie come il cancro e il diabete. Inoltre, la Cina deve affrontare un pesante problema: i tassi di obesità sono più che raddoppiati, passando dal 7,1% nel 2002 al 16,4% nel 2020».

«L'OMBRA DELLA POLITICA DEL FIGLIO UNICO»

Questa analisi permette dunque di toccare la questione cruciale per impedire al processo di invecchiamento di bloccare lo sviluppo di una società caratterizzata da prosperità diffusa: l'adozione di riforme adeguate alla magnitudine della sfida. Da questo punto di vista, i risultati sono sicuramente meno soddisfacenti rispetto a quanto si è visto in ambito imprenditoriale. **Federico Polese**, fondatore di **Simplify Partners**, in particolare rimarca che finora l'azione pubblica è stata (inusualmente per gli standard locali) decisamente timida: «L'ombra della politica del figlio unico continua a farsi sentire in maniera pesante, con una piramide demografica sempre più orientata alle fasce di età più elevate. Il processo di invecchiamento non è però per la Cina solo una questione di caratteristiche della popolazione, ma è anche una sfida in termini di riforme da adottare. Finora l'approccio del governo è stato, nella migliore delle ipotesi, frammentario. Il Paese ha infatti fatto esperimenti con alcuni cambiamenti a livello di politiche e ha lanciato diversi programmi pilota che hanno lo scopo di riformare la sanità e la cura degli anziani. Comunque, non si è ancora arrivati a creare una strategia organica e onnicomprensiva per affrontare di petto i problemi».

CINA RILUTTANTE A CAMBIARE

Sono stati fatti dei progressi con le autorità che si sono impegnate soprattutto a rendere più efficiente e trasparente il sistema, come ricorda **Malcolm Dorson**, head of emerging markets strategy di **Global X Management Company**: «La sanità è una delle priorità del governo. Attualmente, la Cina sta conducendo una campagna anti-corruzione per aumentare la competizione e ridurre i costi di una popolazione in via di invecchiamento. Circa il 95% dei cinesi è titolare di un'assicurazione sanitaria di base, che però offre una copertura limitata. Di conseguenza, nel 2020, circa un terzo delle spese per le cure è stato pagato di tasca propria dai cittadini. Il livello dei prezzi, pertanto, è di fondamentale importanza. I provvedimenti contro la corruzione hanno allarmato gli investitori, il che ha portato a un calo dei corsi delle aziende del settore. Sul lungo periodo, però, ciò dovrebbe creare opportunità per un numero maggiore di società sanitarie cinesi in campi quali il farmaceutico, i dispositivi medici, gli ospedali, la tele-medicina e le case di riposo». Tuttavia, nel complesso, la Cina appare riluttante a intraprendere un processo di cambiamento che inevitabilmente finirà per fare spendere più risorse piuttosto che risparmiarle.

La sanità è una delle priorità del governo. Attualmente la Cina sta conducendo una campagna anti-corruzione per aumentare la competizione e ridurre i costi di una popolazione in via di invecchiamento. Circa il 95% dei cinesi è titolare di un'assicurazione sanitaria di base, che però offre una copertura limitata



MALCOLM DORSON
head of emerging
markets strategy
Global X Management Company

UNA GREY ECONOMY

Va detto che, come tutto ciò che ha a che fare con il Dragone, le dimensioni di cui stiamo parlando sono colossali. Si tratta, in pratica, di costruire il supporto (di welfare e non solo) di una futura grey economy la cui vastità viene riassunta da **Andrea Mossetto**, head of international business development & investment specialist di **Cpr Asset Management (gruppo Amundi)**: «Nel 2019 in Cina le persone di età pari o superiore a 60 anni erano 254 milioni. Si stima che questo numero entro il 2040 aumenterà a 402 milioni, circa il 28% della popolazione. Le Nazioni Unite prevedono che per il 2050 gli adulti cinesi anziani saranno 366 milioni, un numero decisamente superiore all'attuale popolazione totale degli Stati Uniti (331 milioni). Ciò genererà ulteriori sfide per la salute e il benessere, come lo sviluppo di un sistema integrato che risponda alle esigenze sanitarie e sociali degli individui di età avanzata, un sistema con pari opportunità di accesso all'assistenza sanitaria indipendentemente dall'area geografica e la necessità di città e comunità a misura di anziano».



NULLA DA INVIDIARE AI BIG

Grazie a questa disponibilità di lavoratori qualificati, secondo **Yanxiu Gu**, product specialist chinese equities di **Oddo Bhf Am**, ormai il comparto dei medicinali cinesi non ha nulla da invidiare ai gruppi più blasonati delle economie avanzate: «Nel 2009, la biomedicina è stata riconosciuta dal governo come una componente importante dello sviluppo scientifico, tecnologico e industriale. Da allora, molti scienziati, sia cinesi, sia stranieri hanno iniziato a capire che stava per iniziare una fase di sviluppo di farmaci innovativi in Cina. Di conseguenza, molti studiosi che vivevano all'estero sono gradualmente tornati in patria. Il successo del settore si basa molto sui talenti. I governi locali hanno cercato di attrarre scienziati e ricercatori cinesi e mondiali, trasformando al contempo la filosofia educativa per coltivare i giovani più promettenti. Oggi le società biomedicali della Repubblica Popolare sono sullo stesso livello dei principali operatori globali. Solo nell'ultimo decennio, Innovent Biologics (biofarmaceutica), Wuxi Biologics (sviluppo della ricerca e produzione a contratto), Beigene (biotecnologia) e molte altre sono diventate partner nella ricerca&sviluppo, o anche concorrenti, di

colossi come Johnson&Johnson, Mercer, GlaxoSmithKline, Roche, Pfizer».

Yanxiu Gu nel suo intervento sottolinea un altro aspetto importantissimo: ossia l'esplosione dell'esternalizzazione delle attività di ricerca e sviluppo in ambito farmaceutico. Per i colossi di grande dimensione si tratta di un modo per diminuire i rischi (elevati) di sviluppo del proprio portafoglio di farmaci.

CRESCITA PLANETARIA

Per i gruppi asiatici, tuttora privi degli immensi network di distribuzione globale delle major occidentali, in compenso, si apre la via della crescita a livello planetario e della risalita nella catena del valore aggiunto tramite un modello asset light. In questo ambito, numeri impressionanti sono forniti ancora da Henry Greene, che sottolinea anche l'internazionalizzazione dei player cinesi: «Se consideriamo l'indice Msci All China Health Care, possiamo vedere che il 20% dei ricavi del settore sanitario cinese proviene dall'estero. Quindi, il comparto può contare, sia sulla domanda interna, sia su quella estera. Motori del settore sono anche le Contract research organisations (Cro), ovvero tutte quelle organizzazioni e laboratori che consentono alle aziende farmaceutiche globali di esternalizzare i pro-



YANXIU GU
product specialist
chinese equities
Oddo Bhf Am



Il successo del settore si basa molto sui talenti. I governi locali hanno cercato di attrarre scienziati e ricercatori cinesi e mondiali, trasformando al contempo la filosofia educativa per coltivare i giovani più promettenti. Oggi le società biomedicali della Repubblica Popolare sono sullo stesso livello dei principali operatori globali



cessi di ricerca e sviluppo. In questo modo, possono trarre profitto dal processo di R&S senza assumersi il rischio, il che rappresenta un modello di business difensivo. Inoltre, un rapporto di JP Morgan indica che, almeno nel 2021, più della metà delle attività di ricerca e sviluppo globali viene svolta dalle Cro. Si tratta, quindi, di un settore in grande crescita, con la Cina che è diventata la sede principale per l'outsourcing dei servizi di R&S in campo medico».

Un po' di fiatone dopo anni di corsa

di Boris Secciani



L'uso dei pagamenti digitali nel nostro Paese sta probabilmente entrando in una fase di trasformazione e maturità, dopo che ai tempi della pandemia si è registrata una crescita molto forte. Gli anni post-2020 hanno infatti portato a un incremento quasi esplosivo degli acquisti con carte, partendo, però, da una base che era fra le più arretrate dei paesi Ocse. Il gap, in termini di diffusione e familiarità con la tecnologia, non è stato ancora del tutto annullato, però tanto terreno è stato recuperato, al punto che oggi gli aumenti percentuali dei volumi di consumi pagati con le carte sono in diminuzione.

Secondo quanto emerso dai numeri del primo semestre del 2023, presentati dagli Osservatori Digital Innovation del Politecnico di Milano, il panorama dei servizi finanziari tecnologicamente avanzati sta cominciando a evolversi in maniera profonda. Innanzitutto-

to, qualche cifra generale: nel nostro Paese le spese dei cittadini sono sostanzialmente stagnanti in termini reali. Quest'anno, infatti, si stima un totale intorno a 1.087 miliardi di euro, in rialzo del 6% rispetto al valore visto nel 2022. Questo incremento va però scontato per un'inflazione che probabilmente andrà a posizionarsi intorno al 5%.

RITMO INSOSTENIBILE

Dunque, un'economia ferma, che però non impedisce la prosecuzione della transizione verso un modello di consumo incentrato sulla moneta elettronica. Infatti, sempre secondo quanto esplicitato dal Polimi, nei primi sei mesi dell'anno sono stati spesi attraverso le carte 206 miliardi di euro. L'aumento rispetto alla prima metà del 2022, quando il totale si fermò a 182 miliardi, è stato di circa il 13%. Si tratta di una percentuale ragguardevole, ma comunque inferiore a confronto con il +22% visto nel segmento gennaio-giugno dell'anno passato rispetto al 2021 e al +25% registrato dal dato equivalente in tale annata in rapporto al 2020. La progressione delle cifre assolute è forse ancora più impressionante perché, dopo i primi sei mesi del 2020, durante i quali la crescita era stata depressa, il progresso cumulato dei volumi di acquisto da allora sino al 2023 è stato superiore al 73%. Questo ritmo è probabilmente insostenibile: gli stessi ricercatori del Politecnico fanno notare che il +13% di quest'anno è più in linea con la media storica di aumento di tale tipologia di pagamenti.

Non ci sarebbe da stupirsi, dunque, se si stesse andando incontro a un fenomeno di mean reversion. Da questo punto di vista, appare esplicito il commento di **Ivano Asaro**, direttore dell'**Osservatorio Innovative Payments**: «I pagamenti con carta crescono più dell'inflazione, stimata dall'Istat al +6,4% a giugno 2023, e ciò significa che gli italiani continuano a usare sempre di più i pagamenti elettronici. Senza ulteriori effetti esogeni o misure mirate all'adozione degli strumenti di pagamento digitali, però, la crescita andrà ad assestarsi nei prossimi anni ai livelli pre-pandemici».

CARTE PARI AL CONTANTE

Se poi si fa una previsione per quanto riguarda tutti i 12 mesi del 2023, comincia a delinearsi un quadro decisamente interessante e, come anticipato, pieno di sfide che richiederanno anni per essere vinte. Il to-

La sfida del valore aggiunto

Ma resiste un'Italia che fatica a cambiare e che peraltro spesso è caratterizzata da un profilo anagrafico più anziano e da una collocazione nei centri di minore dimensione, dove il tessuto delle filiali bancarie tradizionali è in forte diminuzione. Questa dicotomia delinea un panorama in cui si può affermare che il difficile sta cominciando adesso. Infatti, sostanzialmente, il mercato più immediato è già stato catturato e quello che rimane è un segmento caratterizzato da un maggiore costo di acquisizione, in una fase storica dove, peraltro, i servizi di pagamento stanno diventando sempre più una commodity dai margini molto risicati.

Per il settore della fintech sarà infatti fondamentale riuscire a creare e offrire sul mercato sempre di più servizi ad alto valore aggiunto. In questo senso, sicuramente l'imponente processo di digitalizzazione delle Pmi italiane rappresenta una base sulla quale lavorare. In particolare, un aspetto interessante è il potenziale di efficientamento dei bonifici, dove il paradigma basato sull'istantaneità non è così diffuso. Basti pensare ad ambiti b2b, quali la gestione dei flussi finanziari fra clienti e fornitori o fra questi ultimi e la pubblica amministrazione, in cui si deve ancora vedere il salto quantico già avvenuto nel mercato b2c.

tale transato con le carte, infatti, dovrebbe posizionarsi in una forbice che va da 425 a 440 miliardi di euro. La cifra ha un'importanza particolare, poiché dovrebbe risultare circa pari, per la prima volta nella storia del paese, a quanto speso utilizzando il contante. Il resto degli acquisti, ovviamente, viene effettuato attraverso l'uso di bonifici. In pratica, la Penisola, al giorno d'oggi, è una realtà esattamente in mezzo al guado, in cui circa la metà della popolazione si è ormai adattata a un paradigma moderno, mentre l'altro 50% ancora fa fatica a uscire da pratiche che stanno diventando sempre più arcaiche e inadeguate in un'economia come la nostra. L'affievolimento delle percentuali di aumento del denaro speso con carta fa pensare, peraltro, che i successivi salti non saranno né eccessivamente rapidi né facili. Interessanti al riguardo appaiono le considerazioni di **Valeria Portale**, direttore dell'**Osservatorio Innovative Payments**: «L'incentivazione dei pagamenti digitali è un'opportunità importante per l'Italia, perché questi strumenti abilitano servizi innovativi e sono un alleato nella lotta contro l'evasione fiscale. Inoltre, è importante sottolineare che incentivare i pagamenti elettronici non significa eliminare o vietare il contante, perché non bisogna dimenticare che quest'ultimo svolge una funzione di inclusione fondamentale».

CRESCONO LE TRANSAZIONI

Segnali di profonde trasformazioni sicuramente sono visibili esaminando una serie di

altri dati elaborati ancora dal Politecnico di Milano. Tra questi, l'evoluzione del totale del numero delle transazioni, che erano state 3,2 miliardi nei primi sei mesi del 2021, per passare poi a 3,8 nella finestra temporale equivalente del 2022 e arrivare a 4,5 nel 2023. Anno su anno la crescita è risultata superiore al 18,4%, un numero significativamente più elevato rispetto al 13% di aumento di soldi spesi. In pratica, si evince che lo scontrino medio dei pagamenti effettuati con carta si sta abbassando: da 47,9 euro circa nel 2022 a 45,8 quest'anno. Ragionevolmente, il fenomeno sembra indicare che gli italiani si stiano adattando a comperare con le carte in un numero sempre più alto di contesti, anche per piccoli consumi, e che la pratica si stia diffondendo fra tutti i ceti sociali. Dall'altra parte, trovano una base sempre più ampia di merchant.

Inoltre, non si può fare a meno di rilevare che il 70% degli acquisti effettuati in negozio tramite carta, per un ammontare complessivo intorno a 100 miliardi, viene concluso in modalità contactless. Questa percentuale sale oltre l'80%, se si aggiunge il transato portato a termine con l'interazione fra Pos e smartphone con oggetti wearable installati all'interno degli e-wallet. In quest'ultimo ambito, peraltro, la diffusione ha continuato a mostrare in tutti gli anni post-pandemia più o meno un raddoppio costante, segno che in questo caso non è finora sopraggiunto l'affievolimento e la possibile mean reversion della crescita sperimentati, invece, nei volumi transati via carta.

Obiettivo, ritorno assoluto sul mercato europeo

a cura di **Pinuccia Parini**

Quale approccio avere nei confronti di un mercato azionario in cui è aumentata la dispersione è il tema di approfondimento affrontato con **Robert Schramm Fuchs**, gestore del fondo **Horizon Pan Europe Absolute Return** di Janus Henderson Investors.

Qual è il vostro approccio d'investimento?

«Investiamo nell'azionario europeo e ci prefiggiamo di ottenere un rendimento assoluto positivo, indipendentemente dalle condizioni di mercato, con una volatilità che è circa la metà o comunque inferiore a quella delle borse europee. Per raggiungere questo risultato, il nostro modo di procedere prevede di creare un portafoglio composto da posizioni lunghe (massimo 40) e corte (massimo 25), con un long bias. La leva che utilizziamo è relativamente bassa: in media il 50%, ma può arrivare al 100%. Le nostre decisioni d'investimento sono tutte frutto di un processo bottom-up, che permette di creare un universo di titoli che rifletta la nostra visione del mercato. Al portafoglio applichiamo una

copertura per proteggerlo da possibili drawdown, prevalentemente sugli indici azionari europei e, solo opportunisticamente, su quelli americani».

Le vostre decisioni di investimento riguardano solo la componente azionaria o anche quella obbligazionaria?

«Investiamo in azioni e la liquidità a disposizione è in strumenti assimilabili a liquidità di breve termine, entro i tre mesi; di conseguenza il fondo non assume alcun rischio duration».

Date le attuali condizioni di mercato, ritiene che la strategia del fondo possa essere vincente?

«L'aumento della dispersione gioca a nostro favore. Per cogliere le opportunità che si presentano, procediamo attraverso un'oculata scelta dei titoli in base alla loro esposizione finanziaria e al loro business model. Prestiamo attenzione anche alle valutazioni, variabili da non trascurare dopo il forte aumento dei tassi d'interesse. Lo scorso anno è stato generalmente caratterizzato da un'outper-



ROBERT SCHRAMM FUCHS
gestore del fondo
Horizon Pan Europe
Absolute Return
Janus Henderson Investors

formance dei titoli value, con quelli growth che hanno subito un importante ridimensionamento. Quest'anno, rispetto al precedente, abbiamo visto una rivoluzione all'interno delle azioni che hanno guidato il mercato e, alla luce di ciò, si è assistito a un riposizionamento su alcuni nomi della tecnologia che, però, ritengo siano ormai vicini al picco».

Quali titoli si aspetta che potranno essere interessanti nel futuro immediato?

«Credo che ci possa essere un ritorno dei titoli value, perché i tassi così elevati richiedono valutazioni più contenute. Quando i tassi erano a zero, poco importava del merito di credito e una società poteva aumentare la propria leva finanziaria senza preoccupazioni. Oggi la situazione è cambiata, perché i costi di finanziamento sono aumentati e questo aspetto, se non osservato con attenzione, può mettere in crisi l'attività di un'impresa e ridurne sensibilmente la redditività».

Tuttavia, in un contesto di tassi elevati, alcuni titoli della tecnologia hanno avuto una performance decisamente robusta. Come lo spiega?

«Alcuni dei nomi che hanno guidato gli indici, soprattutto negli Usa, ma non solo, sono veri e propri leader nel loro campo. Noi stessi, visto che per una limitata percentuale del fondo ci è permesso farlo, abbiamo beneficiato dell'investimento in alcuni di questi nomi, ma il numero di titoli ai quali ascrivere questa outperformance è molto circoscritto e, da ora in poi, vediamo la possibilità che possano soffrire venti contrari. Un esempio è il settore dei semicon-

duttori, il cui turnaround sta richiedendo più tempo delle attese e sul quale pesano fattori di carattere politico. Poi, c'è l'altro aspetto legato ai tassi d'interesse. I rendimenti hanno ripreso a salire ancora una volta ed è un segnale preoccupante».

Che cosa intende?

«Nelle nostre decisioni d'investimento monitoriamo con molta attenzione la creazione della massa monetaria reale ristretta nei paesi G7 e negli E7. Quest'ultima è scesa in termini di tasso di variazione: dopo avere toccato il picco nell'autunno del 2020 e, agli inizi del 2022, è finita in territorio negativo, per poi rimbalzare. Questo movimento è coinciso con una correzione e successiva ripresa dei corsi del mercato azionario dallo scorso ottobre e, nello specifico, è stato anticipato dal rialzo dei titoli tecnologici. Tuttavia, negli ultimi sei mesi la variazione del tasso di crescita della massa monetaria ha ripreso a scendere e questo è un segnale di cautela per l'equity».

La massa monetaria è uno degli strumenti che utilizzate per decidere le vostre politiche d'investimento?

«È uno dei nostri più importanti leading indicator che utilizziamo per decidere l'esposizione azionaria del portafoglio che anticipa di circa tre-sei mesi l'andamento del mercato. Un tasso di variazione della crescita della massa monetaria in territorio negativo potrebbe portarci a decidere di non investire in tutti i 65 titoli (massima esposizione teorica) per controllare meglio il rischio. A questo proposito, usiamo anche strumenti derivati che ci permettano di beneficiare di possibili rialzi e ribassi dell'indice di mercato, poiché ci attendiamo anche un aumento della volatilità».

Quale tipo di contesto di mercato vi attendete per i prossimi sei mesi?

«Innanzitutto, maggiore volatilità, che si muove al di fuori della banda prevista, con supporti che vengono rotti al ribasso, cui fanno seguito dei forti rimbalzi. Potremmo assistere al Vix che passa da un livello di 13 a 20, per poi ridiscendere a 15 e, in un secondo momento, ritornare a 20. Per questa ragione, preferiamo non avere un grande portafoglio in azioni, perché ci attendiamo che, nei prossimi mesi, ci sarà un mercato

meno direzionale, più adatto al trading».

Le motivazioni di questa sua lettura del mercato su cosa si basano?

«La ragione più importante è la minore liquidità presente nel mercato, che amplifica le oscillazioni dei corsi. Con la pandemia, le banche centrali hanno creato un'ingente quantità di moneta, che è andata poi diminuendo con i primi rialzi dei tassi e gli indici azionari si sono comportati di conseguenza. Ma attenzione, nella nostra analisi utilizziamo non la crescita monetaria in senso assoluto, bensì il tasso di variazione (derivata seconda). Quindi, anche se quest'ultima è in territorio negativo, un miglioramento del rapporto di cambiamento offre un segnale positivo. Per il momento, non intravediamo indicazioni nette in questa direzione».

Come scegliete le azioni sulle quali andare long o short?

«Siamo stock picker non legati ad alcuno stile di investimento. Nello scenario attuale, preferiamo le azioni value difensive con cui costruire la parte lunga del portafoglio. Per quanto riguarda la componente corta, guardiamo ai titoli growth che trattano a multipli elevati e dove percepiamo che ci potrebbero essere alcune criticità da un punto di vista fondamentale. Tuttavia, le valutazioni non sono l'unico strumento in base al quale decidere un investimento. Infatti, quando consideriamo un titolo, ci facciamo sempre due domande: in chi investiamo e con chi investiamo. La prima riguarda il livello del management dell'azienda: sono persone credibili, adeguatamente incentivati, qual è il loro track record? La seconda, invece, considera la struttura dell'azionariato della società, per capirne la stabilità e ipotizzarne le evoluzioni future: ci sono investitori attivisti, è presente una famiglia che detiene il controllo, ci sono possibili controversie che possono emergere durante l'assemblea degli azionisti? Il processo descritto non viene applicato quando andiamo short di un titolo, perché in quel caso valgono più fattori di carattere tecnico, che prendono sempre in considerazione non il valore assoluto raggiunto, bensì il tasso di variazione percentuale di alcuni parametri che aiutano a comprendere lo stato di salute di un'azienda. Per quanto riguarda gli short, l'opzionalità è sempre a sfavore degli short seller, quindi dobbiamo essere più tattici».

Tempo di convertibili

a cura di Pinuccia Parini

In un mercato in cui domina ancora l'incertezza, Fondi&Sicav ha discusso con **Lee Manzi**, portfolio manager del fondo **Jupiter Global Convertibles** di **Jupiter Am**, l'opportunità di detenere titoli convertibili all'interno di un portafoglio, visto il loro profilo di rendimento asimmetrico.

Qual è stato l'interesse degli investitori verso le obbligazioni convertibili negli ultimi anni?

«Il 2021 e il 2022 sono stati anni impegnativi, mentre, durante il biennio precedente (2019-2020), l'asset class ha riportato performance molto interessanti trainate dai titoli tecnologici, attirando così l'interesse degli investitori. Per tutto il 2020 e gli inizi del 2021, ci sono stati flussi in entrata, ma poi il trend è mutato. Le ragioni di questo cambiamento sono da ricercare, da un lato, nelle elevate valutazioni dei titoli tecnologici e il loro successivo crollo, dall'altro, nei tassi in ascesa e nella conseguente normalizzazione della politica monetaria. Dopo anni di costo del danaro molto basso che permetteva alle aziende di fare facilmente investimenti, promettendo una crescita immediata, la situazione si è letteralmente capovolta».

Quest'anno, però, alcuni titoli della tecnologia hanno riportato consistenti apprezzamenti del loro

valore. Qual è la differenza rispetto al passato?

«La differenza è nelle valutazioni dei titoli: nel 2020, negli Usa, l'universo delle convertibili trattava a un P/E forward di 90x rispetto a un livello attuale che è intorno a 35-40x, se non addirittura più basso. E, poi, ci sono i tassi di interesse che sono molto più alti. È vero che quest'anno indici come l'S&P 500 devono la loro performance a un limitato numero di titoli tecnologici (peraltro non hanno emesso obbligazioni convertibili) che ne hanno alzato le valutazioni, ma per la restante parte del mercato i multipli sono molto più ragionevoli e le distorsioni presenti nei listini sono diminuite».

Ma l'universo delle convertibili nel 2019 è simile a quello attuale?

«Se si guarda al nostro indice di riferimento, il Refinitiv Focus, ci sono solo balanced convertible bond, il cui delta, cioè la sensibilità all'azione sottostante, è di solito tra 0,2 e 0,6. Le emissioni che guidavano il mercato nel 2020, concentrate soprattutto nel settore della tecnologia e del bio-tech e che, da un punto di vista azionario, trattavano a valutazioni elevate, sono scese molto. Parecchi di quei titoli costitutivi non sono più presenti e l'universo attuale è molto più bilanciato in termini settoriali. C'è quindi stato un cambiamento importante nel mercato».



LEE MANZI

**portfolio manager del fondo
Jupiter Global Convertibles
Jupiter Am**

Quali sono le sue considerazioni sull'attuale contesto di mercato per le convertibili?

«Dopo un periodo di boom, le performance del 2021-2022 sono state deludenti. Nel 2021 i settori che hanno fatto meglio sono stati le società di pubblica utilità, per la pandemia, i finanziari, per il rialzo dei tassi, e le materie prime, per il conflitto in Ucraina, tutti e tre comparti scarsamente rappresentati nel mercato delle convertibili, a differenza della tecnologia, che è stata invece molto penalizzata dal rialzo dei rendimenti reali. Si è trattato di un anno deludente in termini assoluti. Nel 2022 le convertibili sono scese, al pari della maggior parte delle asset class, ma hanno fatto meglio delle azioni, offrendo un supporto al ribasso del trend in atto e una performance non di molto peggiore a quella delle obbligazioni. Quest'anno il comportamento è stato scialbo, ma per ragioni specifiche che ritengo siano invece ora le motivazioni per cui i Cv bond sono da considerare interessanti come opportunità di investimento».

A che cosa si riferisce?

«L'asset class è salita circa il 2% da inizio anno, mentre le obbligazioni Ig, in Usa e in Europa, hanno fatto segnare un 1-2% e quelle Hy un 5%. Gli indici azionari principali sono stati più solidi, con l'S&P500 e lo Stoxx50 in rialzo di circa il 13% e l'indice Russel, che è più rappresentativo della capitalizzazione di mercato degli emittenti di convertibili negli Stati Uniti, è cresciuto solo del 2,5% e l'indice S&P500 a pari ponderazione è cresciuto del 2%. L'underper-

formance è da ascrivere alla discesa della volatilità, che abbiamo stimato abbia pesato per circa il 2,5% sul ritorno dello strumento in questione. La convertibile è un bond con un'opzione e se la volatilità scende, il valore dell'opzione diminuisce. Riteniamo di essere entrati in una fase in cui la volatilità è destinata ad aumentare rispetto ai minimi pluriennali e pertanto supporterà le valutazioni future. La normalizzazione della politica monetaria, da un lato, e una serie di incertezza macro e geopolitiche, dall'altro, dovrebbero spingerla al rialzo e quest'ultimo è un elemento favorevole per i cv bond. In tale contesto, lo stock picking diventa sempre più importante. In aggiunta, le valutazioni sono interessanti, sia dal punto di vista del livello assoluto della volatilità, implicita e realizzata, sia stimando il livello teorico cui dovrebbero trattare dato un determinato livello di volatilità e di credit spread, variabili utilizzate per calcolarne il fair value. Al momento, possiamo affermare che in Europa e Asia siano a buon mercato, mentre in Usa e in Giappone siano correttamente prezzate. Altro aspetto, che va preso in considerazione, è che molte società, soprattutto negli Stati Uniti, stanno ricomprando le proprie convertibili e, se lo fanno, è perché riscontrano sia conveniente farlo».

Per quanto riguarda invece il livello di nuove emissioni?

«Stanno iniziando ad aumentare. Si tratta di un aspetto che gioca a favore dell'asset class, anche perché si sta ampliando il numero di settori presenti. Infine, le cedole sono molto più attrattive e il premio pagato è più basso: agli inizi del 2021 la media del tasso di interesse era intorno all'1,5%, mentre il premio era circa il 40%. Oggi siamo, rispettivamente al 3% e sotto il 30%».

Lei ha parlato di aumento della volatilità come fattore a sostegno delle convertibili, ma non trova che sia un indicatore difficile da leggere, soprattutto nel contesto attuale?

«È vero: c'è la volatilità buona e quella cattiva. I mercati che salgono in modo graduale, generalmente, riducono la volatilità, mentre se scendono l'aumentano. Se si muovono in modo erratico, diventano più volatili. Il nostro scenario centrale è che siamo al picco dei tassi d'interesse, che potrebbero rimanere elevati per un periodo più lungo del previsto, ma con limitate possibilità di ulteriori incrementi. Crediamo che l'inflazione continui a diminuire e che l'economia cresca a livelli ragionevoli, senza andare incontro a un hard landing: è uno scenario costruttivo, anche se presenta alcuni rischi».

Quindi un contesto che potrebbe essere favorevole alle convertibili?

«C'è ancora incertezza che potrebbe favo-



rire l'investimento in Cv bond come strumento per migliorare il ritorno di un portafoglio aggiustato per il rischio e la frontiera efficiente dello stesso. Non ci attendiamo un mercato azionario debole, ma pensiamo che l'andamento dei corsi abbia caratterizzazioni diverse rispetto a quelle mostrate da inizio anno. Le considerazioni sulla volatilità e le valutazioni sono importanti perché, così come descritto, costituiscono un cuscinetto se le borse dovessero scendere e, nel caso contrario, un potenziale per generare dei ritorni assoluti. Detto ciò, siamo consapevoli che sulle piazze finanziarie possano soffiare venti contrari».

Quale parte del mercato ritiene più interessante?

«Se si considera una serie di parametri, l'Europa, per le valutazioni, è meglio degli Usa. La qualità del credito degli emittenti è migliore e ci sono titoli legati alla realizzazione di infrastrutture per una crescita più verde e sostenibile. L'Asia, invece, è interessante sia per le valutazioni, sia per il profilo tecnico delle convertibili: c'è un ampio numero di titoli che trattano a un premio molto contenuto, che permette di partecipare al movimento al rialzo dell'azione sottostante, anche in presenza di apprezzamenti contenuti, e hanno bilanci molto solidi. In sintesi, vi è una combinazione favorevole: valutazione dell'equity e della convertibile attrattiva e una buona convessità».

Come è strutturata la vostra politica d'investimento?

«Per quanto riguarda il fondo Jupiter Glo-

bal Convertibles, la selezione dei titoli è il fattore principale, ma riteniamo che anche la view macro sia una parte importante del processo di investimento. Di solito il 70% del portafoglio è composto da Cv bond scelti attraverso un approccio bottom-up e il restante 30% è top-down, anche se al momento quest'ultima percentuale ha un peso inferiore. Inoltre, oggi diamo maggiore enfasi a temi specifici: il turismo e viaggi, perché crediamo che la spesa per consumi rimanga resiliente, i semiconduttori, grazie alla maggiore diffusione dei veicoli elettrici, le infrastrutture legate alla sostenibilità, l'Ai, anche se i titoli presenti sono limitati, e i consumi nei mercati emergenti. Indipendentemente dal rallentamento economico, li riteniamo cambiati con prospettive di crescita nel lungo periodo».

In tema di consumi, però, la Cina sta mostrando segnali di rallentamento. Che cosa ne pensa?

«È un dato acquisito, vista la deludente performance dell'economia. Tuttavia, se le autorità cinesi decidessero misure di stimolo più incisive e più efficaci, credo che ci sarebbero opportunità interessanti. E questo tema può essere cavalcato non solo comperando titoli asiatici: vi sono aziende europee esposte a questo trend che hanno emesso convertibili le cui valutazioni sono appetibili, prezzate appena sopra la parità e con un basso premio. È proprio questa la bellezza che i Cv bond offrono a volte: si può partecipare al rialzo di un titolo mantenendo un profilo di rischio contenuto».

Quali sono i rischi che intravede

all'interno dello scenario che ha delineato?

«Sicuramente un'inflazione più alta e, di conseguenza, tassi d'interesse più elevati. L'evoluzione peggiore sarebbe sfociare in un regime di stagflazione, una situazione che sarebbe molto negativa, sia per le azioni, sia per le obbligazioni e, di conseguenza, anche per le convertibili. Noi cerchiamo di mitigare questo rischio all'interno del portafoglio attraverso l'investimento in emittenti il cui profilo di credito è di qualità, dove siamo fiduciosi che vi sia un buon supporto al ribasso. C'è una serie di preoccupazioni sul mercato per quanto riguarda l'andamento dei prezzi al consumo, ma devo dire che, sia la componente servizi, sia il comportamento delle materie prime, a eccezione del petrolio, non sembrano generare particolare apprensione».

Vede un interesse da parte degli investitori nei confronti delle convertibili?

«Nel 2022 e agli inizi del 2023 l'asset class ha conosciuto alcuni riscatti, che sembrano però avere toccato il picco. Credo che strutturalmente, all'interno di un portafoglio, ci debba essere una percentuale destinata alle convertibili per le ragioni già menzionate. C'è poi un aspetto tattico, che deve essere valutato dal singolo investitore, ma è difficoltoso fare market timing. Sono convinto che si debba adottare un'ottica di lungo periodo, soprattutto quando si attraversano fasi che sono difficili da interpretare e nessuno ha la sfera di cristallo per predire il futuro».



Un settore pronto per un grande cambiamento

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

- Si prevede che il mercato globale dell'aviazione privata metterà a segno un tasso di crescita annuo composto (Cagr) del 4,06% dal 2022 al 2029, raggiungendo il valore di 38,34 miliardi di dollari entro il 2029.

- I business jet di piccole dimensioni rappresentano circa il 46% del mercato globale.

- La regione del Nord America è il mercato di maggiore rilievo per l'aviazione privata, seguita da Europa e Asia Pacifico.

Il mercato dell'aviazione privata rappresenta un settore globale che fornisce servizi di trasporto a individui e aziende utilizzando aeromobili privati. La segmentazione del mercato sulla base delle piattaforme mostra una prevalenza dei jet di piccole dimensioni (circa 46%), seguiti dai mezzi di grande mole (circa 26%) e, da ultimo, dagli aerei di medio livello (circa 24%).

Si prevede che il mercato globale dell'aviazione privata metterà a segno un tasso di crescita annuo composto (Cagr) del 4,06% dal 2022 al 2029, raggiungendo un valore di 38,34 miliardi di dollari entro il 2029.

Tra i principali driver si individuano:

- la sempre maggiore domanda da parte di persone ad alto reddito (Hnwi) e di aziende per modalità di spostamento efficienti e convenienti, l'espansione dell'economia globale e l'aumento dei redditi disponibili;
- la crescita dell'urbanizzazione e l'aumento dei viaggi d'affari;
- gli sviluppi tecnologici negli aeromobili privati, che consentono di raggiungere una maggiore autonomia di volo grazie alla realizzazione di motori più efficienti e a minimo impatto ambientale, con particolare riferimento alle tecnologie ibride-elettriche.

La regione del Nord America rappresenta il mercato di più grande rilievo per l'aviazione privata, trainato dalla presenza di un gran numero di Hnwi e di aziende, oltre a

un'infrastruttura dedicata a supporto particolarmente sviluppata.

L'analisi dei principali attori del mercato dell'aviazione privata include: i produttori di aeromobili (Boeing, Airbus, Bombardier, Dassault Aviation, Gulfstream Aerospace), gli operatori nel noleggio (NetJets, Xojet, VistaJet, Air Charter Service, Gama Aviation) e le aziende di gestione degli aerei (FlightSafety International, Gama Aviation, Jet Aviation, NetJets, Signature Aviation).

Alcune delle principali tendenze in atto includono il passaggio verso la proprietà frazionata e la possibilità di usufruire di servizi di trasporto privato on-demand, la riduzione delle emissioni e lo sviluppo di nuove tecnologie.

Proprietà frazionata e servizi on-demand rappresentano modelli alternativi di utilizzo dei mezzi, che consentono di accedere ai vantaggi dell'aviazione privata senza l'impegno finanziario legato all'acquisto. Anche la crescente domanda di sostenibilità è un trend di rilievo: il settore è infatti fortemente sotto pressione per quanto riguarda la riduzione delle emissioni, che viene ottenuta attraverso l'utilizzo di carburanti sostenibili e aeromobili più efficienti.

Le nuove tecnologie, come l'intelligenza artificiale e l'apprendimento automatico, vengono utilizzate per migliorare l'efficienza e la sicurezza delle operazioni: ad esempio per ottimizzare la pianificazione dei voli e prevedere le esigenze di manutenzione.

ANALISI SWOT

Punti di forza

- Viaggi esclusivi e convenienti.
- Accesso a un numero maggiore di aeroporti e tempi di viaggio più brevi.
- Programmazione flessibile e servizio personalizzato.
- Elevati standard di sicurezza.
- Crescente domanda da parte di Hnwi e aziende.

Debolezze

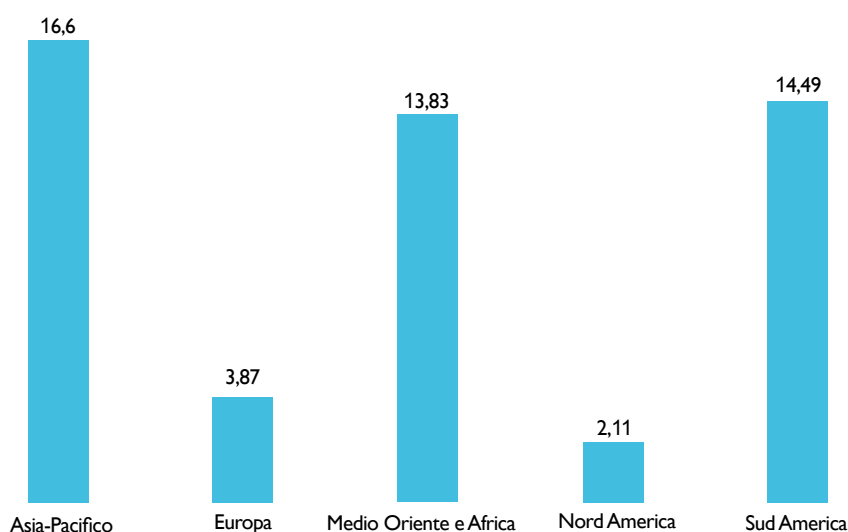
- Elevati costi.
- Ambiente normativo complesso.
- Scarsità di piloti.
- Impatto ambientale.

Opportunità

- Crescente economia globale e aumento dei redditi disponibili.



GRAFICO 1- MERCATO DEI JET PRIVATI-CAGR DAL 2022 AL 2029 (%) PER AREA GEOGRAFICA



Fonte: Mordor Intelligence

- Espansione dell'urbanizzazione e incremento dei viaggi d'affari.
- Crescente domanda per viaggi sostenibili.
- Sviluppo di nuove tecnologie.

Minacce

- Calo economico.
- Instabilità politica.
- Catastrofi naturali.

SCENARI DI SVILUPPO

Scenario 1: crescita continua

Nel caso che prevalesse questo ottimistico scenario, il mercato dell'aviazione privata continuerebbe a crescere a un ritmo costante, trainato da fattori come l'aumento della ricchezza, la globalizzazione e il desiderio di comodità e privacy. Questo incremento

sarebbe particolarmente forte nei mercati emergenti, dove vi è un sempre maggiore numero di individui ad alto reddito e di aziende. All'interno di questo contesto, il mercato dell'aviazione privata diventerebbe ancora più competitivo, con new entry e operatori esistenti in grado di contendersi quote di mercato. Ciò porterebbe a innovazioni nel design degli aeromobili, nelle offerte di servizio e nella determinazione dei prezzi.

Scenario 2: crescita rallentata

Se si avverasse questo scenario, il mercato dell'aviazione privata sperimenterebbe una crescita più lenta rispetto al passato. Ciò potrebbe essere dovuto a fattori come il rallentamento dell'economia globale, l'aumento della regolamentazione o le preoccupazioni legate a tematiche ambientali.

All'interno di un simile contesto, il settore diventerebbe più consolidato, con pochi operatori a controllare le maggiori quote del mercato, che si concentrerebbero, per competere, sulla differenziazione e sul servizio al cliente.

Scenario 3: perturbazione delle attuali condizioni di mercato

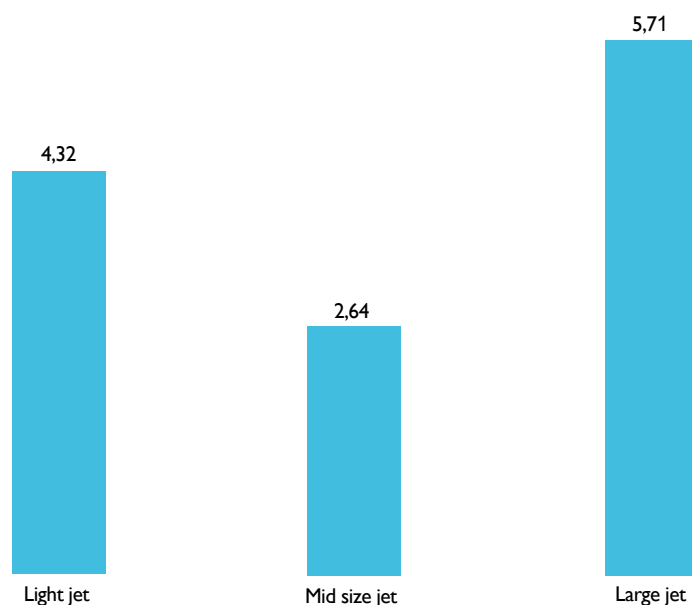
In questo scenario, il mercato dell'aviazione privata subirebbe una perturbazione per effetto dell'introduzione di nuove tecnologie o di modelli di business alternativi. Ad esempio, l'avvento degli aeromobili elettrici potrebbe rendere l'aviazione privata più accessibile ed ecocompatibile. Oppure, la crescita della proprietà frazionaria e dei servizi di noleggio dovrebbe rendere l'aviazione privata accessibile a un pubblico più ampio.

All'interno di questo contesto, il mercato dell'aviazione privata si trasformerebbe in un'industria più diversificata e dinamica. Nuovi operatori emergerebbero con offerte innovative, mentre le società esistenti sarebbero costrette ad adattarsi al cambiamento del panorama.

Quale scenario è più probabile?

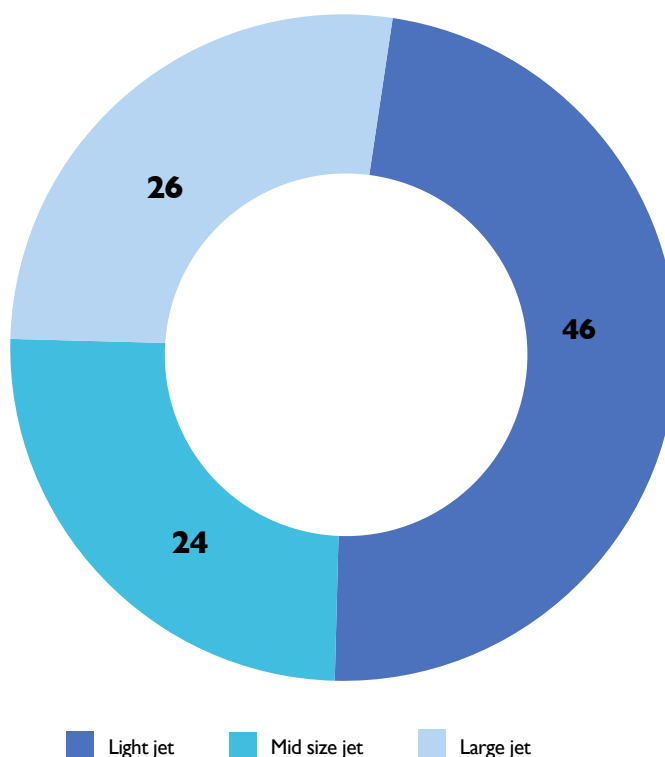
È difficile stabilire quale di questi scenari sia più probabile. Il futuro del mercato dell'aviazione privata dipenderà da una serie di fattori, tra i quali i principali sono l'economia globale, la regolamentazione governativa e l'innovazione tecnologica. Tuttavia, è chiaro che l'intero comparto è pronto per un

GRAFICO 2- MERCATO DEI JET PRIVATI-CAGR DAL 2022 AL 2029 (%) PER TIPOLOGIA DI AEROMOBILE



Fonte: Mordor Intelligence

GRAFICO 3- SUDDIVISIONE DEL MERCATO DAL 2022 AL 2029 (%) PER TIPOLOGIA DI AEROMOBILE



cambiamento significativo nei prossimi anni. Il settore sta già affrontando sfide come le preoccupazioni ambientali e l'incremento dei costi, ma sta anche beneficiando di una forte domanda e di progressi tecnologici. È credibile che questo mercato continuerà a crescere nel lungo termine, ma è altrettanto

prevedibile che subirà una significativa perturbazione, che sarà guidata da nuove tecnologie, modelli di business e preferenze dei clienti. Le aziende dell'aviazione privata che avranno maggiore successo in futuro saranno quelle in grado di adattarsi a questi cambiamenti e offrire soluzioni innovative ai propri clienti.

FONDI&SICAV

conoscere per investire al meglio

ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER



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

www.fondiesicav.it

seguici



FOCUS BOND

Il ritorno della volatilità



KAIROS
a Julius Baer Group company

 **EURIZON**
ASSET MANAGEMENT

Amundi
ASSET MANAGEMENT





Fine estate turbolenta per i bond

Testo e interviste a cura di Pinuccia Parini



Aumentano i segnali di rallentamento del ciclo economico, ma anche i timori per l'andamento dell'inflazione a causa del rialzo del prezzo del greggio. Settembre ha segnato un ulteriore rialzo dei rendimenti obbligazionari, cogliendo di sorpresa il mercato. Rimangono i punti di domanda: da un lato, l'ormai da tempo prevista recessione che sinora non si è materializzata e, dall'altro, il livello dei tassi che potrebbe rimanere elevato per un periodo più lungo. Le banche centrali, nonostante le decisioni non univoche negli ultimi meeting, hanno ribadito che le decisioni future saranno guidate dai dati, che decideranno la traiettoria della politica monetaria. Nel frattempo gli investitori si trovano a gestire un mercato difficile, dove è ritornata la volatilità che ha riguardato la maggior parte degli attivi finanziari. I prossimi mesi non saranno certo di facile gestione e quali strategie adottare nel reddito fisso è un tema più che mai attuale.

«Interpretare la volatilità nei bond»



ROCCO BOVE
head of fixed income
Kairos Partners Sgr

KAIROS
a Julius Baer Group company

La disfasia dei cicli economici può aumentare i rischi geopolitici? Questi ultimi possono influire negativamente sul reddito fisso?

Rocco Bove: «I rischi geopolitici sono presenti e, potenzialmente, la disfasia dei cicli economici può inasprirli. Tuttavia, a esclusione del Giappone, ritengo che gli attuali differenti andamenti dell'economia possano essere riconducibili a sfasamenti temporali e alle tempistiche di intervento delle diverse banche

centrali. Vedo alcuni impatti sul reddito fisso in termini di valori relativi, ma non così forti da potere guidare le scelte di asset allocation. Se dovessi pensare a una classe di attivi che potrebbe essere più esposta a questa disfasia, la individuerei nel debito emergente, più sensibile alle recrudescenze geopolitiche in una fase di rallentamento del ciclo economico. Detto ciò, la desincronizzazione dei cicli potrebbe generare tensione, soprattutto a livello valutario, aspetto quest'ultimo che ha evidentemente forti impatti sui mercati finanziari. Inoltre, vorrei evidenziare il ruolo che la Cina sta giocando in termini di squilibrio tra domanda e offerta sul mercato obbligazionario americano, a cui si può ricondurre una delle ragioni del recente inasprimento dei rendimenti in Usa. Anche il petrolio è, di fatto, sempre più un fenomeno geopolitico e il suo apprezzamento potrebbe essere preoccupante più per l'impatto sull'economia che sull'inflazione, aspetto quest'ultimo sul quale sono cautamente più ottimista, perché non mi aspetto significative recrudescenze nell'andamento dei prezzi al consumo».

Cosimo Marasciulo: «Non penso che si sia dinanzi a una disfasia e anch'io concordo con il fatto che spesso si tratti semplicemente di un divario temporale tra i cicli economici dei diversi paesi. Ritengo, infatti, che il tema del rallentamento macroeconomico sia ormai ampiamente condiviso per il 2024, anche



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

Amundi
ASSET MANAGEMENT

se la sua profondità non è ancora misurabile. Quando ci si trova in fasi come quella attuale, essendo l'economia globale percepita come un gioco a somma nulla, inevitabilmente si creano reazioni contrastanti. La decisione dell'Opec+ va letta come una misura atta a prevenire la possibile contrazione della domanda aggregata nei mesi futuri ed è stata anticipata con un taglio della produzione. È evidente che c'è anche un tema geopolitico tra Stati Uniti e Arabia Saudita ed è presente il rischio che, in qualche modo, in uno scenario in cui il mercato sta prezzando un soft landing, il prezzo del petrolio in salita tenda ad aumentare le probabilità di scenari di coda. Il greggio ha chiaramente un effetto inflativo, come si è visto nel recente dato sul Cpi headline negli Usa, ma anche deprimente sui consumi, perché contribuisce a diminuire il reddito disponibile reale. In una fase in cui ci sono segnali che il consumatore medio è già sotto pressione, ciò genera ulteriori preoccupazioni. Parlando, invece, di Cina, guardavo recentemente un grafico del Treasury americano e notavo un'elevata correlazione con il trend del renminbi: l'innalzamento dei rendimenti coincideva con un deprezzamento della divisa cinese. È all'interno del recente movimento di bear steepening, che si inserisce in modo im-



portante il tema geopolitico. Ciononostante, si sta parlando di fattori che non sono facili da tenere in considerazione quando si decide l'allocazione nei portafogli e, poiché vanno ad alimentare gli scenari di coda in un contesto dove la volatilità rimane generalmente contenuta, si possono affrontare con strategie di opzioni».

Però, di recente, si è assistito a un aumento della volatilità. Qual è la vostra lettura?

Cosimo Marasciulo: «Abbiamo assistito a un'impennata negli ultimi giorni di settembre, dopo avere visto, non senza qualche perplessità, un Vix che era rimasto per lungo tempo a livelli bassissimi. Si è tuttora in uno scenario in cui non resterei corto di volatilità: ritengo che si dovrebbe attestare a livelli più elevati nel 2024».

Dopo il meeting di settembre della Bce, le prospettive di politica monetaria sono cambiate?

Cosimo Marasciulo: «Dell'ultima riunione abbiamo appreso che è stato un incontro estremamente equilibrato, con il 50% dei governatori che intendeva alzare i tassi e la restante metà che li voleva tenere fermi. Si è respirata tensione, dopo che, negli incontri precedenti, il consenso tra i membri del Consiglio direttivo era stato molto più ampio. Alla fine, la decisione è stata presa dalla presidente Christine Lagarde: ha scelto di dare un segnale di tassi al picco, piuttosto che decidere una pausa per poi riprendere con gli aumenti. Credo che, probabilmente, la barra per alzare ulteriormente i tassi sia molto alta: perché ciò avvenga, è necessario che accada qualcosa di molto importante. Ma c'è stata anche un'altra notizia che ha generato nervosismo. I governatori più falchi, infatti, hanno messo sul tavolo la possibilità di non reinvestire i titoli in scadenza nel Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (Pepp), che è ancora in atto, e si sta creando un consenso nel mercato che ciò venga annunciato a dicembre, alimentando inevitabilmente diverse preoccupazioni, in particolare per i titoli della periferia europea. I timori sono legati all'offerta netta di obbligazioni sul mercato che, se il Pepp vedesse ridimensionato il proprio ruolo, potrebbe peggiorare nel 2024 e generare volatilità sulle piazze finanziarie. Tutto ciò ricorda, in qualche modo, quanto

è successo nel quarto trimestre del 2018, quando la Banca centrale voleva diminuire gli acquisti di titoli».

Rocco Bove: «Il collega ha spiegato chiaramente la dinamica presente nella Bce che, da un lato preoccupa, dall'altro certifica una situazione che è cambiata nel ciclo economico europeo, al suo interno molto variegato. È evidente che l'eventuale decisione di passare dall'alzare i tassi d'interesse a diminuire le operazioni a mercato aperto è un tema da prendere in considerazione e genera apprensione. Inoltre, non mi sembra che questo rischio sia ancora correttamente prezzato dal mercato, forse perché viene esorcizzato o semplicemente rimandato più in là nel tempo. Non credo, però, che la revisione del Pepp accada a brevissimo, anche se comprendo la necessità di dovere trovare una sorta di compromesso tra le diverse posizioni all'interno della Bce. Tuttavia, ritengo che il vero cambiamento nell'atteggiamento delle maggiori banche centrali sia stato il passaggio da un approccio dogmatico di lotta all'inflazione a un altro che, invece, dipende dai dati. Ciò vale soprattutto per la Fed, ma anche per la Bce. Così facendo, le due istituzioni si sono assicurate un margine di opzionalità per prendere le prossime decisioni in base a ciò che avverrà in futuro. In altre parole, non c'è più l'obbligo di intervenire a tutti i costi per contrastare l'inflazione, perché c'è il rischio che ciò diventi, soprattutto in Europa, sensibile e costoso. Penso che si sia di fronte a un cambio di paradigma che non esclude ulteriori rialzi o che ci siano interventi di altra natura monetaria, ma indica che è mutato il modo con

cui le banche centrali guardano al mercato: è necessario trovare un nuovo equilibrio che va faticosamente ricercato tra inflazione e ciclo economico».

Quindi cambiamenti in vista per il Pepp a dicembre?

Rocco Bove: «Se i governatori con le posizioni più hawkish riusciranno a spingere l'intero Consiglio direttivo in quella direzione, sarà possibile che ciò avvenga, ma ci sono due terzi scomodi: l'economia e il mercato. È abbastanza controintuitivo pensare che una decisione possa essere presa senza considerare le ricadute sui mercati finanziari e, come derivata seconda, sull'economia, visto che si tratterebbe di una misura che drena liquidità dal sistema. Anche chi ha le posizioni più intransigenti non può ignorare la debolezza dell'attività economica nel Vecchio continente, cui non si sottrae neppure la sua maggiore economia».

Cosimo Marasciulo: «Il bilancio della Bce è diventato molto ampio e, con tassi in risalita, si sono determinate delle perdite. L'obiettivo di una banca centrale non è la generazione di utili, ma sarebbe spiacevole andare dal proprio governo e chiedere una ricapitalizzazione. Questa è la ratio che potrebbe spiegare la volontà di ridurre le dimensioni del bilancio in anticipo: è un tema politico importante all'interno della Banca Centrale Europea. A fine anno potrebbe aprirsi una finestra di opportunità per rivedere il Pepp, perché, altrimenti, una volta iniziato il ciclo di taglio dei tassi, sarebbe impossibile parlare di quantitative tightening. Capisco, comunque,



che si tratti di una scelta delicata e, di sicuro, la dinamica dello spread del Btp sarà una cartina tornasole importante per la Bce se decidere di procedere con la fine del piano di riacquisto oppure non farlo».

Le considerazioni fatte sulla Bce valgono anche per la Fed, visto che l'inflazione headline negli Usa è salita?

Rocco Bove: «È vero, si è registrato un aumento del petrolio che ha spinto al rialzo il dato headline che non sottovaluto e che potrebbe produrre ulteriore volatilità sul mercato. Tuttavia, si tratta, appunto, di inflazione complessiva. La mia percezione è che la Fed dell'inflazione consideri principalmente l'impatto del mercato del lavoro, che è il fattore di trascinamento di lungo termine e che la preoccupa prima di tutto, tanto è vero che è stata la parte più fastidiosamente effervescente e resiliente all'interno dei dati macroeconomici degli ultimi mesi. Personalmente, penso che la Banca centrale americana possa essere meno in apprensione, visto che le dinamiche occupazionali, nonostante una serie di rischi, siano ancora presenti, si stanno stabilizzando».

Cosimo Marasciulo: «La Fed ha un chiaro mandato di crescita e piena occupazione. La sua attenzione è sempre stata sul Personal consumption expenditures deflator e si è storicamente focalizzata sulla componente core più di quanto non abbia fatto la Bce. I tassi d'interesse nominali negli Usa sono tra i 250 e i 300 punti base superiori al teorico tasso neutrale, che la Fed pensa sia tra il 2,5% e il 3%: si tratta di un divario dai tassi attuali molto ampio. Quando si ipotizza un possibile taglio nel 2024, quindi, non lo si deve ascrivere necessariamente a una recessione, bensì alla necessità di non avere più livelli così elevati in vista di un'inflazione che cala: se i tassi nominali rimangono uguali e i prezzi al consumo scendono, quelli reali diventano ancora più restrittivi. L'economia americana, è vero, ha dato segnali di tenuta superiori alle attese, vuoi perché gli effetti dei rialzi non si sono ancora pienamente manifestati, vuoi perché, di fatto, non avendo normalizzato il proprio bilancio, la Fed ha in qualche modo schermato il settore privato da perdite importanti. Il nostro scenario centrale è che la Federal Reserve, insieme alla Bce, taglieranno i tassi il prossimo anno per portarli a un territorio più vicino alla neutralità».



Ritenete che le elezioni possano esercitare pressioni sulla Fed?

Rocco Bove: «Avranno un peso perché, come sempre avviene, ogni anno elettorale ha le sue peculiarità. Però, non va dimenticato che gli effetti delle decisioni della Fed che si vedono ora sono frutto di misure prese in precedenza e lo stesso varrà per il 2024. Quindi, se mai dovesse ritenere necessario agire, è forse meglio farlo prima possibile, ma non penso che le elezioni saranno un fattore troppo rilevante nelle decisioni di politica monetaria».

Cosimo Marasciulo: «Normalmente la Fed ha sempre voluto mantenere un atteggiamento neutrale, ma non è escluso che l'appuntamento elettorale possa costituire un vincolo per la sua operatività. Il governatore

Powell, però, è sempre stato molto equilibrato e penso che continuerà in questa direzione, assumendosi la responsabilità di fare la cosa giusta».

Qual è la vostra lettura dell'innasprimento dei rendimenti a fine settembre?

Rocco Bove: «Difficile rispondere in modo univoco. Secondo me, ci sono stati diversi fattori tecnici e fondamentali. Da un punto di vista tecnico è venuto un po' a mancare il compratore marginale e lo si è iniziato a percepire da questa estate. Guardando, invece, alle motivazioni di carattere fondamentale, si può menzionare il rialzo del greggio e le aspettative errate maturate dalla lettura delle dichiarazioni accomodanti da parte soprattutto della Fed, che avevano condotto il mercato ad avere un atteggiamento estremamente

La “sorpresa” del mercato del credito



MASSIMO SPADOTTO
head of credit strategies
Eurizon



Dopo i meeting di settembre di Fed e Bce, le prospettive di politica monetaria sono cambiate?

«Le riunioni del mese di settembre hanno visto Fed e Bce allineare le proprie decisioni alle attese di mercato; tuttavia, entrambe le banche centrali hanno evidenziato che l'attuale livello dei tassi è destinato a consolidarsi nei prossimi mesi, alla luce di un contesto macro che vede l'inflazione in discesa, ma troppo lenta, e un livello di crescita che ancora non mostra chiare evidenze recessive. Negli Usa, la Fed ha mantenuto i tassi invariati, in linea con le attese, ma ha confermato toni piuttosto hawkish lasciando aperta la possibilità di intervenire nuovamente al rialzo, qualora il mix tra inflazione e crescita dovesse richiederlo. In particolare, le nuove pressioni sul livello di inflazione totale, derivanti dall'incremento del prezzo del petrolio, sollevano diverse preoccupazioni. In Europa la Bce è intervenuta con un ritocco di 25 punti base annunciando contemporaneamente una pausa nei rialzi, a fronte di aspettative macro in deterioramento. L'atteggiamento delle due istituzioni centrali propende, quindi, per mantenere tassi stabili sugli attuali livelli, in attesa di valutare l'evoluzione del quadro macro, rimandando eventuali nuovi interventi a partire dal 2024».

La disfasia dei cicli economici può aumentare i rischi geopolitici? Questi ultimi possono influire negativamente sul reddito fisso?

«Le diverse tempistiche di evoluzione del ciclo macroeconomico nelle principali aree geografiche sono certamente un tema di attenzione che può contribuire ad alimentare tensioni di tipo geopolitico. Nel contesto attuale, ad esempio, la Cina, che fatica a riprendere il ritmo di crescita auspicato e preventivato

dalle stesse autorità di Pechino, vede di riflesso un'economia Usa molto resiliente, capace di confermare un ritmo di crescita positivo, nonostante la forte stretta monetaria in corso. Il diverso contesto di evoluzione macroeconomica tra Cina e Usa contribuisce, in parte, ad alimentare un quadro più ampio di tensioni tra i due paesi. Sebbene l'evoluzione macro sia un elemento certamente importante, molto probabilmente il principale fattore che può giocare un ruolo negativo per i titoli a reddito fisso nel breve periodo è rappresentato dall'incremento del prezzo del petrolio, che genera pressione sui prezzi legati alle materie prime energetiche e quindi sull'inflazione totale. Sebbene, a oggi, il mercato stia ancora valutando le effettive ripercussioni sui prezzi, la possibilità che l'inflazione veda rallentato il proprio percorso di rientro apre di nuovo le porte alla possibilità che la Fed e le altre banche centrali possano riprendere il percorso dei rialzi, andando quindi a impattare negativamente sui ritorni degli asset a reddito fisso».

Quali segmenti del mercato del credito ritenete interessanti?

«In questo 2023, il credito è risultato uno dei mercati “sorpresa” per la resilienza e le performance realizzate rispetto alle aspettative di inizio anno. Gli asset allocator, che vedevano la recessione imminente come conseguenza di un rialzo repentino e di grossa magnitudine delle banche centrali, focalizzandosi sui titoli governativi, hanno dedicato percentuali di portafoglio relativamente contenute al credito con il timore di incrementi dei tassi di default. Elementi di carattere fondamentale, come la disponibilità di cassa nelle aziende, la contrazione limitata dei margini con utili sopra le aspettative e fattori tecnici come i profili delle scadenze e la ridotta allocazione da parte degli operatori di mercato hanno reso possibile una buona performance di tutte le parti del credito. In generale riteniamo tutti i segmenti di questo mercato interessanti in un'ottica di gestione dinamica che modifica la propria esposizione in funzione di nuove evidenze sul fronte macroeconomico e microeconomico».

In termini assoluti, come giudica il rendimento dei titoli high yield?

«Se il mercato del credito in generale ha colpito per la sua resilienza, il segmento high yield è certamente quello che più ha sorpreso. Aspetti microeconomici, come la cassa a disposizione nei bilanci, gli interessi passivi “bloccati” negli anni recenti sfruttando opportunità di finanziamento e rifinanziamento a spread di credito ai minimi storici e aspetti tecnici, come le scadenze del debito posticipate al 2025 e 2026, supportati da un mercato di M&A contratto

compiacente. Penso che il forte rialzo dei rendimenti sia stato molto violento e possa essere anche giudicato eccessivo. Non ritengo che le dinamiche tecniche si ristabilizzino nel breve periodo, perché sono convinto che ci saranno differenti compratori di titoli del tesoro americani, visto che, sia la Cina, sia il Giappone, hanno ridotto in modo importante il loro volume d'acquisti. È un po' sorprendente la reazione che avuto il mercato, ma credo

che il prossimo movimento strutturale dei tassi sarà al ribasso».

Cosimo Marasciulo: «Se dovessi analizzare il rialzo dei tassi d'interesse, identificherei tre fasi. La prima è avvenuta durante il periodo estivo, quando il movimento rialzista era stato guidato dai tassi reali, mentre i titoli breakeven inflation erano rimasti sostanzialmente stabili, con la curva che aveva accen-

nato a un leggero irripidimento. In pratica, il mercato aveva prezzato l'“higher for longer”, con l'assunzione che la Fed avrebbe tagliato i tassi più in là nel tempo. Poi c'è stato lo shock petrolifero, con i tassi europei che hanno sottoperformato quelli americani a causa del loro maggiore beta rispetto alla materia prima. Il mercato ha guardato più all'effetto inflativo, piuttosto che a quello depressivo sulla domanda aggregata. Penso

o inesistente, come conseguenza di politiche monetarie restrittive, hanno ridotto l'offerta netta di titoli speculativi e ciò ha dato supporto ai corsi e, come conseguenza, ha provocato una performance inattesa».

A cosa ascrive la buona performance degli strumenti high yield rispetto a quelli investment grade?

«Il trade di compressione, quello che vede appunto la migliore performance dei titoli high yield rispetto a quelli investment grade, è giustificato da quanto evidenziato precedentemente, esasperato dalla competizione naturale che si sta materializzando negli ultimi anni da parte di fonti di finanziamento alternative (private debt, crowdfunding, ...). A tutto ciò dobbiamo anche aggiungere che il mercato Hy, a livello globale, è cambiato nella propria infrastruttura».

Rilevate una maggiore dispersione tra gli spread?

«Assolutamente sì. Le evidenze sopra presentate non possono che creare le condizioni ideali per la dispersione. In un mercato in cui, per anni, il costo del debito, per politiche monetarie Nirr o Zirp, era limitato o pressoché irrisorio, molte aziende sono riuscite a evitare situazioni di stress nei bilanci. La dispersione, quindi, nasce tra le società che "hanno fatto i compiti a casa" e hanno implementato politiche di bilancio prudenziali privilegiando la top line rispetto alla componente finanziaria».

Quali sono i settori che ritenete più interessanti?

«La rotazione settoriale, come la gestione dinamica sui vari segmenti del mercato del credito, è fondamentale ed è funzione delle informazioni che man mano emergono dall'andamento economico e dall'impatto che le politiche monetarie hanno. Il settore finanziario (banche, assicurazioni, broker) certamente può beneficiare del contesto attuale dei tassi di interesse. Un comparto che stiamo osservando con attenzione, perché in grado di mitigare la volatilità economica e un'inflazione nei prossimi mesi ancora alta rispetto agli obiettivi delle banche centrali, in attesa di consolidamento, è i Real estate investment trust (Reit). La natura di questi veicoli offre cashflow stabili, che crescono con il contesto inflativo grazie ai meccanismi di protezione presenti nei contratti. Non tutti i Reit, però, sono uguali; l'analisi è fondamentale per determinare una preferenza all'interno dei segmenti a disposizione e capire quali macrotrend potrebbero risultare vincenti anche a livello fondamentale».

Quali sono i mercati che ritenete più interessanti?

«Il credito come asset class a questi livelli di rendimento, da un punto di vista storico, rappresenta nella sua completezza un'opportunità estremamente interessante. La declinazione e quindi la preferenza per un mercato rispetto a un altro è funzione dei segnali provenienti dall'economia reale e dalle politiche monetarie. Coerentemente con quanto raccontato ai nostri investitori a inizio del 2023, continuiamo a raccomandare esposizione a prodotti a scadenza che possono catturare le opportunità disponibili nella componente a tasso fisso del mercato corporate, ma, allo stesso tempo, gli investitori dovrebbero mantenere un'esposizione al tasso variabile nei prodotti dinamicamente gestiti. Il mondo cartolarizzato rappresenta un buon modo per beneficiare di una base (l'indice variabile di riferimento) che sale e della protezione, grazie alla granularità dei portafogli e ai meccanismi di subordinazione impliciti nella tecnologia. Siamo positivi sul mondo speculativo anche nelle parti più subordinate, sempre dopo un'analisi dettagliata bottom up che vuole sottopesare, nell'analisi di dispersione prima citata, quelle aziende che non remunerano in maniera adeguata gli investitori con il loro spread per unità di rischio. Un'analisi di breakeven interna evidenzia che il mercato dei corporate hybrid a oggi è il segmento con il migliore rapporto redditività per unità di rischio, seguito dalla classe di rating B del mondo Hy e dalla BB, sempre negli high yield; a poca distanza dai BB Hy troviamo i Tier 2 bancari e, dopo, i restricted tier 1 assicurativi».

Quali sono le vostre valutazioni sul credito cartolarizzato? Può essere uno strumento di diversificazione all'interno di un portafoglio che investe in obbligazioni societarie?

«Certamente. Eurizon da anni offre prodotti specializzati in questo settore. L'inserimento di queste strategie in un'allocazione di credito è utile perché permette di navigare momenti di incertezza e di volatilità dei mercati più tradizionali come le obbligazioni ordinarie. La caratteristica di tasso variabile rende il prodotto di estremo interesse nelle fasi di cicli monetari restrittivi, quando i flussi di cassa cedolari si adeguano alla crescita della base. Allo stesso tempo, i meccanismi di subordinazione e diversificazione permettono di mitigare o addirittura evitare gli effetti collegati ai default. L'acquisto di tranche senior nella struttura di capitale offre all'investitore una protezione efficace e la possibilità di navigare le fasi più turbolente di un ciclo economico. La trasparenza richiesta dalle varie direttive rende questa asset class avvicinabile a qualunque investitore dotato dei presidi e dei processi di due diligence adeguati. Presidi e costi di piattaforma più che remunerati nello spread associato a causa della percezione, non sempre corretta, di complessità del prodotto».

anche io che ci sia stato un overshooting dei rendimenti. La terza fase, più recente, è stata contraddistinta da un fatto importante: un vero e proprio Var shock che ha riguardato, trasversalmente, diverse asset class con correlazione positiva e che ha costretto i fondi multi asset e risk parity a ridurre i rischi in portafoglio. Per quanto riguarda il trend futuro dei tassi, credo che sia una questione di orizzonte temporale: non è detto che nelle



Rocco Bove: «Trovo interessante quest'ultimo aspetto toccato dal collega: il Var shock. Si tratta di un tema da non sottovalutare. Io mi occupo in particolare modo di credito, il cui premio al rischio è, di fatto, figlio della volatilità che si muove a strappi: una delle asset class che ha sottoperformato maggiormente nella seconda metà di settembre è stata proprio il credito. L'elemento nuovo che ha un po' destabilizzato e acuito questa fase di mercato è che, tipicamente, quando avviene uno shock esogeno, con le correlazioni che salgono, il riflesso pavloviano che scatta negli investitori è trovare rifugio nel decennale tedesco: questa volta non è successo, perché anche i tassi sul risk free sono rimasti elevati. Era tanto che non si vedeva un movimento simile: l'epicentro di ciò che è accaduto è stato costituito dal tasso e dalla curva dei rendimenti, che hanno avuto effetto sui risky asset, senza poi trovare una sintesi nei titoli governativi. Ciononostante, penso che, una volta che questo aumento di volatilità andrà a ricomporsi e sarà apprezzato dagli attivi rischiosi, si tornerà ad acquistare i titoli risk free».

Cosimo Marasciulo: «È possibile che ci sia qualche evento che possa scuotere i mercati, così come è successo lo scorso marzo con le banche regionali americane, e causare una reazione dei tassi, non per

Rocco Bove: «Condivido pienamente. Quando ci sono dinamiche del genere che si innescano sulle borse, bisogna sempre capire se gli scossoni avvenuti hanno provocato danni nelle pieghe a volte nascoste del mercato».

Cosimo Marasciulo: «Bisogna guardare al quadro generale. Lo scorso anno, nell'Eurozona, con il Next Generation Eu e l'emissione congiunta da parte della Commissione europea di bond, si è assistito a un generale miglioramento della governance. Nel 2022, anche in presenza di una volatilità estrema sui governativi, lo spread è rimasto complessivamente contenuto. È chiaro, però, che poi bisogna tenere conto delle dinamiche legate ai bilanci dei singoli stati e del rischio idiosincratico e, nel breve, le preoccupazioni sono un po' aumentate. Il contesto attuale mostra una crescita molto bassa che per l'Italia, nel 2024, dovrebbe attestarsi intorno allo 0,4-0,5%, con potenziali incrementi del rapporto disavanzo/Pil. Ci sono anche, all'orizzonte, i possibili effetti che potrebbe avere la fine degli acquisti del Pepp e l'aumento del costo di rifinanziamento del debito pubblico. Inoltre, non va dimenticato che Moody's, il 17 novembre, annuncerà la revisione del rating sull'Italia: attualmente è un livello sopra il sub investment grade, con outlook negativo. Sono tutti elementi di rischio che potrebbero spingere a un differenziale tra Btp e Bund più elevato. Nonostante ciò, credo che la Bce stia monitorando con attenzione lo

Rocco Bove: «L'autunno non è mai un periodo favorevole per l'Italia e così sta avvenendo anche quest'anno: legge di bilancio con i tassi d'interesse al picco e debito pubblico più elevato sono al centro dell'attenzione. La mia impressione è che il concetto di rischio periferico sia cambiato, complice la pandemia e il conflitto in Ucraina: la nozione di debito idiosincratico è molto più sfumata e ritengo sia improbabile che si possa riassistere a quanto successo nel 2011-2012. Credo che siano cambiate parecchie cose nel mondo, tra le quali, oltre al concetto di debito, anche quello d'Europa e del ruolo che al suo interno ha assunto la Banca centrale. È anche mutato il livello assoluto di indebitamento che, negli ultimi anni, è aumentato per tutti i paesi dell'Unione e l'Italia non è l'unica a portarne l'onta. Detto ciò, è innegabile che si sta entrando, stagionalmente, in tre mesi molto caldi per il nostro Paese, con la fase di luna di miele tra governo e mercato che forse sta per finire. Trovo però un po' esagerato questo allarmismo mediatico sui 200 punti base di spread raggiunto dal Btp, perché, come spiegato in precedenza, l'allargamento è avvenuto per un aumento di volatilità che ha toccato tutte le classi di attivi e non solo il decennale italiano. Infine, non va dimenticato che, quando si parla di spread, è fondamentale rapportarlo al livello del tasso sottostante, oggi più alto di quanto non fosse nel recente passato. Ciò non significa che disconosca una serie di fragilità dell'Italia e che non monitori con attenzione quanto avviene sui mercati, soprattutto quando la volatilità sale».



La sostenibilità è un tema industriale

a cura di Pinuccia Parini

Lo scorso giugno, **Lombard Odier Investment Managers (Loim)** e **Systemiq** hanno annunciato una nuova partnership dalla quale è nata **holistiQ Investment Partners (holistiQ)**, che opererà come nuova piattaforma dedicata esclusivamente agli investimenti sostenibili. Fondi&Sicav ha discusso del progetto e di sostenibilità con **Giancarlo Fonseca**, country head di **Lombard Odier Investment Managers Italia**.

Come è cambiato l'interesse degli investitori nei confronti della sostenibilità?

«Dal 2015, quando venne tenuta la ventesima riunione della Conferenza delle parti (Cop 21) della Convenzione sui cambiamenti climatici, svoltasi a Parigi, l'interesse, sia degli investitori, sia degli asset manager, è andato crescendo, anche in tempi piuttosto veloci. In quell'occasione, gli stati firmatari si sono impegnati a mantenere l'innalzamento della temperatura

sotto i 2° e, se possibile, sotto 1,5° rispetto ai livelli preindustriali. Nei confronti di questo impegno, l'industria del risparmio gestito ha reagito in modo proattivo, procedendo all'adozione delle metriche Esg per potere integrare una serie di fattori legati alla sostenibilità, ambientale e non, all'interno dei processi d'investimento e riuscire a offrire soluzioni al mercato che avessero queste determinate caratteristiche. Gli investitori sono stati, a loro volta, stimolati dalla nuova tematica grazie anche alla divulgazione fatta sul cambiamento climatico, i rischi a esso connessi e alla necessità di approntare una serie di misure atte a preservare il pianeta. Il successivo intervento del regolatore ha poi segnato un passaggio importante perché ha tracciato un percorso, non ancora ultimato, che ha permesso un approfondimento del concetto di investimento sostenibile articolato attraverso una serie di normative quali la Sfdr e la tassonomia. Si è iniziato, così, a disegnare i confini di que-



GIANCARLO FONSECA
country head
Lombard Odier Investment
Managers Italia

sto nuovo modo d'investire identificando ciò che è sostenibile e ciò che, invece, non può essere definito tale. I passi futuri riguarderanno l'esplicitazione di una disciplina per queste nuove metriche e per le società che le elaborano, all'interno di un quadro normativo molto più ampio che riguarda l'asset management».

Come si coinvolge l'investitore finale all'interno di questo processo?

«Occorre spiegare all'investitore che investire nella transizione eco-sostenibile vuole dire essenzialmente beneficiare in termini di performance di portafoglio di quella che è la più grande rivoluzione industriale che la nostra generazione sta sperimentando. Come in ogni rivoluzione industriale, ci saranno vincitori e vinti e il nostro sforzo, la nostra attività di analisi e di ricerca è totalmente orientata a selezionare quelli che crediamo saranno i vincitori di questo straordinario evento trasformativo del nostro ecosistema economico e sociale».

Come si coinvolgono le imprese?

«Le imprese costituiscono i due terzi del Pil mondiale. È inevitabile che la transizione passi dalle loro scelte, ma non solo. È necessario che i governi stendano norme e prevedano incentivi fiscali e investimenti pubblici per alimentare la transizione. Se questi fattori prendono corpo, si attivano anche i capitali privati che iniziano a guardare con interesse alle opportunità che regolamentazione, fiscalità e capex pubbliche riescono a generare. Ma questo sviluppo che sta avendo il tema della sostenibilità rende urgente un'analisi molto

più approfondita di un'azienda, che non può passare solo attraverso il tradizionale esame Esg, che si basa su parametri che guardano al passato (backward looking). Per Lombard Odier Investment Managers, è necessaria una visione prospettica: che cosa stanno facendo le società per rendere credibile, da un punto di vista industriale e finanziario, il proprio business plan orientato alla sostenibilità. Ed è per questa ragione che servono metriche che aiutino a cogliere le evoluzioni future (forward looking), cercando di comprendere come sono allocate le risorse, gli investimenti su progetti specifici e con quale impegno. Si tratta di una vera e propria analisi d'impresa. Oggi, per potere convincere un investitore, che è molto attento alla credibilità del processo d'investimento, è necessaria una solida attività di ricerca, sia sulle società, sia sui grandi sistemi di cambiamento».

In alcuni momenti si ha la sensazione che la normativa sulla sostenibilità incontri degli ostacoli. È una percezione errata?

«La normativa sta procedendo lungo il percorso tracciato, perché il tema del rischio greenwashing è presente e va contrastato, altrimenti potrebbe creare un danno per l'industria dell'asset management nel suo complesso. Penso che uno degli obiettivi principali del regolatore sia mettere tutti nelle condizioni di spiegare correttamente al mercato di riferimento ciò che viene fatto attraverso gli investimenti sostenibili. Certamente, si è dinnanzi a processi non lineari, che hanno al loro interno un'evoluzione che può portare con sé rischi, ma la traiettoria, soprattutto quella intrapresa dall'Europa, è chiara e i tempi per raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione non sono così lontani. Dirò di più: non è escluso che con l'avvicinamento delle scadenze 2030 e 2050, la regolamentazione diventi ancora più stringente».

La strada da percorrere per una "just transition" è complessa. Vede rischi all'orizzonte?

«La transizione ecosostenibile è irreversibile, a meno che non si accetti di esporre



il sistema nella sua interezza ai rischi di un pianeta già pesantemente danneggiato. Tutta la comunità internazionale è concentrata su questo tema e, chiaramente, si deve risolvere un'equazione non semplicissima, visti gli obiettivi e l'attuale situazione. Credo che occorra molta intelligenza umana, tanta capacità di innovazione e anche di prefigurarsi un modo di fare business con modalità diverse, a più alto contenuto tecnologico e digitale, che riesca a coinvolgere tutta la società civile e produttiva. È vero, la "just transition" è complessa, come tante altre cose che l'essere umano ha dovuto affrontare nella storia della civiltà. Inoltre, non va dimenticato che non c'è solo il rischio climatico cui prestare attenzione, ma anche quello legato allo sfruttamento delle materie prime, alla biodiversità, alla conservazione degli oceani, alla gestione dei rifiuti: sono tutti aspetti tra loro interconnessi, che non possono essere affrontati separatamente».

Perché Loim ha deciso di creare una piattaforma dedicata agli investimenti sostenibili?

«Per due ragioni di fondo. La prima è legata alla volontà di realizzare una piattaforma innanzitutto di ricerca, perché per noi la sostenibilità è un tema di natura industriale. Per questo motivo, abbiamo sentito il bisogno di creare un centro specializzato sui cambiamenti all'interno delle aziende e dei grandi sistemi produttivi. La seconda, sorge dal proposito di fare nascere, per poi restituirle al mercato, strategie di investimento molto chiare e specifiche su tematiche verticali collegate alla transizione. Abbiamo individuato tre grandi sistemi che dovranno cambiare: energia, terra e oceani, materiali. Il primo riguarda la necessità di elettrificare tutto il processo produttivo, mentre il secondo deve rispondere ai bisogni di un mondo popolato da otto miliardi di persone, cercando di evitare di produrre troppi rifiuti e CO₂ e non depauperare la natura. Il terzo grande sistema è quello dei materiali che vengono estratti dalla terra per produrre qualunque cosa, generando però, anche in questo caso, un'elevata quantità di residui e scarti, senza che esista un vero e proprio processo di economia circolare all'interno della quale riutilizzarli. L'obiettivo è identificare le società

che producono nuove tecnologie per rendere possibile la circolarità dei processi e del materiale impiegato. Spesso lo si dimentica, ma la natura pesa per il 55% del Pil globale: un rapporto di maggiore rispetto nei suoi confronti significa anche generare valore e preservarla vuole dire salvaguardare le fondamenta delle nostre capacità di generare ricchezza».

Come mai avete deciso di chiamare la nuova società holisticQ?

«Deriva dall'obiettivo, ossia dal fatto di avere un approccio olistico nell'analisi dei problemi. È un lavoro di ricerca molto più complesso e intenso, ribadisco, nelle analisi delle imprese, ma anche in quella della sostenibilità che deve essere un concetto comprensibile e non può limitarsi solo a uno score Esg. Per questa ragione, abbiamo elaborato alcuni indicatori forward looking proprietari, realizzati con grandi investimenti umani e di capitale nel corso degli ultimi anni, quali l'Implied temperature rise indicator, per misurare la traiettoria climatica delle aziende e riconosciuto dalla task force sul Climate related financial disclosure (Tcfd) e il Climate value impact, che calcola l'impatto del clima, che è già cambiato, sulle attività di un'impresa».

Quali sono le ragioni per cui avete scelto come vostro partner Systemiq?

«Ci siamo scelti reciprocamente. Systemiq è un global advisor su temi di trasformazione industriale e di cambiamento, che collabora con Loim da diversi anni e di cui siamo azionisti con una quota di minoranza. Abbiamo deciso di rafforzare la relazione unendo le nostre capacità, finanziaria e industriale, e abbiamo stabilito di creare holisticQ».

E i vantaggi competitivi che holisticQ può offrire?

«L'investimento che si sta facendo sulla ricerca è a garanzia dei risparmiatori, per restituire loro una soluzione solida, comprensibile e basata su analisi scientifiche profonde. Noi crediamo molto nell'importanza di essere identificati nel mondo del risparmio gestito come attori credibili e affidabili e vogliamo che queste caratteristiche ci vengano riconosciute anche nell'ambito degli investimenti sostenibili».

Nella vostra decisione ha pesato anche una maggiore consapevolezza degli investitori finali?

«I clienti istituzionali e professionali apprezzano i processi di investimento basati su analisi scientifiche molto solide: con loro è importante accreditarsi come un potenziale partner che può offrire un'offerta a valore aggiunto. Per quanto riguarda, invece, l'investitore retail, pensiamo che sia solo un problema di tempo e che gradualmente coglierà il valore del nostro processo d'investimento. La decisione di creare holisticQ nasce dalla nostra missione d'impresa e dal volere tenere alta la nostra reputazione. Inoltre, sia Loim, sia Systemiq sono due aziende certificate B Corp, a testimonianza di un percorso, in materia di sostenibilità, già iniziato in precedenza e che è entrato a fare parte dei valori e della governance che le due società si sono date».

Informazioni importanti:

Il presente documento è emesso da Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (la "FCA") e iscritta nel registro della FCA con il numero di registrazione 515393. Lombard Odier Investment Managers ("LOIM") è una denominazione commerciale. Il presente documento è fornito solo a scopo informativo e non costituisce un'offerta o una raccomandazione di acquisto o vendita di titoli o servizi. Non è destinato alla distribuzione, alla pubblicazione o all'utilizzo in alcuna giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbero illegali. Il presente materiale non contiene raccomandazioni o consigli personalizzati e non intende sostituire la consulenza di un professionista in materia di investimenti in prodotti finanziari. Prima di effettuare qualsiasi operazione, l'investitore dovrebbe valutare attentamente l'adeguatezza di un'operazione alla propria situazione particolare e, se necessario, ottenere una consulenza professionale indipendente in merito ai rischi e alle conseguenze legali, normative, creditizie, fiscali e contabili. Il presente documento è di proprietà della LOIM ed è destinato al suo destinatario esclusivamente per uso personale. Non può essere riprodotto (in tutto o in parte), trasmesso, modificato o utilizzato per qualsiasi altro o senza la previa autorizzazione scritta della LOIM. Sebbene alcune informazioni siano state ottenute da fonti pubbliche ritenute affidabili, senza una verifica indipendente, non possiamo garantirne l'accuratezza o la completezza di tutte le informazioni disponibili da fonti pubbliche. I pareri e le opinioni espressi sono solo a scopo informativo e non costituiscono una raccomandazione da parte di LOIM ad acquistare, vendere o detenere alcun titolo. Le opinioni e i pareri sono aggiornati alla data della presente presentazione e possono essere soggetti a modifiche. Non devono essere interpretati come consigli di investimento. Nessuna parte di questo materiale può essere (i) copiata, fotocopiata o duplicata in qualsiasi forma, con qualsiasi mezzo, o (ii) distribuita a qualsiasi persona che non sia un dipendente, un funzionario, un direttore o un agente autorizzato del destinatario, senza il previo consenso di LOIM. ©2023 Lombard Odier IM. All rights reserved

«E tu, che tipo sei?»

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

Spesso, descrivendo un individuo che mostra decisione e carattere, si dice che “ha personalità”. Inoltre si parla anche di costruzioni, vini, addirittura piatti che hanno “una loro personalità”. Ma che cos’è, dunque, la personalità? Senza entrare in tecnicismi specifici, potremmo definirla come l’insieme di caratteristiche che si sono combinate nel tempo a opera di fattori genetici, dinamiche formative e influenze sociali che costituiscono una struttura relativamente stabile. Queste particolarità sono riconosciute dall’individuo come proprie e determinano i suoi comportamenti e l’interazione con gli altri e con l’ambiente. Sono almeno 2.500 anni che gli studiosi tentano di elaborare teorie della personalità.

DA IPOCRATE A JUNG

Ippocrate, il padre della medicina, nel 400 a. C. aveva individuato l’esistenza di almeno quattro tipi umani, caratterizzati ciascuno dalla prevalenza di un umore di base: la bile nera, la bile gialla, il flegma (il muco prodotto dalle vie respiratorie) oppure il sangue. Secondo questa teoria (definita “umorale”), l’eccesso o la deficienza di uno di questi fluidi ha un influsso diretto sulla salute e sul temperamento. Que-

sti concetti furono ripresi nel 1° secolo d. C. da Galeno, che aggiunse l’esistenza di quattro spiriti: il pneuma (o alito), che è principio fondamentale di vita, il cervello, in cui ha sede la razionalità, il cuore, in cui c’è la passionalità, e il fegato, che “custodisce gli appetiti”. La possibilità di tutti questi elementi di combinarsi tra loro era, secondo l’antico medico, all’origine dei differenti caratteri riscontrabili nella natura umana. Si gettavano così le basi per una teoria della personalità. Queste tesi sono state accettate fino a tutto l’800, influenzando anche altre discipline e condizionando tutti gli studi al riguardo. Nel 1921, però, Carl Gustav Jung, psicologo e psicanalista svizzero, pubblicò il suo “Tipi psicologici” in cui, dopo un’accurata rassegna della letteratura precedente, operò la prima classificazione degli individui secondo tipologie psicologiche che, articolandosi intorno alla polarità introversione/estroversione, si incrociano attraverso quattro funzioni psichiche: pensiero, sentimento, sensazione e intuizione. Dalla loro combinazione scaturiscono otto tipi psicologici individuali ai quali ciascuno appartiene in virtù dall’atteggiamento che, fin dall’infanzia,

ha portato più successo, in termini di risultati, all’individuo che lo ha adottato.

LE “PERSONALITÀ FINANZIARIE”

Basandosi sui lavori di Jung (e non solo), l’americano David Keirsey, uno psicologo specializzato in gestione dei conflitti e consulenza familiare, nel suo libro “Please Understand Me” del 1978, ha introdotto un questionario di auto-valutazione della personalità, progettato per aiutare le persone a capire meglio sé stessi e gli altri e definito Keirsey Temperament Sorter (Kts). Questo

“Ovviamente, ciascuno di noi è un mix di personalità. Ciò che si è appurato è che questi temperamenti, queste macro-personalità, tendono a rimanere decisamente stabili nel tempo”

* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

** Consulente finanziario iscritto all’Albo.

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



FABRIZIO PIROLLI
esperto di formazione bancaria
e assicurativa



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario

situazioni: si riferisce a quel determinato carattere mentale e fisico che ci distingue come individui. Riprendendo i termini usati addirittura da Platone, lo studioso ha individuato quattro modelli principali di personalità che ha denominato: guardiano, idealista, razionale e indipendente.

Per ciò che riguarda il rapporto con il denaro, il guardiano è la personalità più diffusa. La sua priorità è salvaguardare e proteggere il patrimonio proprio e familiare. La sua tolleranza al rischio è molto bassa, la sicurezza è il suo mantra e il suo atteggiamento è molto conservativo. È piuttosto lento, cauto, nel prendere le decisioni finanziarie e, generalmente, segue strade già conosciute. L'idealista, invece, mette i propri valori al centro delle proprie scelte, anche quelle finanziarie, anche a costo di penalizzare il rendimento. È il profilo più delegante, generalmente non interessato ai freddi numeri, ma attento allo storytelling, e ricerca una relazione sincera e trasparente con chi cura i suoi risparmi. Il razionale è, invece, logico, più portato alla speculazione teorica e cer-

ca di trovare una soluzione intelligente ai problemi. Ritene non esistano risposte facili e dedica tempo allo studio degli investimenti. L'intraprendente, infine, è una persona proattiva, vitale, impegnata, con un'alta tolleranza ai rischi, che tende a prendere, soprattutto attraverso il fai da

te. È estremamente concreto, sempre alla ricerca di "qualcosa di nuovo", anche con più di un intermediario.

E adesso, dopo questo breve scritto, che non può né vuole essere esaustivo, non vi viene la curiosità di scoprire che tipo di personalità finanziaria avete?

Tre domande a Enrico Maria Cervellati

Unire le teorie sul carattere alla pratica è uno dei campi di interesse di **Enrico Maria Cervellati**, docente di finanza aziendale presso l'Università degli studi Link di Roma, fondatore della società di consulenza e formazione **Emc³ Solution** ed esperto riconosciuto di finanza comportamentale. A lui abbiamo rivolto tre domande.

Professore, è possibile coniugare la finanza comportamentale con gli studi sulla personalità? E perché lei parla di "finanza comportamentale 3.0"?

«Sicuramente. Me ne occupo da oltre 10 anni, quando lessi il libro "Behavioral Finance and Investor Types". L'autore, Michael M. Pompian, è un consulente finanziario statunitense che utilizza l'approccio comportamentale nel suo lavoro, incorporandolo nelle sue metodologie. Ha messo a punto un processo in quattro fasi che, dopo un'intervista, individua la tolleranza al rischio, i bias comportamentali dell'investitore e lo classifica in uno dei behavioral investor type (Bit) da lui elaborati. Mi sembrava molto importante unire le competenze teoriche che ho acquisito come economista con le conoscenze di chi opera direttamente sul campo: trovo necessario dare importanza a ciò che riguarda la personalizzazione del registro comunicativo e dell'approccio relazionale; ecco perché parlo di "finanza comportamentale 3.0".

A proposito di comunicazione, a che cosa occorre prestare attenzione riguardo a queste personalità?

«Beh, il guardiano è molto coscienzioso, ben disposto a delegare, ma sempre pronto a verificare quanto gli è stato proposto. A livello comunicativo ama la concretezza e un eloquio lento, cui è opportuno adeguarsi per facilitare il rapporto; l'idealista, invece, tendendo a fidarsi spesso, assume anche da altri soggetti informazioni finanziarie che tende a fare sue. Per questo motivo, segue le onde del momento, senza valutare se siano adeguate al suo profilo di rischio che, lo ricordiamo, non è alto come vorrebbe credere. La sua comunicazione è più astratta e legata al mondo delle sue emozioni, ed è necessario seguirlo su questo percorso. Dal canto suo, il razionale ama la comunicazione tecnica, l'uso di dati, grafici e tabelle a supporto delle proprie decisioni, che, proprio perché ponderate, possono richiedere tempo per essere attuate. Poco delegante, ascolta, ma spesso l'ultima parola è la sua. Può apparire a volte distaccato, quasi freddo: molto razionale, appunto. L'intraprendente, infine, spesso tende a esagerare, sia in ottimismo, sia in sicurezza di sé: il rischio è l'illusione del controllo sugli eventi che, mentre può avvenire in un'attività, un'impresa, una professione, non necessariamente accade nei mercati finanziari; e di ciò occorre tenere conto per aiutarlo nelle sue scelte».

Ma esiste quindi la possibilità di incasellare un investitore in una determinata personalità finanziaria?

«Ovviamente, ciascuno di noi è un mix di personalità. Ciò che si è appurato è che questi temperamenti, queste macro-personalità, tendono a rimanere decisamente stabili nel tempo; anche se c'è da aggiungere che, con l'avvicinarsi della vecchiaia, tendiamo tutti a diventare un po' più guardiani. Esiste, per così dire, una personalità finanziaria dominante e una secondaria, un po' come succede, se mi viene concesso il paragone, per il segno zodiacale e l'ascendente. Tutto ciò ha una rilevanza pratica. Dovendo affrontare argomenti finanziari legati agli investimenti è importante differenziare e calibrare l'approccio. Ecco perché ritengo indispensabile la familiarità con questo tipo di concetti da parte degli operatori del settore. E non solo».

WORLD PROTECTION FORUM

Ai, la nuova elettricità

Avanza senza tregua il boom tecnologico verso l'evoluzione del mondo "intelligente" dell'artificial intelligence (Ai) e continua l'incredulità di molte persone sbalottate dall'accelerazione delle richieste dei nuovi prodotti. Dopo un periodo di naturale atteggiamento ostile, o perlomeno dubbio, verso la nuova tecnologia, la domanda che tutti si stanno ponendo è se la richiesta di "rivoluzione artificiale" corrisponderà anche all'avanzamento del progresso reale. Ma la domanda è retorica. Non si ferma il progresso, lo si può solo rendere amico, più vicino, eliminando i rischi di usi impropri e cogliendo le opportunità a favore dell'umanità.

A parlare delle nuove tecnologie e di come si possono utilizzare, per garantirne le migliori condizioni, sia per lo sviluppo, sia per l'uso, saranno i numerosi official speaker internazionali che anche quest'anno saliranno sul palcoscenico dell'Annual summit del World protection forum™, l'11 novembre prossimo.

CHE COSA SI PUÒ MIGLIORARE

Nell'ambito dell'Osservatorio del rischio, questa edizione propone un focus su un evento dedicato allo scambio di reali esperienze, a casi pratici di applicazione di questi e altri strumenti digitali. Ci sarà una dedizione particolare a comprendere che cosa si può migliorare e come salvaguardare l'uomo, i suoi ecosistemi naturali, economici e digitali, esplorando contemporaneamente i nuovi orizzonti del progresso scientifico.

La 5° edizione del World protection forum™ da quest'anno diventa evento di stato della Repubblica di San Marino. Da tempo, infatti, la piccola repubblica si impegna a promuovere iniziative legate a temi di innovazione, crescita, tecnologia e proattività. A promuovere questa strategia è **Fabio Rigghi**, ministro dell'industria, dell'artigianato e del commercio, della ricerca tecnologica, della semplificazione normativa, che in una recente intervista ha spiegato che considera «fondamentale l'innovazione dell'intelligenza artificiale e della "space economy",

ma, soprattutto, l'importanza di coltivare un ambiente favorevole all'innovazione e al progresso promuovendo la cooperazione tra settori, istituzioni e paesi».

Andrew Ng, professore all'**Università di Stanford**, invitato al World protection forum™, sostiene che non si può tornare indietro da una tale rivoluzione tecnologica. Il docente, uno dei più grandi esperti di Ai al mondo, afferma che «l'intelligenza artificiale è la nuova elettricità», sottolineando l'impatto di essa su tutti i settori, che è simile a quello avuto dall'elettricità oltre 100 anni fa.

TEMATICHE SENSIBILI

Le tematiche poste al centro dell'edizione 2023 dell'Annual summit sono estremamente sensibili e, per questa ragione, è essenziale affrontarle da diverse angolature, trasversali a vari settori e multiculturali. Ed è impressionante il valore che sta acquisendo, in prospettiva, l'investimento in Ai. Un settore in espansione che, secondo una recente ricerca di Bloomberg, varrà 1,3 trilioni di dollari entro il 2032, rispetto ai 40 miliardi dello scorso anno. Sarà un comparto che farà da traino e potrebbe espandersi a un tasso annuo del 42% in 10 anni, spinto in primo luogo dalla domanda di infrastrutture necessarie per addestrare i sistemi di Ai e, poi, dai conseguenti dispositivi che utilizzano i modelli di intelligenza artificiale, la pubblicità e altri servizi. Secondo gli economisti, i settori immediatamente e maggiormente impattati potrebbero essere l'automazione industriale, la medicina e la ricerca biomedica e, soprattutto, la finanza, la gestione del rischio e la sostenibilità.

L'editorialista **Massimo Lucidi**, fondatore degli **Stati Generali della Sostenibilità**, condurrà un panel speciale dal titolo "La Sostenibilità istituzionale e sociale per la tenuta della democrazia e delle libertà" con un focus sulla tragedia dei morti sul lavoro. Con l'Annual summit del World protection forum™, istituito ogni novembre come appuntamento fisso a San Marino, si potranno approfondire le differenti idee e i casi concreti di questo mondo che cambia. Si potrà, inoltre, monitorare l'evoluzione della produzione, del consumo, del miglioramento della qualità di vita e di lavoro delle persone e delle città e di chi si impegna per porre al centro della propria vita, professionale e non, il progresso.



I RISVOLTI ETICI

È presente anche **Marco Santarelli**, ad di **000-intelligence of things** e docente di sicurezza delle informazioni e reti informative, che, con la sua riflessione sul tema "L'innovazione che cambia il mondo", mette in luce i risvolti etici e di sicurezza legati alle nuove tecnologie.

Il mondo assicurativo internazionale partecipa con **Antonio Perrotti**, general manager di **Fwu-Forward You Italia**. Il gruppo, specializzato in prodotti vita unit-linked, è determinato a cogliere i segnali dei nuovi orientamenti del consumo e dei bisogni di nuovi prodotti assicurativi. Il manager afferma che, grazie alle nuove tecnologie di cui questa azienda si sta dotando, riuscirà ad aumentare l'efficienza e, cogliendo i trend del mercato, a progettare nuovi prodotti assicurativi. Inoltre, intende investire in soluzioni che adottino modelli predittivi non convenzionali.

Tutte queste tendenze stanno facendo crescere il desiderio di avere strumenti di Ai, che per essere utilizzata nel migliore modo e senza rischi, deve essere prima compresa nei suoi usi. Proprio perché il mercato dell'intelligenza artificiale è grande e variegato, è importante investire su ciò che ci dà maggiore sicurezza e sapere scegliere il tipo di Ai più adatta alle esigenze.

MAI SOSTITUIRSI ALL'UOMO

Secondo i fondatori del Forum, **Angela Pietrantoni** e **Genséric Cantournet**, è necessario partire dal concetto chiave che l'intelligenza artificiale non deve mai sostitu-

irsi all'uomo. Al contrario, in un mondo rapido, in continua trasformazione e sempre più tecnologico, dove il tocco umano è essenziale, per restare al passo con i tempi, deve fungere da aiuto, rappresentando uno strumento smart che permette di ampliare la propria intuizione, l'esperienza e la professionalità.

LA PRIMA AI BIOMIMETICA

E proprio in occasione del Summit annuale del World protection forum™ che sarà presentata la prima Ai biomimetica, forgiata da Kelony®. «Si tratta di un'Ai human-driven, fatta a misura d'uomo, ispirata a processi di ottimizzazione naturali: anastomosi vegetale, percorsi ottimali delle formiche, coordinamento collettivo di un branco di pesci, costruzioni esagonali delle api, etc. Contrariamente a quelle basate sul machine-learning, cioè l'apprendimento automatico da banche dati predefinite, l'Ai human-driven ha già integrato processi di scelta ottimizzati. L'Ai biomimetica sfrutta l'incessante produzione di dati per collegarli al contesto d'interesse (aziendale, istituzionale, pubblico o privato) e produrre previsioni. È così possibile fare le scelte più oculate stimando in anticipo i prezzi dell'energia, il costo delle materie prime, quale prodotto verrà venduto maggiormente e a quale prezzo, il volume delle vendite, le aspettative dei cittadini rispetto a una politica pubblica. Per tutti questi temi è immediato comprendere la potenza di queste informazioni».

È impossibile fermare il cambiamento. Il dato di fatto è che l'Ai continuerà a crescere e avrà indubbiamente un impatto su ogni aspetto della vita.

Una gestione molto attiva per non essere in balia della volatilità

a cura di Emanuela Zini

In contesti ancora delicati come quello attuale, la gestione attiva e la flessibilità possono essere due modi per tenere sotto controllo la volatilità del mercato. **Lux Im Esg Flexible Global Equity** è un fondo flessibile che promuove caratteristiche ambientali e sociali ed è attento che gli emittenti degli investimenti target rispettino buone prassi di governance. A ottobre 2022 contava 700 milioni di masse in gestione e oggi è arrivato quasi a raddoppiarle, con gli attuali 1,3 miliardi.

GRANDE REATTIVITÀ

La formula è quella di un fondo che gestisce attivamente l'esposizione azionaria utilizzando basket di titoli, future ed Etf per allungarsi o accorciarsi sul mercato. La caratteristica principale è una grande reattività nei momenti di particolare difficoltà di contesto. **Lux Im Esg Flexible Global Equity** non si concentra su specifici titoli azionari: «Compriamo Etf o costruiamo basket che replicano gli indici», commenta **Mario Beccaria**, consigliere di amministrazione di **Bg Fund Management**. La liquidità in portafoglio viene impiegata sulla parte breve della curva dei tassi con scadenza entro un anno. «Le caratteristiche principali e i punti di forza sono la gestione attiva, la capacità di anticipare i movimenti del mercato e il controllo della volatilità», illustra ancora Beccaria. «Il fondo si caratterizza per cambi di asset allocation decisi, visibili e importanti propri di un fondo flessibile che può andare da zero a 100 d'investito. Qualche esempio? Nel periodo

pre-Covid l'esposizione azionaria è stata portata a 0 dal 70%. Allo stesso modo, nel corso della guerra in Ucraina, dal 40-45% siamo passati al 15%. Lo stesso approccio è stato utilizzato durante la crisi delle banche americane: abbiamo ridotto al minimo il rischio e poi siamo risaliti. La capacità di difendere il portafoglio durante la discesa dei mercati ha permesso di ripristinare in maniera dinamica l'esposizione azionaria in prossimità dei minimi. Post-Covid il fondo aveva perso il 5% a fronte di un mercato che aveva lasciato sul terreno il 35%, e ha impiegato per tornare ai livelli di prima della pandemia solo 69 giorni rispetto ai 400 impiegati dal mercato».

MEGLIO DEL MERCATO

E commenta ancora Beccaria: «Dal 2018 a oggi, gli hedge fund, che notoriamente cercano l'alfa e non hanno direzionalità, in cinque anni hanno perso l'8%, mentre **Lux Im Esg Flexible Global Equity** ha guadagnato il 20%. Guardando al beta, e prendendo



MARIO BECCARIA
consigliere di amministrazione
Bg Fund Management

come riferimento l'intero anno, stiamo comunque facendo meglio del mercato». A detta della società di gestione, lo strumento è pensato per un cliente che vuole avere un'esposizione azionaria gestita in maniera flessibile da 0 a 100 e che non vuole essere in balia della volatilità dei mercati: adotta un approccio difensivo nei momenti di difficoltà e partecipa in maniera importante alle fasi di risalita. «Il nostro approccio è molto semplice: quando c'è un fattore di rischio chiudiamo l'esposizione per avere poi le munizioni quando i mercati torneranno a performare», spiega Beccaria.

MOLTO SENSIBILE ALL'ESG

In merito invece alla scelta di adottare un approccio Esg, il consigliere così spiega la ragione di fondo: «La banca è molto sensibile a queste tematiche in cui, tra l'altro, abbiamo target molto ambiziosi e ci sembrava una bella opportunità offrire questo fondo a chi condivide con noi la stessa attenzione».



Abbiamo ridotto il sottopeso equity

a cura di Pinuccia Parini

Dinnanzi alla possibilità di un rallentamento economico e vista la performance degli indici azionari, Fondi&Sicav ha discusso con **Michele Morganti**, senior equity strategist di **Generali Investments**, le prospettive future per l'equity.

La resilienza dell'economia Usa sta portando a rendimenti più elevati e a banche centrali ancora aggressive: qual è lo scenario per l'economia statunitense per i prossimi mesi?

«I consumi e, in misura minore, gli investimenti non residenziali si stanno dimostrando più resilienti a condizioni finanziarie più restrittive, poiché la domanda è orientata verso voci meno sensibili ai tassi di interesse. Prevediamo un atterraggio non così morbido, con un rallentamento futuro, anche se la resilienza della domanda interna ritarderà e attenuerà la contrazione dell'attività. Il terzo trimestre registrerà un'altra solida performance di crescita, ma poi i venti contrari (tassi elevati, stretta fiscale e saldi delle famiglie più deboli) diventeranno più forti. Prevediamo, quindi, una lieve contrazione del Pil nel primo trimestre 2024, seguito da una debole ripresa. La crescita dovrebbe tornare alla tendenza di fondo entro la fine del prossimo anno».

Il 2023 ha sinora registrato una forte espansione dei multipli, specie nelle borse statunitensi e nelle cosiddette mega cap che operano in settori legati agli sviluppi dell'Ai. A che punto siamo? Quale livello hanno raggiunto oggi i multipli e le valutazioni negli Usa e in Europa?

«Negli Usa i multipli sono elevati, ma questo premio nel corto termine rimane in parte giu-

ustificato dalla maggiore resilienza dell'economia americana e dalla sua indipendenza energetica, i rischi geopolitici, nonché le migliori prospettive di crescita degli utili. Il comparto legato all'intelligenza artificiale ha corso molto, ma lo stesso hanno fatto le previsioni degli utili di questo settore (+100% vs S&P 500 dal 2018), la cui redditività e marginalità sulle vendite sono circa il doppio dell'indice S&P 500 nel suo complesso. Le valutazioni europee rimangono, invece, contenute rispetto allo storico, anche se confrontate con i livelli dei tassi reali».

In precedenza avete indicato ancora una netta moderazione verso l'azionario: è ancora così?

«La nostra visione a 12 mesi prevede rendimenti totali dal 4% al 9%, rispettivamente per gli indici Usa ed ex-Usa. Questo è uno dei motivi per cui abbiamo recentemente ridotto la posizione di sottopeso azionario. Oltre alle valutazioni interessanti in Europa e nei mercati emergenti, citiamo la stagionalità storica dell'S&P 500 nel quarto trimestre, l'andamento positivo del mercato dopo il picco dei tassi della Fed e prima del primo taglio, e il posizionamento, che attualmente appare piuttosto neutrale. Infine, come anticipavamo, la crescita degli utili, i margini e il rendimento del capitale proprio giustificano pienamente l'attuale premio dell'indice americano. All'interno di questo quadro, tuttavia, confermiamo un approccio più prudente nel breve termine. La resilienza dell'economia statunitense sta portando, infatti, a rendimenti elevati e vischiosi, insieme a banche centrali aggressive, elementi che stanno pesando sui mercati. I nostri modelli indicano, perciò, un sovrappeso per le obbligazioni rispetto all'azionario, e la debolezza cinese e quella europea non aiutano il quadro nel breve».



MICHELE MORGANTI
senior equity strategist
Generali Investments

Quali saranno i fattori che potranno nuovamente spostare il sentiment degli investitori verso l'azionario?

«Nei prossimi mesi, con livelli degli indici più bassi, che avranno incorporato la debolezza dell'economia e una crescita degli utili più realistica, i tassi a lungo termine più contenuti e le politiche monetarie più accomodanti porteranno il mercato a scommettere di nuovo sugli indici globali ex-Usa, le cui valutazioni sono già attraenti, e, in parte, anche su quelli statunitensi, divenuti nel frattempo meno cari».

A livello settoriale, dove trovare le maggiori opportunità?

«A medio termine rimaniamo costruttivi su energia e banche, mentre nel breve preferiamo un'allocazione bilanciata tra value-growth e cyclical-defensive. Tatticamente, abbiamo una posizione di sovrappeso sui settori della salute, food retail, software e utility, mentre siamo prudenti su industriali, media, telecomunicazioni e trasporti».

Ci sono temi di investimento-megatrend che a vostro avviso si dimostreranno particolarmente robusti nei prossimi anni?

«Riteniamo che alcune tendenze di lungo periodo saranno protagoniste e guideranno la prossima fase di crescita economica. Penso a tematiche strutturali come l'invecchiamento globale della popolazione, la crescente attenzione alla tutela della biodiversità, la produzione di energia da fonti pulite e la decarbonizzazione. Ma siamo attenti anche alla progressiva ripresa dei mercati emergenti e ad alcuni specifici segmenti, legati innanzitutto alla digitalizzazione, al cloud e all'intelligenza artificiale».

La disciplina per gli Oicvm e per i Fia

di **Lorenzo Macchia**, socio di Zitiello Associati



Tra gli operatori del settore del risparmio gestito è sempre vivo il dibattito concernente la possibilità di istituire Oicr con classi di quote diverse, dotate di diritti differenti.

Il tema non deve essere confuso con la creazione di più comparti di uno stesso fondo. Come noto, infatti, un comparto è una parte separata di un fondo, dotato di autonomia e segregazione patrimoniale, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante e da ogni altro patrimonio (fondo o altro comparto dello stesso fondo) gestito dalla medesima società.

NON SONO COMPARTI

Le classi di quote, al contrario, non sono comparti, ma tipi diversi di quote appartenenti allo stesso Oicr o addirittura allo stesso comparto. Ciascuna classe ha caratteristiche e requisiti particolari in relazione, ad esempio, ai costi e agli oneri, ai diritti di voto, ai rischi di investimento, alla distribuzione dei proventi, etc.

Dal punto di vista normativo, partendo dall'analisi della disciplina sui fondi comuni di investimento armonizzati, la Direttiva 2009/65/Ce sembra ammettere la possibilità di offrire ai sottoscrittori dei fondi classi di quote con attribuzione di diritti diversi, tuttavia non entra nel merito dei limiti e della misura di tale differenziazione.

L'art. 35-decies del Tuf statuisce, altresì, con riferimento agli Oicr diversi dai Fia riservati, "la parità di trattamento nei confronti di tutti i partecipanti". Tale norma deve essere letta unitamente al regolamento sulla gestione collettiva del risparmio di Banca d'Italia che richiama in più parti la possibilità per gli Oicvm di emettere classi di quote diverse.

Secondo la dottrina maggioritaria, che predilige una lettura estensiva della norma citata anche in considerazione dell'intero assetto normativo, il riferimento all'obbligo di assicurare la stessa parità di trattamento deve intendersi riferito ai sottoscrittori della medesima classe di quote e non anche a tutti i quotisti indistintamente. Una diversa lettura, infatti, precluderebbe alla radice la possibilità di prevedere nel regolamento del fondo classi diverse di quote di parte-

“ Un comparto è una parte separata di un fondo, dotato di autonomia e segregazione patrimoniale, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante e da ogni altro patrimonio (fondo o altro comparto dello stesso fondo) gestito dalla medesima società ”

cipazione e sarebbe in contrasto con quanto prescritto dalla normativa secondaria.

UN PARERE DELL'ESMA

Sempre con riferimento agli Oicvm sul tema è intervenuto un parere dell'Esma, nel gennaio 2017, che, da un lato, ammette la possibilità di strutturare un fondo con differenti classi di quote, dall'altro, introduce stringenti limiti che le società di gestione del risparmio devono rispettare.

L'Esma ritiene che ai fini della creazione di diverse classi di quote si debbono seguire quattro principi fondamentali:

- a) un obiettivo di investimento comune (c.d. common investment objective);
- b) le caratteristiche di ciascuna classe non devono avere un impatto potenzialmente negativo su altre classi (c.d. non contagion);
- c) le caratteristiche di ciascuna classe devono essere individuate al momento dell'istituzione del fondo (c.d. predetermination);
- d) le caratteristiche di ciascuna classe devono essere illustrate con chiarezza e trasparenza agli investitori (cosiddetta transparency).



Il rispetto degli ultimi tre principi appena descritti non appare di difficile applicazione, mentre definire un obiettivo d'investimento e una politica di investimento comune indistintamente per tutti i partecipanti al fondo potrebbe comportare delle criticità nella creazione di classi di quote basate, ad esempio, su diversità inerenti le performance, i ricavi o i rischi.

L'UNICA DEROGA AMMESSA

L'Esma ritiene, peraltro, che l'unica deroga ammessa in tema di differenziazione dei rischi, compatibile con il rispetto del principio dell'obiettivo comune di investimento, sia la cosiddetta copertura dal rischio di cambio. Secondo l'Autorità europea, infatti, la copertura dal rischio di cambio valutario è

un mezzo per garantire parità di trattamento all'interno del fondo e quindi deve ritenersi lecita.

La questione sembra essere meno dibattuta con riferimento ai fondi alternativi riservati posto che sempre l'art. 35-decies del Tuf statuisce espressamente che tali tipologie di fondi possono prevedere "trattamenti preferenziali nei confronti di uno o più investitori o categorie di investitori (...)" nel rispetto del principio del cosiddetto non contagion.

In generale, dunque, non sembra in discussione tanto la possibilità di creare classi di quote portatrici di diritti diversi quanto l'individuazione dei parametri e dei limiti di diversificazione almeno in relazione ai fondi differenti dai Fia riservati.

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.

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

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

SCOPRI DI PIÙ
SULLA NOSTRA OFFERTA



eurizoncapital.com

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 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



«Oggi tutti dicono di offrire consulenza, ma in realtà la vera parola da usare in questo caso è “consiglio”. Diverso è quando la consulenza è un modello di proposta, è il core banking della banca: ciò vuole dire che dietro c'è una direzione e un management che sono orientati a questa attività, che c'è un ufficio consulenza che continua a elaborare gli strumenti informatici per la raccolta dei dati, significa sapere sfruttare i dati, riuscire a usare un modello strutturato per fornire un servizio personalizzato attraverso il financial advisor. E questo aspetto richiede competenza e curiosità e l'insieme delle due cose diventa innovazione»

ANTONIO MARANGI
amministratore delegato
Finint Private Bank

«Tanta consulenza evoluta, ma non solo»

a cura di **Alessandro Secciani**

Il Gruppo Banca Finint, con sede a Conegliano, è una banca d'affari indipendente che sta vivendo, dopo alcune recenti e strategiche acquisizioni, un percorso di grande crescita e diversificazione dell'offerta. Banca Finint, la capogruppo, è attiva nell'area Npe e corporate investment banking, con un radicato expertise nella finanza strutturata (strutturazione e gestione di operazioni di cartolarizzazione, dove è leader di mercato), nella consulenza alle imprese sul ricorso a strumenti di debito alternativi al canale bancario finalizzati alla crescita aziendale (mini e basket bond) e in operazioni di finanza straordinaria (Ipo, M&A, restructuring). Del gruppo bancario fa parte Finint Investments, società fondata nel 2004, che gestisce oggi circa 4 miliardi di masse e ha all'attivo oltre 30 fondi di investimento, con particolare focus sul social e student housing, il settore alberghiero, le energie rinnovabili, l'education, Npl e i fondi dedicati al private debt a sostegno dello sviluppo delle imprese e dell'economia reale. Di recente, è stata acquisita dal ramo industriale del Gruppo Finint anche Finint Revalue, azienda attiva da oltre 35 anni e specializzata nel credit & asset management.

Accanto a queste società, che rappresentano la storia e l'evoluzione del Gruppo bancario, a giugno 2022 è stata perfezionata l'acquisizione di Banca Consulia, oggi **Finint Private Bank**, specializzata in consulenza evoluta e gestioni patrimoniali, consentendo così un ampliamento dell'offerta alla clientela nel private banking & wealth management. L'elemento distintivo e caratteristico di Finint Private Bank è rappresentato da un modello di consulenza evoluta personalizzato; la società opera attraverso una rete di 190 financial advisor presenti su 59 uffici territoriali e tre filiali a Milano, Roma e Torino. Il 43% degli Aum è gestito attraverso il modello di consulenza evoluta, rispetto a una media di mercato del 17 %. Inoltre, a giugno, la società si è piazzata prima nella raccolta pro capite.

A guidare Finint Private Bank è **Antonio Marangi**, amministratore delegato, in procinto di diventare vicepresidente esecutivo. Ha iniziato dalla gavetta, con 13 anni di attività come consulente finanziario di Fideuram. In seguito, è entrato con un ruolo direttivo nel gruppo Ipibi, dal quale è uscito nel 2015, dopo avere raggiunto la carica di amministratore delegato di Banca Ipibi Financial Advisory, per assumere la direzione di banca Consulia. Nel confronto diretto ci si trova di fronte una persona educata e sorridente, che



dà l'idea di una grande capacità di raggiungere gli obiettivi aziendali sviluppando soprattutto il coinvolgimento dei collaboratori.

Come si è evoluta Banca Consulia, ora Finint Private Bank, con l'ingresso nel Gruppo Banca Finint?

«La banca ha ulteriormente rafforzato la sua caratteristica più nota, che è offrire consulenza finanziaria a un ampio range di clienti. La nostra maggiore peculiarità è di avere il 43% degli asset in consulenza evoluta e il 50% dei ricavi dipende proprio dai contratti di questo tipo di consulenza. I due dati che ho citato rendono l'idea degli investimenti di tipo informatico, ma soprattutto in formazione, che la banca ha portato avanti su questo tema. Abbiamo fatto questa scelta di carattere formativo perché ci porta a essere trasparenti nei confronti dei clienti, fatto che sicuramente paga sul lungo termine. Noi, oggi, con la formula della consulenza evoluta siamo più trasparenti possibile: a fronte di un canone di consulenza retrocediamo tutte le commissioni che incassiamo dalle società.

Quindi il cliente vede due scritture contabili: da una parte il canone, dall'altra la restituzione delle commissioni che riceviamo da parte delle società prodotte. Questa scelta ci mette nella condizione di proporre al cliente le soluzioni più idonee alla costruzione del suo portafoglio. L'altra peculiarità è il basso turnover della rete commerciale, caratteristica che identifica la nostra proposizione al mercato. Finint Private Bank ha cambiato sì il nome, ma ha mantenuto la propria legal entity, in modo da potere esprimere bene il concetto di specializzazione delle due banche all'interno del gruppo Finint e da evidenziare le sinergie che possono generarsi».

Quali sono queste sinergie?

«Noi ci rivolgiamo al mercato con la consulenza evoluta e proponiamo una serie di opportunità legate alle sinergie con il mondo corporate e alla finanza straordinaria, riuscendo a mettere in contatto il risparmiatore con l'economia reale. In questo modo il risparmio entra direttamente in un circolo produttivo costituito dalle aziende sul

territorio, delle quali molte con esperienze imprenditoriali stupende. Nel contempo, riusciamo a rivolgerci a quella popolazione più giovane che vede negli strumenti meno tradizionali opportunità che possono aiutarli a pianificare i loro investimenti. Quindi oggi Finint Private Bank sta crescendo bene, a una velocità maggiore rispetto al passato, grazie a queste sinergie e al completamento della propria offerta: il consulente riveste un ruolo sicuramente più centrale rispetto alla sola gestione del risparmio».

Che cos'è ciò che non è consulenza evoluta? Private o prodotti tradizionali?

«Il 57% è consulenza tradizionale, quella tipica di una private bank che utilizza strumenti, sia di raccolta ordini, sia di risparmio gestito. Il nostro approccio è di non fare una distinzione sugli strumenti finanziari. Quindi, abbiamo una buona presenza di risparmio amministrato (23% degli Aum), perché, soprattutto in momenti come questo, quando i titoli di stato e le obbligazioni sono torna-

ti a essere di particolare interesse, è giusto consigliarli alla clientela. Siamo nella logica di dare un'offerta che sia in linea con le richieste degli investitori. Ma il nostro lavoro non è costituito solo dal "contratto di consulenza": dietro c'è tutta la modellistica, gli algoritmi, gli studi sull'andamento delle singole attività finanziarie. Questa operatività, con l'aiuto dello strumento informatico, riesce a offrire non solo gli strumenti, ma soprattutto un'asset allocation coerente con il profilo di rischio, che viene personalizzata, al punto che molto difficilmente si riscontrano due portafogli uguali, proprio perché ci sono esigenze molto diverse. In seconda battuta, c'è la selezione degli strumenti finanziari, sempre con un'interazione diretta del financial advisor con il cliente per rispondere meglio alle esigenze e, non sempre, per esempio, il risparmio gestito offre le soluzioni più corrette: talvolta l'amministrato è più efficiente, mentre in altri casi è meglio il gestito. Ogni scelta dipende dal cliente. Non c'è un ordine di scuderia che spinge uno strumento piuttosto che un altro, ma è la relazione fiduciaria con la persona che permette di costruire il portafoglio sottostante. Quest'ultimo, poi, viene monitorato giornalmente, sia per seguire l'andamento del mercato, sia per verificare la qualità degli strumenti sottostanti. Perciò, l'interazione è costante, continua: riteniamo che ciò porti a un servizio particolarmente qualificato. Purtroppo, quando si parla di consulenza, si usa un termine molto inflazionato: oggi tutti dicono di offrire consulenza, ma in realtà la vera parola da usare in questo caso è "consiglio". Diverso è quando la consulenza è un modello di proposta, è il core banking della banca: ciò vuole dire che dietro c'è una direzione e un management che sono orientati a questa attività, c'è un ufficio consulenza che continua a elaborare gli strumenti informatici per la raccolta dei dati, significa sapere sfruttare i dati, riuscire a usare un modello strutturato per fornire un servizio personalizzato attraverso il financial advisor. E questo aspetto richiede competenza e curiosità e l'insieme delle due cose diventa innovazione».

Recentemente, la raccolta di tutte le società del settore è stata caratterizzata da una valanga di bond.

«È vero che la raccolta è stata contrassegnata ultimamente dalla prevalenza dell'amministrato ed è successo anche a noi. In generale, si tratta di denaro che proviene da conti correnti oppure amministrato che viene tra-

sferito da noi per ricevere un servizio di consulenza. In questo momento, l'acquisto di bond è una scelta propositiva. Occorre tenere presente che negli anni del Covid si era accumulato molto denaro nei conti correnti e questi capitali stanno tornando a essere investiti. Noi, nonostante la grande quantità della componente di amministrato, vediamo comunque una diversificazione da parte dei clienti sul risparmio tradizionale e un flusso positivo sul gestito. Va inoltre tenuto presente che per noi che facciamo consulenza sull'intero portafoglio, anche l'amministrato è un modo per offrire questo servizio. E la liquidità è fieno in cascina».

Operate solo con clientela privata?

«No, l'altra colonna portante dell'offerta Finint Private Bank è il rapporto con la clientela istituzionale. Abbiamo una direzione dedicata agli istituzionali che offre consulenza alle tesorerie di banche e di società e si pone anche come intermediario su tutto il mondo dei titoli obbligazionari. Oggi in questo campo abbiamo superato i 12 miliardi di intermedio mensile, che è una cifra sicuramente importante: serviamo clientela primaria e forniamo servizi di accesso al mercato primario anche a clienti di profilo alto in termini di volumi e di esperienza».

Quali sono i vostri obiettivi? Oggi siete presenti soprattutto nel Tri-veneto e in Lombardia...

«In realtà siamo presenti anche in altre regioni italiane: siamo a Roma, Pescara, sulla dorsale adriatica e abbiamo un ufficio anche a Salerno e Catania. Comunque, visto che la maggior parte del risparmio è concentrata sull'asse Torino-Trieste, la nostra presenza maggiore è in questa area, anche se è vero che siamo molto forti nel Veneto, visto che la sede del Gruppo Banca Finint è a Conegliano. In ogni caso, stiamo cercando di esportare il modello che unisce il mondo del private con quello del corporate anche in altre città e in altre regioni. Una cosa di noi che vorrei ricordare è che il Gruppo Banca Finint è uno dei due che si sono aggiudicati il ruolo di gestore dei fondi del Pnrr sul turismo e sulla riqualificazione dei centri urbani. Il 40% di questi fondi andrà investito nel Sud, rafforzando la nostra presenza in quelle aree e offrendo sostegno all'economia reale».

Dove pensate di crescere?

«L'obiettivo è crescere in tutta l'Italia: ci sono

territori, come il Piemonte, per fare un esempio, che meritano una maggiore attenzione. E ce ne sono altri che hanno visto scomparire le banche locali, così come ci sono aree del Mezzogiorno dove non mancano le buone occasioni. La nostra ottica è sviluppare in maniera imprenditoriale le opportunità che possono nascere. Vediamo limitante un piano di sviluppo concentrato su una sola città, anche perché l'espansione è legata alla presenza di professionisti che possono sviluppare l'offerta rivolta alla clientela».

Sembra che la conoscenza del territorio e il rapporto con gli imprenditori locali sia uno dei vostri punti di forza, ma chiaramente non è un dialogo facile da creare in una zona in cui si è appena arrivati...

«Esatto. Per poterlo fare in maniera non industriale, in modo sartoriale, come ci proponiamo, occorre partire dalla gestione di rapporti fiduciari con il cliente. E questo rapporto non si sviluppa con l'offerta di un prodotto, ma con una consulenza su vari temi e con molta professionalità. Un altro aspetto che ci caratterizza come gruppo è, oltre alla voglia di crescere, anche l'innovazione. Siamo sempre attenti a come si muove il mercato, intendendo con ciò soddisfare le esigenze della clientela: da lì cerchiamo soluzioni che spesso sono innovative».

Alcuni esempi?

«Sono in continua innovazione i servizi di consulenza evoluta e i servizi di gestione patrimoniale che sono costruiti con la tecnica dei "building block". Parlando, invece, dell'intero gruppo, possiamo citare le cartolarizzazioni, i basket bond, i mini bond e tutto ciò che può essere finanza straordinaria, che richiede una particolare attenzione, sia alle esigenze del cliente, sia alle normative e ai cambiamenti del mercato. La nostra Sgr è specializzata nei fondi alternativi e ha sviluppato sempre soluzioni e prodotti per dare risposte specifiche su questo tema».

Quindi soprattutto prodotti illiquidi.

«Mi si lasci fare un'associazione di idee, perché illiquido è anche un immobile, che rappresenta la percentuale maggiore della ricchezza degli italiani. Allora preferisco parlare di "alternativi", perché è un'offerta che utilizza strategie di investimento diverse e meno convenzionali. Noi offria-

mo questi strumenti alla nostra clientela anche attraverso fondi, quali i fondi riservati o gli Eltif. La nostra Sgr, Finint Investments, propone prevalentemente questo tipo di esperienza e noi riusciamo quindi a fare sinergia e a proporre alla clientela opportunità di investimento che sono alternative al risparmio gestito tradizionale, ma sempre con strumenti di risparmio gestito: fondi che aiutano la diversificazione, offrono l'opportunità di ottenere rendimenti interessanti, nonché di proteggere i capitali investiti da eventi di mercato sfavorevoli. Ci crediamo molto e riteniamo che si debba avvicinare di più il risparmio all'economia reale e questi sono strumenti idonei per fare questo tipo di passaggio. Per caratteristiche di rischio e di tipologia di prodotto, sono solo una piccola quota del patrimonio del cliente e ben vengano le varie novità in termini di normativa, come l'abbassamento della soglia di accesso e la possibilità di fare entrare il cliente private in questo meccanismo. In conclusione, per noi sono importanti per completare la nostra offerta, ma soprattutto per essere vicini alla nostra mission, che è sostenere l'economia reale attraverso la consulenza agli imprenditori».

Come è stata creata la rete? Quali sono le caratteristiche dei vostri uomini? In pratica, come si fa a diventare un consulente Finint Private Bank?

«Non so se mettere al primo posto la passione, la competenza o un mix delle due cose. Entrare in una società come la nostra significa sicuramente avere un desiderio che va oltre il grande brand tradizionale. Vuole dire avere la passione di servire il cliente e avere alle spalle una struttura che gli consente di farlo. Quindi, nel processo di selezione per noi è importantissimo capire che cosa il candidato vuole fare e quanto ciò che vuole fare corrisponde ai valori della società. Da lì comincia il processo di selezione vero e proprio, che è composto da vari aspetti, che comprendono la storia personale, il mercato potenziale, la voglia di mettersi in gioco. Siamo cresciuti soprattutto nella selezione one-to-one e abbiamo un buon livello di fidelizzazione, siamo anche aperti ad acquisire strutture esterne. L'operazione dell'anno scorso con Unica Sim ci ha messi nella condizione di avere a bordo un certo nu-

mero di clienti più velocemente di quanto non sarebbe successo con la selezione dei singoli consulenti. Questo rinnovamento avrà continuità anche con l'ingresso di Paolo Tenderini, già consigliere e da aprile 2024 nuovo amministratore delegato, che arriva dal mondo delle private bank internazionali e che porterà ulteriore spinta all'innovazione e alla presenza della banca su mercati riservati a una clientela sempre più sofisticata».

Prendete giovani? Se si presenta un giovane con entusiasmo a capacità tecniche, che cosa gli rispondete?

«Gli diciamo benvenuto, se corrisponde a quelle caratteristiche che elencavamo prima. Ciò perché c'è un passaggio generazionale anche all'interno della rete. E poi c'è un tema di linguaggio diverso per dialogare con il mercato dei giovani. Questo fatto lo vedo quotidianamente nel rapporto con i miei figli. Esiste la necessità di avere un collegamento con le nuove generazioni. Ma non usiamo i giovani per fare numero: hanno bisogno di una struttura di esperienza. Come in ogni professione, occorre un certo tipo di affiancamento, è necessario subentrare piano piano negli aspetti più complessi dell'attività, cui si associa la forte energia che arriva dai ragazzi. Oltre ai giovani, bisogna puntare con interesse al mondo femminile. Se si guardano i numeri del nostro settore, si vede che la presenza delle donne è ancora molto bassa, rispetto a quella degli uomini, e ciò non è corretto, anche perché sempre più spesso grandi patrimoni sono gestiti da donne. Quindi, giovani sì, e chiaramente indipendentemente dal genere».

Avete realizzato nel semestre una crescita percentuale della raccolta pro capite superiore al sistema; non è un risultato da poco. Come ci siete riusciti?

«Indubbiamente, i numeri ci stanno confortando e speriamo di mantenere la vetta della classifica. Abbiamo una rete caratterizzata da grande professionalità. Non abbiamo fatto campagne, non abbiamo fatto cose straordinarie. Ad avere contribuito in maniera determinante è la sintesi delle caratteristiche che offriamo. In una situazione di mercato sempre più complesso, sempre più orientato al prodotto, offrire

al cliente il concetto della consulenza sta aiutando molto. E i clienti ce lo stanno riconoscendo e io dico: finalmente!»

Il giorno in cui si presentasse un consulente che opera in un'area dove non siete minimamente presenti e che ancora non rientra nelle vostre strategie di espansione, quale sarebbe la vostra risposta?

«Sarebbe sostenere il progetto del collega. E lo dimostra il fatto che abbiamo una presenza anche in Sicilia di un consulente che sta avviando un progetto di questa natura. Perciò, la banca è sempre disponibile, anche intervenendo economicamente e favorendo l'idea di una presenza territoriale maggiore».

Esg, quanto è importante per voi?

«È importante, per l'impatto positivo che le politiche Esg possono generare e ci sono norme che ci stanno spingendo ad accelerare. Però, a volte, la complessità della regolamentazione e la ricerca della performance dei prodotti non sempre si sposano perfettamente. La clientela li guarda con interesse, ma l'attenzione scema se il rendimento è inferiore ad altri prodotti. Quindi, c'è ancora il contrasto tra fare una buona azione e il beneficio che se ne può trarre. Noi ci stiamo impegnando da diverso tempo in questo campo: abbiamo assegnato un rating a ogni diverso strumento finanziario e speriamo che nel futuro si possa avere una cultura, anche da parte del risparmiatore, che sappia selezionare le diverse soluzioni di investimento indipendentemente dalle performance».

Sta per arrivare un nuovo amministratore delegato e lei diventerà vicepresidente esecutivo. Come vi dividerete il lavoro?

«Proprio nella logica che abbiamo già intrapreso e comunicato fin da subito, la parte operativa verrà gestita da Paolo Tenderini, sino a giugno country head di Edmond de Rothschild per l'Italia, ora consigliere di Finint Private Bank e da aprile prossimo amministratore delegato, e la parte strategica da me. È e sarà un lavoro svolto in collaborazione. Io credo fortemente nell'innovazione e nel cambiamento e che non si possa chiedere la condivisione di questo pensiero ai colleghi se non si è testimoni di ciò. È un'opportunità da vivere in modo molto proattivo, propositivo e ritengo che porterà a ulteriori benefici».

Un 2023 in salita

articolo tratto da uno studio
di Stefano Ambrosetti
economic research di Bnl Bnp Paribas

Il risparmio gestito, nel contesto attuale, presenta alcuni elementi di discontinuità rispetto al recente passato a causa di una situazione di mercato meno favorevole. Il patrimonio a fine giugno 2023 ammontava 2,27 trilioni di euro, un valore di poco superiore a quello a chiusura del 2022, ma ancora distante dal picco di quasi 2,6 trilioni del 2021. Anche la raccolta mostra segnali di rallentamento. Dopo avere raggiunto nel 2021 la somma di 92 miliardi, nel 2022 ha registrato un valore positivo per 15 miliardi. Nei primi sei mesi del 2023 i flussi netti hanno invece evidenziato alcune difficoltà, registrando un saldo netto negativo per 17 miliardi

L'attività di gestione del risparmio nel 2023 ha evidenziato segnali di una situazione di mercato meno favorevole rispetto al recente passato. Il patrimonio gestito a fine giugno 2023 ammontava 2,27 trilioni di euro, un valore di poco superiore a quello a chiusura del 2022, ma ancora distante dal picco di quasi 2,6 trilioni del 2021. Anche la raccolta mostra segnali di rallentamento. Dopo avere raggiunto, nel complesso del 2021, 92 miliardi di euro, nel 2022 ha chiuso con un valore positivo per 15 miliardi. Nei primi sei mesi dell'anno in corso, la raccolta netta ha invece evidenziato alcune difficoltà, registrando un saldo netto negativo per 17 miliardi di euro. Questo risultato appare legato in gran parte all'andamento dalle gestioni patrimoniali (-13

miliardi), mentre le gestioni collettive (fondi aperti e chiusi) hanno registrato un saldo negativo più contenuto (-4 miliardi).

La composizione del patrimonio gestito evidenzia una sostanziale equiripartizione delle masse tra il comparto dei fondi comuni (aperti e chiusi) e le gestioni di portafoglio (Gpf, Gpm, gestioni previdenziali e gestioni di prodotti assicurativi). Il peso dei fondi comuni sul totale del risparmio gestito negli ultimi anni è progressivamente aumentato, grazie a un ritmo di sviluppo più sostenuto rispetto alle gestioni patrimoniali. Il maggiore slancio evidenziato dal mercato dei fondi ha portato questo comparto a sopravanzare le gestioni collettive. A giugno 2023 i fondi detenevano un peso pari al 53% del totale, inferiore di quattro punti percentuali rispetto a quello della crisi finanziaria del 2008 (57%).

Nel corso del 2022 entrambi i comparti del risparmio gestito, pur a fronte di una raccolta netta positiva per le gestioni collettive e sostanzialmente invariata per quelle di portafoglio, hanno registrato una flessione del patrimonio nell'ordine del 15% per effetto della sfavorevole dinamica dei mercati finanziari. Nei primi sei mesi del 2023 il recupero è stato leggermente più accentuato per il comparto dei fondi con +2,7% del patrimonio a fronte del +1,4% delle gestioni di portafoglio, penalizzate da un andamento negativo della raccolta netta più accentuato. Il patrimonio delle gestioni patrimoniali è costituito prevalentemente da gestioni istituzionali (prodotti assicurativi e previdenziali) e in misura ridotta da gestioni retail.

Il patrimonio gestito dai fondi comuni (italiani

ed esteri) sul mercato italiano è 1.200 miliardi. Osservando la distribuzione del patrimonio, emerge una progressiva ricomposizione verso il comparto azionario, a fronte delle evoluzioni dello scenario economico e finanziario. Nonostante i prodotti obbligazionari continuino a costituire il comparto più scelto dai risparmiatori, con un peso che ammonta al 33,8%, i fondi azionari presentano ormai un valore inferiore di soli 1,7 punti percentuali (32,1%).

Per meglio qualificare la velocità della ricomposizione, basti pensare che a fine 2021 il gap tra le due categorie era di 13 punti percentuali (38% il peso degli obbligazionari, 25% quello degli azionari). Tra gli altri comparti di fondi, quelli bilanciati presentano una quota sul patrimonio complessivo del 12,5%, i fles-

sibili del 17,6%, mentre i monetari sono al 3,9%, un valore che si è progressivamente ridotto per i progressivi deflussi negli anni caratterizzati da tassi del mercato monetario prossimi allo zero (nel 2008 avevano un peso del 21% del patrimonio).

Quanto al domicilio dei fondi, si evidenzia una stabilizzazione del peso relativo dei fondi comuni di diritto italiano e di quelli esteri. Dopo un processo di ricomposizione durato oltre 10 anni, la quota sul totale delle due categorie si è invertita. A giugno 2023 la percentuale dei fondi di diritto estero sul patrimonio complessivo ammontava al 79% del totale a fronte del 21% di quelli italiani. Nel 2009 il patrimonio dei fondi era ripartito quasi al 50% tra italiani ed esteri, mentre nel 2004 la situazione era pressoché invertita

rispetto a oggi: circa il 68% del totale era in fondi di diritto italiano e il 32% in fondi di diritto estero.

IL 70% DEL PATRIMONIO È IN MANO ALLE CLASSI OVER 57 ANNI

Il valore medio generale dell'investimento in fondi è 45 mila euro, circa 2 mila euro in meno rispetto a quello registrato nella precedente rilevazione. Questo importo varia in base alla tipologia del prodotto: più basso per i sottoscrittori di fondi italiani (27 mila euro), più alto per coloro che puntano sui fondi esteri, con una media di 52 mila euro nel caso dei fondi cross border.

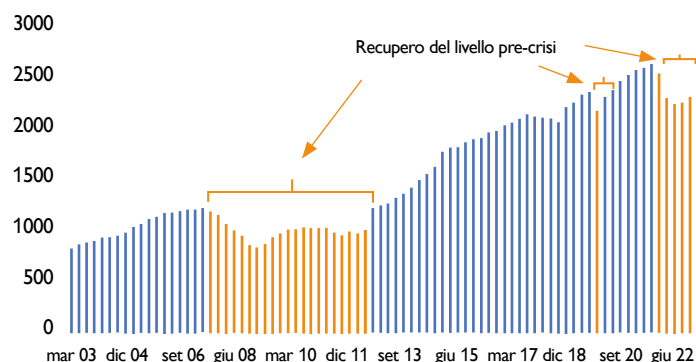
L'investitore tipo in fondi comuni in Italia è un individuo maturo con un'età media di 61 anni: si tratta di una tipologia di risparmiatore che ha maggiori possibilità di investire rispetto alle generazioni più giovani, che però hanno appena iniziato a farlo. Nel tempo, si è registrato un progressivo invecchiamento medio della platea dei sottoscrittori in fondi che evidenzia una dinamica più accentuata rispetto a quella della popolazione.

Il 41% dei sottoscrittori appartiene alla generazione dei Boomer (quelli in età compresa tra 58 e 76 anni); seguono i risparmiatori della Generazione X (tra 41 e 57 anni) con il 28%. Le generazioni più anziane (ultra 77enni) pesano per il 18,5%, mentre i risparmiatori più giovani, fino a 40 anni, si attestano al 13%. Nonostante l'esiguità del valore assoluto, i giovani under 40 stanno gradualmente iniziando a investire utilizzando lo strumento dei fondi per entrare nel mercato finanziario, spesso ricorrendo a prodotti che consentono di accumulare con versamenti ricorrenti.



L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO IN ITALIA: PATRIMONIO

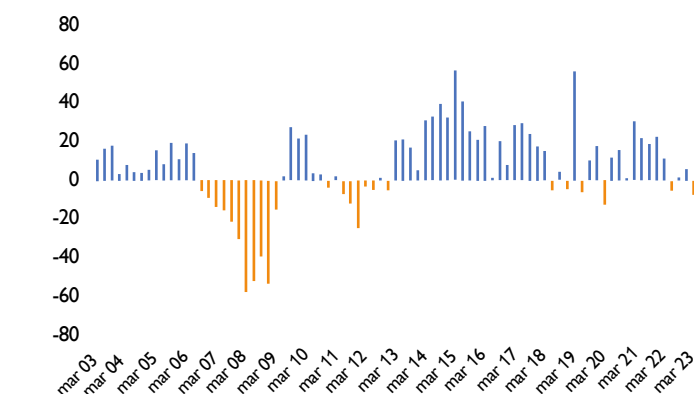
(mld di euro; dati trimestrali)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati Assogestioni

L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO IN ITALIA: RACCOLTA NETTA

(mld di euro; dati trimestrali)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati Assogestioni

In totale, il 72% del patrimonio è detenuto da investitori con un'età superiore a 57 anni: in particolare la classe dei 58-76enni possiede quasi la metà del patrimonio complessivo (47%), mentre gli over 77 anni detengono il 25%. Tra le classi più giovani si registra una minore concentrazione patrimoniale del sistema fondi: il 23% per la classe di età 42-57 anni e il 5% per i sottoscrittori under 40. Tra i più anziani si registrano gli investimenti medi più alti: 62 mila euro per gli ultra 75enni e 53 mila per la classe 58-76 anni. L'importo medio investito si riduce per le classi più giovani, scendendo a 37 mila euro per i 42-57enni, 18 mila per la classe 26-41 anni e 12 mila per la fascia fino a 26 anni.

CONTINUA A RIDURSI IL DIVARIO DI GENERE ORMAI QUASI EQUILIBRATO

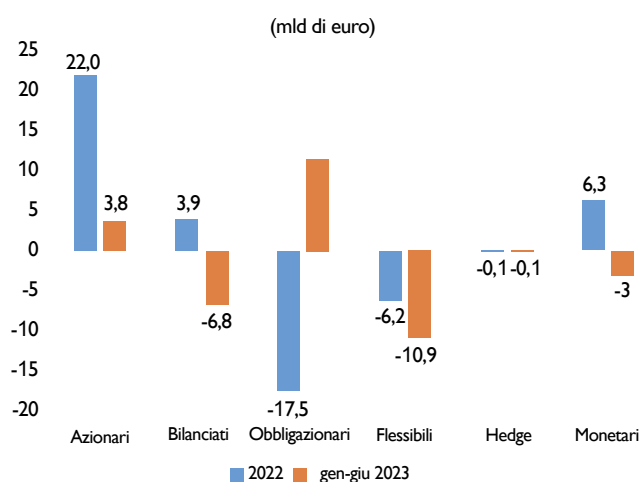
A fronte dei notevoli cambiamenti registrati dall'industria, rimane invece piuttosto stabile la partecipazione al mercato dei fondi per area geografica degli investitori con una maggiore concentrazione nell'Italia settentrionale. Circa il 65% dei sottoscrittori risiede nel Nord Italia: il 39% nelle regioni del Nord-Ovest, il 26% nel Nord-Est. Nelle regioni del Centro abita il 19%, al Sud l'11% e il 5% nelle isole. Confrontando la concentrazione dei sottoscrittori con quella della popolazione residente, si evidenzia una maggiore incidenza dei primi nel Nord. Nelle regioni del Sud e nelle isole la situazione si capovolge evidenziando un minore tasso di partecipazione al mercato dei fondi. I sottoscrittori residenti nel Nord Italia de-



tengono il 70% dell'investimento complessivo: la percentuale più elevata si registra nel Nord-Ovest con il 44%, segue il Nord-Est con il 26%. I sottoscrittori residenti nel Centro detengono il 17% dell'investimento complessivo. I risparmiatori del Sud e delle isole detengono, rispettivamente, il 9% e il

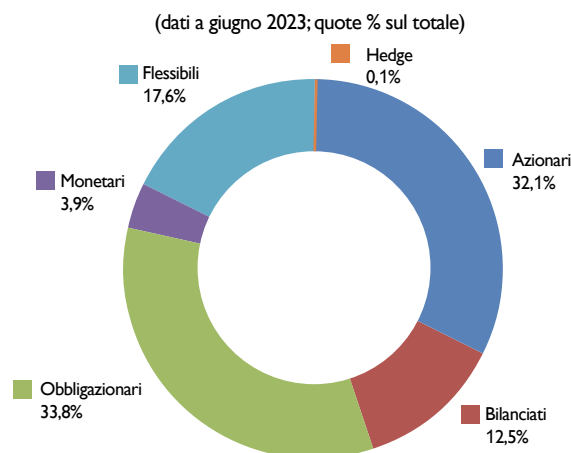
4%. Nelle regioni del Nord si registrano importi medi investiti pari o superiori alla media: nel Nord-Ovest l'investimento medio è di 51 mila euro, nel Nord-Est è 46 mila euro, al Centro 43 mila, al Sud 37 mila e nelle Isole 40 mila. I dati evidenziano il perdurare di un trend

FONDI COMUNI: RACCOLTA NETTA

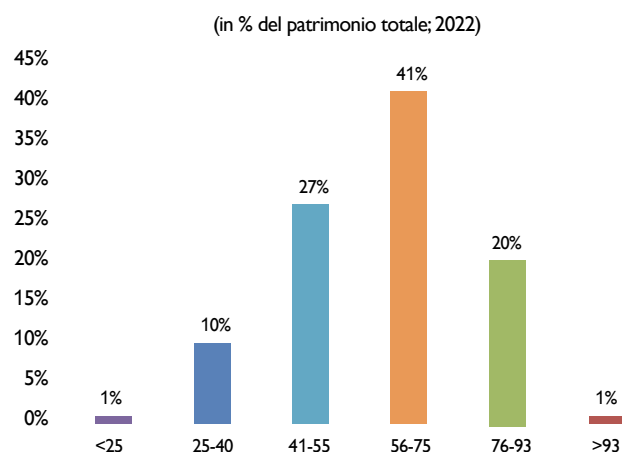


Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati Assogestioni

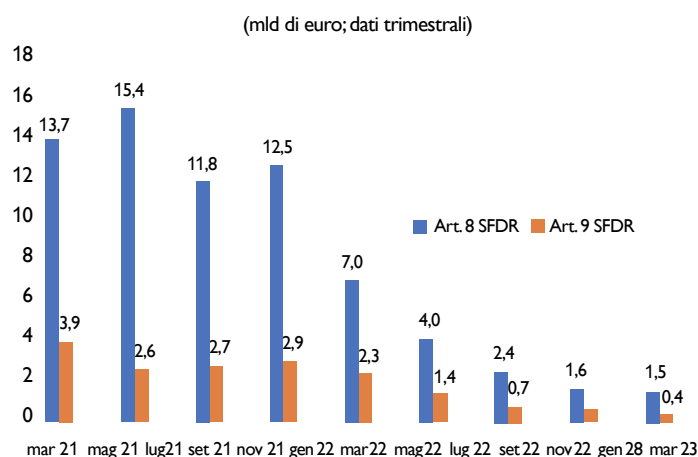
FONDI COMUNI: COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati Assogestioni



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati Assogestioni



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati Assogestioni

in corso da diversi anni che sta progressivamente annullando, tra i sottoscrittori italiani, la differenza di genere a favore di un sostanziale equilibrio con le donne, che oggi rappresentano il 47% degli investitori contro il 53% degli uomini. Anche l'investimento medio di uomini e donne si sta avvicinando nei valori: infatti, i primi investono circa 47 mila euro, contro 43 mila delle donne.

Lo studio analizza anche la distribuzione della partecipazione al mercato dei fondi per modalità di sottoscrizione. La forma prevalente resta il versamento unico (Pic), scelto dal 62% dei risparmiatori, mentre la quota dei sottoscrittori che investe tramite piani di accumulo (Pac) è il 22%; la parte rimanente opta, invece, per una forma mista (16%). I dati evidenziano che le modalità di sottoscrizione, pur a fronte di diverse disponibilità patrimoniali, risultano più orientate a versamenti ricorrenti per le generazioni più giovani. In particolare, gli investitori under 40, i Millennial e la Generazione Z (i giovani fino a 26 anni), individuano nel Pac il proprio prodotto preferito di investimento: infatti, supera il 50% la quota dei sottoscrittori più giovani che investe attraverso piani di accumulo. Viceversa, oltre il 70% dei Boomer, sceglie di investire in fondi attraverso un versamento unico. Si registra, invece, una differente incidenza dei canali distributivi in funzione del domicilio dei fondi. Per i fondi italiani, il 95% dell'investimento complessivo è distribuito tramite sportelli bancari, mentre il peso dei fondi distribuiti dalle reti di consulenti finanziari aumenta sensibilmente tra i prodotti esteri, per i quali oscilla tra il

27% e il 45% in funzione della tipologia di fondi (esteri o cross border).

Continua ad aumentare l'incidenza complessiva dei fondi sostenibili che risulta pari al 50% degli investimenti, ma presenta una certa disomogeneità territoriale. A livello di residenza, la quota degli investimenti in fondi sostenibili art. 8 tende a diminuire spostandosi verso le regioni del Sud e le Isole, dove la percentuale appare di poco superiore al 40%.

I FONDI SOSTENIBILI E IL REGOLAMENTO SFDR

Negli ultimi anni, una quota crescente del risparmio gestito si è orientato verso criteri di sostenibilità. Lo sviluppo della finanza sostenibile è stato influenzato anche dalle rilevanti modifiche intervenute nella regolamentazione europea che ha guidato l'evoluzione dell'intermediazione finanziaria, in particolare per quanto riguarda la strutturazione dei prodotti e la disclosure.

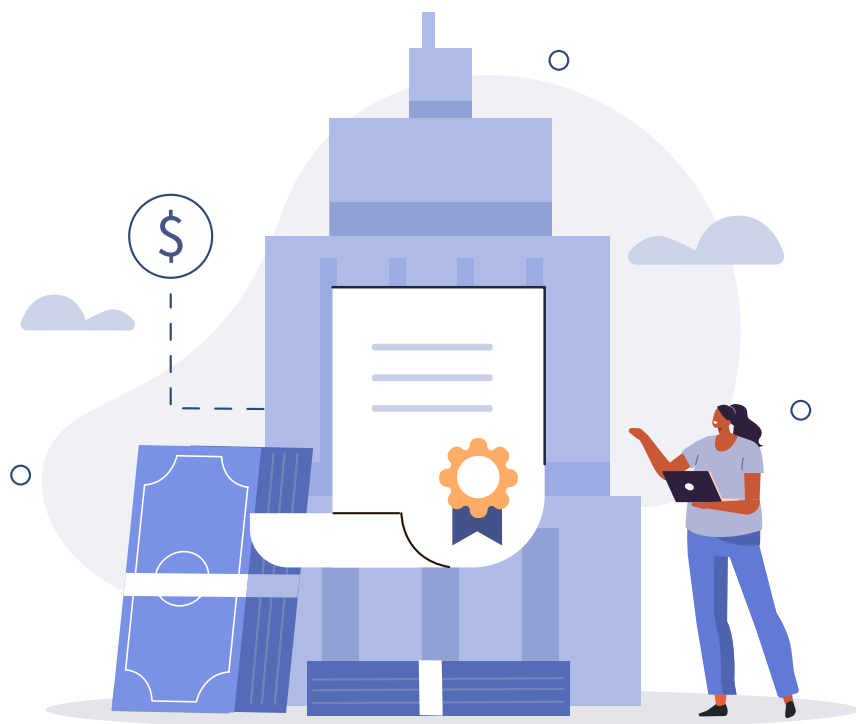
La recente entrata in vigore di alcuni provvedimenti ha contribuito ad alimentare il progressivo completamento del quadro normativo. In particolare, a partire dal 1° gennaio 2023, il regolamento Sfdr (Sustainable finance disclosure regulation) è stato rafforzato con l'entrata in vigore della normativa di secondo livello, contenente gli standard tecnici di dettaglio (Rts-Regulatory technical standards). Si tratta di una concreta accelerazione, che impone un impegno di compliance particolarmente complesso alle società di gestione del risparmio, che sono chiamate a fornire una

documentazione di offerta sui prodotti standardizzata e molto dettagliata, fondata su regole armonizzate volte a migliorare la qualità delle informazioni e la comparabilità dei prodotti in materia di sostenibilità. L'incremento dei prodotti di investimento sostenibili (art. 9 Sfdr) o che promuovono caratteristiche di sostenibilità (art. 8 Sfdr) ha preso slancio proseguendo anche in un contesto di mercato in cui i fondi hanno fatto registrare, in media, rendimenti negativi e deflussi netti. In Italia, alla fine del primo trimestre 2023, i fondi comuni sostenibili rappresentavano oltre il 40% del totale, un valore in crescita rispetto al 35% di fine 2021. Pur in un contesto non favorevole per il settore, l'attenzione dei risparmiatori per queste tipologie di investimento è rimasta elevata. Il trend di crescita del mercato italiano nel 2023, anche se a ritmi meno intensi, è proseguito: è stata registrata una raccolta netta di poco inferiore a 2 miliardi di euro con un patrimonio che ha raggiunto 471 miliardi. Nell'osservare le dinamiche di raccolta e il patrimonio gestito delle due categorie di fondi (art. 8 e art. 9 Sfdr), occorre considerare che l'evoluzione della normativa, che pone criteri sempre più stringenti da rispettare, ha comportato già dalla fine dello scorso anno una riclassificazione di alcuni fondi che sono passati da art. 9 ad art. 8. Di conseguenza, l'andamento degli aggregati delle due categorie, oltre alle dinamiche di mercato, risente anche di queste operazioni di riclassificazione.

CONSULENTI &
RETI

Una valanga di bond

a cura di Alessandro Secciani



È certamente uno dei fenomeni che hanno maggiormente stupito i consulenti finanziari di tutta Italia. Dopo un 2022 che certamente non ha lasciato molto soddisfatti gli investitori, in un contesto di raccolta calante del gestito nel primo semestre di quest'anno, ad avere fatto un grosso salto in avanti nel portafoglio complessivo delle reti sono stati i classici titoli obbligazionari che hanno sempre fatto la parte del leone nei risparmi fai-da-te degli italiani: al 30 giugno titoli di stato e obbligazioni costituivano il 9,7% del patrimonio totale delle reti, contro il 6,7% del 31 dicembre del 2022. La prima evidente causa è che i rendimenti, saliti in maniera molto netta, hanno fatto tornare di moda un prodotto che con rendimenti a zero, ma spesso anche negativi, aveva perso tutto il suo appeal. Ma, a questo punto, per le società di distribuzione si pone un problema: si tratta di un fenomeno negativo, in quanto è un ritorno indietro rispetto a quando veniva scelto soprattutto il gestito, oppure ha una sua connotazione di positività, perché molto di questo denaro che è affluito sulle obbligazioni viene dai conti correnti delle banche? E, soprattutto, una volta passato l'attuale momento, c'è la possibilità di portare i risparmiatori verso strategie di investimento più evolute?

A queste domande hanno risposto, **Nicola Viscanti**, head of advisors di **Banca Widiba**, **Gianluca La Calce**, responsabile marketing & sviluppo offerta di **Fideuram -Intesa Sanpaolo Private Banking**, **Luca Romano**, responsabile della rete life banker di **Bnl Bnp Paribas Life Bankers**, e **Thomas Candolo**, analista dell'ufficio studi di **Copernico Sim**.

I dati di raccolta più recenti mostrano una fortissima crescita dei bond nei portafogli dei clienti. È successo anche a voi? Quali sono le cause del fenomeno?

Nicola Viscanti, Banca Widiba: «Sì, anche noi abbiamo rilevato una marcata crescita della componente obbligazionaria nei portafogli dei clienti, prevalentemente rivolta ai governativi italiani con scadenza a medio termine. La motivazione è legata a rendimenti nominali tornati su livelli elevati dopo diversi anni e alla crescita dell'inflazione».

Gianluca La Calce, Fideuram Ispb: «Siamo di fronte a un fenomeno molto netto di trasformazione di depositi in investimento diretto in obbligazioni e di contrazione dei



GIANLUCA LA CALCE
responsabile marketing
& sviluppo offerta
Fideuram-Intesa Sanpaolo
Private Banking

«Il rialzo dell'inflazione e l'inversione delle politiche monetarie hanno portato a un consistente rialzo dei tassi del mercato obbligazionario, che ha creato un'opportunità interessante per tutti quegli investitori attratti dalla cedola e dal rendimento corrente positivo. In Italia il fenomeno è stato ancora più evidente, perché il Tesoro è tornato a finanziarsi sul mercato retail»
GIANLUCA LA CALCE

nuovi investimenti in gestito. È un avvenimento ciclico cui non eravamo più abituati a causa di un lungo periodo caratterizzato da tassi bassi in valore assoluto. Il rialzo dell'inflazione e l'inversione delle politiche monetarie hanno portato a un consistente rialzo dei tassi del mercato obbligazionario, che ha creato un'opportunità interessante per tutti quegli investitori attratti dalla cedola e dal rendimento corrente positivo. In Italia, il fenomeno è stato ancora più evidente, perché il Tesoro è tornato a finanziarsi sul mercato retail e ha risvegliato l'interesse di una base di investitori molto ampia. Poca rilevanza ha avuto il fatto che, per effetto di nuovi incrementi dei tassi, il mercato ha prodotto rendimenti complessivi inferiori a quelli di altri investimenti, perché l'investitore ha guardato più il valore assoluto dei tassi».

Luca Romano, Bnl Bnp Paribas Life Bankers: «I dati che riguardano i portafogli dei clienti dei nostri life banker rispecchiano la preferenza generalizzata degli investitori nei confronti dei bond, anche se non in misura così drammatica. Sicuramente, a farla da padrona è la quota di titoli obbligazionari, in particolare governativi italiani. Le ragioni del fenomeno trovano principalmente origine in una storica affezione per i Btp, alla quale si è aggiunto un tasso di interesse nominale sempre crescente, in linea con le politiche della Bce e con l'andamento del differenziale Btp-Bund, oltre a una comunicazione mirata ed efficace del Mef, in particolare per le emissioni cosiddette retail. Non da ultimo, va menzionata la delusione di breve termine causata dalla sottoperformance degli indici obbliga-



THOMAS CANDOLO
analista dell'ufficio studi
Copernico Sim

«Certo, i livelli dei tassi attuali sui prodotti obbligazionari permettono retribuzioni interessanti: sono interessi che non si vedevano da anni. Naturalmente, i clienti hanno colto l'opportunità e con il timore diffuso di un possibile soft landing dell'economia mondiale, per ora scongiurato, hanno optato temporaneamente per una rotazione del portafoglio su strumenti più difensivi»
THOMAS CANDOLO



LUCA ROMANO
responsabile della rete life banker
Bnl Bnp Paribas Life Bankers

«Molte emissioni di titoli di stato oggi quotano sotto la pari e il differenziale contro Bund dei titoli italiani, nettamente il peggiore tra quelli della periferia europea, sta destando preoccupazione tra i clienti che, invece, soprattutto grazie ai rendimenti potenziali dei fondi obbligazionari, potrebbero iniziare nei prossimi mesi a rivedere le proprie posizioni»
LUCA ROMANO

zionari e dei relativi strumenti di risparmio gestito nel 2022, maggiormente percepita dagli investitori rispetto al comportamento similare del prezzo dei titoli in amministrato».

Thomas Candolo, Copernico Sim: «Certo, i livelli dei tassi attuali sui prodotti obbligazionari permettono retribuzioni interessanti: sono interessi che non si vedevano da anni. Naturalmente i clienti hanno colto l'opportunità e con il timore diffuso di un possibile soft landing dell'economia mondiale, per ora scongiurato, hanno optato temporaneamente per una rotazione del portafoglio su strumenti più difensivi. Rendimenti così alti sono la risultante delle politiche monetarie molto restrittive attuate dalla Bce e dalla Fed, per combattere un'inflazione vischiosa che decresce lentamente».



NICOLA VISCANTI
head of advisors
Banca Widiba

«A fronte di uno scenario economico internazionale di difficile lettura, le scelte degli investitori ci appaiono prevalentemente tattiche, con predilezione per scadenze di breve-medio termine. A nostro parere, la ripresa della raccolta in risparmio gestito è legata alla componente azionaria: in un contesto di riduzione della liquidità e bassi premi per il rischio rispetto all'obbligazionario, saranno determinanti la capacità dei fund manager di cogliere le opportunità in diverse aree geografiche e settori»

NICOLA VISCANTI

Pensate che chi ha scelto di puntare in questo periodo sulle obbligazioni abbia fatto una scelta tattica o strategica? Ritenete che, a breve, potrà tornare ad aumentare la quota dedicata alle azioni o al risparmio gestito in generale?

Nicola Viscanti, Banca Widiba: «A fronte di uno scenario economico internazionale di difficile lettura, le scelte degli investitori ci appaiono prevalentemente tattiche, con predilezione per scadenze di breve-medio termi-

ne. A nostro parere, la ripresa della raccolta in risparmio gestito è legata alla componente azionaria: in un contesto di riduzione della liquidità e bassi premi per il rischio rispetto all'obbligazionario, saranno determinanti la capacità dei fund manager di cogliere le opportunità in diverse aree geografiche e settori, anche attraverso nuovi prodotti e strategie e la professionalità dei consulenti finanziari nel trasmettere ai clienti la ricerca del valore attraverso la diversificazione».

Gianluca La Calce, Fideuram Ispb:

«È altamente improbabile che si possa tornare a un contesto di tassi bassi come quello che abbiamo alle spalle; la prospettiva è, quindi, una normalizzazione dell'inflazione e tassi che avvieranno una fase di stabilizzazione, ma rimarranno comunque su valori assoluti positivi. La componente obbligazionaria, quindi, ha recuperato strutturalmente un ruolo che aveva temporaneamente perso. Oggi è possibile che l'investitore stia vivendo una reazione più forte proprio per la carenza di tasso che ha sofferto, ma è comunque probabile che l'interesse non venga meno completamente. D'altro lato, il ritorno di tassi positivi rappresenta una grande opportunità anche per l'investimento; un portafoglio bilanciato ha oggi prospettive di rendimento di medio e lungo termine più alte di un paio di punti. Penso, quindi, che una volta passata questa fase si tornerà a dinamiche più equilibrate perché, comunque, esistono forme di investimento che hanno rendimenti attesi reali più elevati dei bond. È in questo contesto che emergerà la differenza tra chi, anche supportato da un consulente, guarderà alle obbligazioni come a un'opportunità strategica all'interno di un'asset allocation più ricca e chi si limiterà a cercare il rendimento corrente, perdendo la prospettiva strategica».

Luca Romano, Bnl Bnp Paribas Life Bankers:

«Le obbligazioni sono state e saranno parte integrante di un portafoglio ben diversificato. Chi adotta un approccio, condiviso con il proprio consulente, che trascende dall'attrattiva della cedola e si avvale degli strumenti giusti per investire, ottenendo diversificazione e controllo del rischio ancora prima che un rendimento, compie certamente una corretta scelta strategica.

Prova ne sia che, chi ha optato per scelte più tattiche, magari dettate da errate valutazioni, ha dovuto registrare una certa delusione. Si pensi, ad esempio, alla significativa differenza, soprattutto sulle emissioni legate all'inflazione, tra le cedole attese e le cedole incassate realmente dai clienti. A questo fattore bisogna aggiungere che molte

emissioni di titoli di stato oggi quotano sotto la pari e il differenziale contro Bund dei titoli italiani, nettamente il peggiore tra quelli della periferia europea, sta destando preoccupazione tra i clienti che, invece, soprattutto grazie ai rendimenti potenziali dei fondi obbligazionari, potrebbero iniziare nei prossimi mesi a rivedere le proprie posizioni. In questo senso, è molto importante che i consulenti e gli asset manager sappiano comunicare bene i vantaggi della diversificazione, tipica degli Oicr, e le potenzialità che questi strumenti possono avere, soprattutto quando i rendimenti torneranno a scendere per effetto delle decisioni delle banche centrali. Se ciò avverrà, assisteremo certamente a un incremento della relativa quota di risparmio gestito. E se i fondamentali macroeconomici saranno supportivi, anche le azioni troveranno spazio nei portafogli».

Thomas Candolo, Copernico Sim:

«Prima di stabilire se l'esposizione in strumenti fixed income possa essere considerata una scelta strategica o una scelta tattica, sarebbe necessario considerare la durata media finanziaria del prodotto sottoscritto. La sottoscrizione di un prodotto obbligazionario con scadenza a breve e brevissimo termine con durata media finanziaria corta è una scelta tattica perché è temporanea e sfrutta il momento. Attualmente, gli strumenti obbligazionari investment grade a breve offrono buoni rendimenti, anche se questa situazione si protrarrà fino a quando le banche centrali inizieranno a tagliare i tassi. In previsione di questi tagli, che probabilmente si verificheranno già alla fine del prossimo anno, e considerando la decorrelazione che sussiste tra rendimento e valore in conto capitale del titolo, in chiave strategica, consigliamo ai nostri clienti investimenti in strumenti con una duration più lunga, andando a prediligere il collocato rispetto all'amministrato. Ciò perché il gestore, avendo maggiore consapevolezza del sentiment di mercato, sarà in grado di effettuare la rotazione del portafoglio, pertanto verso una durata media finanziaria più lunga, con un market timing migliore. La componente azionaria, elemento essenziale all'interno di un portafoglio, potrà essere aumentata mediante piani di accumulo e switch programmati. Fondamentale nella strategia di investimento considerare la qualità del portafoglio azionario dei fondi; prediligiamo strumenti Oicr esposti sul settore value statunitense ed europeo con allocazione sul consumer defensive e health care. Non rinunciamo a una piccola esposizione sul settore growth tecnologico. Ma prima di effettuare qualsiasi investimento, è necessario considerare la propria tolleranza al rischio e l'orizzonte temporale».

«Un grande successo per la certificazione Esg»

a cura di Emanuela Zini

A due mesi dalla fine di questo 2023 possiamo già fare un primo bilancio? Che anno è stato per Efpa Italia?

«Possiamo dire che per Efpa Italia è stato un anno di consolidamento, nel corso del quale si sono poste le basi per ampliare l'offerta a favore dei professionisti certificati e non. La Fondazione vuole infatti essere sempre propositiva con il mercato e offrire nuove opportunità per qualificare le proprie competenze, in ottemperanza ai principi che guidano l'attività di Efpa Europe, cui è affiliata. Questi principi sono fondati sulla standardizzazione delle conoscenze del professionista della consulenza finanziaria, ovunque esso operi in territorio europeo, in una condizione omogenea e con precisi standard di mercato. Il risultato è senz'altro soddisfacente: chiuderemo l'anno sfiorando i 10.800 professionisti certificati ripartiti tra le quattro certificazioni Efa, Efp, Eip, Esg, con un tasso di crescita che lascia ben sperare per raggiungere l'obiettivo dei 12 mila certificati che si è dato l'attuale consiglio d'amministrazione in avvio del suo secondo mandato, lo scorso anno».

Quali certificazioni sono maggiormente richieste dagli operatori dei servizi di investimento in questo momento?

«Sta registrando ampia affluenza l'ultima delle certificazioni lanciate sul mercato dalla Fondazione: l'Esg advisor, interamente dedicata alla finanza sostenibile. Nel 2023 sono già più di 30 le sessioni d'esame svolte per questo livello di certificazione e oltre 130 dal 2021, anno della sua introduzione; questi numeri hanno permesso di raggiungere a oggi il numero di quasi 5 mila professionisti in possesso di tale qualifica. Sono dati importanti, che pongono Efpa Italia al primo posto tra le affiliate di Efpa Europe per numero di certificazioni Esg rilasciate. Per oltre 1.500 di loro, inoltre, l'Esg è un add-on della qualifica standard Eip, Efa ed Efp e ciò contribuisce anche alla crescita complessiva del numero di certificazioni che quest'anno arriverà a superare ampiamente le 12 mila unità. Con questa certificazione, Efpa ha saputo rispondere proattivamente alle esigenze del mercato della consulenza e si è fatta trovare pronta alle modifiche della Mifid II in materia di Esg, che hanno introdotto l'obbligo di inserire



MARCO DEROMA
presidente
Efpa Italia

nella valutazione di adeguatezza anche l'assessment di sostenibilità. Su questo tema va evidenziato anche il lavoro svolto da Efpa Europe, in ottemperanza agli orientamenti Esma, per implementare i programmi delle certificazioni standard con alcuni contenuti base sulla finanza sostenibile e gli investimenti Esg. Di concerto si è mosso il Comitato scientifico di Efpa Italia per recepire questa integrazione nei relativi syllabus di certificazione locali, con gli opportuni adeguamenti connessi al contesto normativo e professionale italiano. Un lavoro che si è concretizzato in questo anno con l'entrata in vigore dei nuovi programmi e l'erogazione delle relative sessioni d'esame».

State sviluppando altre iniziative di formazione certificata?

Il lavoro di Efpa Italia, per intercettare proattivamente l'emergere di nuove esigenze, non si ferma. L'implementazione della Insurance distribution directive (Idd) ha dato una forte spinta al bisogno di consulenza anche nel ramo assicurativo e la Fondazione ha lavorato in questa direzione per la messa a punto di un'inedita certificazione in materia, denominata Eis-European insurance specialist, che si rivolge non solo ai consulenti finanziari, ma anche agli agenti assicurativi. Questa iniziativa è stata presentata ufficialmente al mercato in occasione del Salone del Risparmio 2023. L'Eis rappresenta una sperimentazione assoluta per il nostro Paese, chiamato a fare da apripista a livello europeo. Le scuole di formazione si sono adoperate per sviluppare in tempi brevi i programmi di certificazione alli-

neati alle nozioni formative richieste per l'ottenimento della nuova qualifica ed entro fine anno contiamo di erogare le prime prove d'esame. L'altro importante progetto di certificazione nato in questo 2023 ha riguardato la finanza alternativa. Si tratta senza dubbio di un mercato in forte espansione e crediamo che possa rappresentare un'importante opportunità professionale per gli operatori finanziari che fanno della propria formazione e della certificazione delle proprie conoscenze un valore aggiunto e distintivo nella relazione con il cliente. Per questo motivo, Efpa Italia ha accolto con favore l'invito di C&G Capital e di Studio Imparato a presentare un percorso di formazione certificata per l'acquisizione della qualifica di Alternative financial advisor. Lo scorso giugno si è svolta una sessione d'esame sperimentale riservata, con poco meno di 40 professionisti, che possono già vantare il titolo di Af advisor. Stiamo riscontrando largo interesse per una formazione di questo tipo, sia da parte dei professionisti, sia degli enti formatori e per questo motivo auspichiamo, entro fine anno, di dare pieno avvio al progetto con i primi test ufficiali».

Un'offerta sempre più ampia, dunque, per una formazione sempre più mirata su specifiche competenze?

«Esatto. Questi due nuovi filoni di certificazione, insieme a quello Esg, rientrano a pieno titolo nell'obiettivo che si è posta Efpa Italia, cioè ampliare il numero delle certificazioni specialistiche che possono andare a integrare quelle generaliste Eip, Efa ed Efp. È questa la direzione futura della nostra Fondazione, per essere in linea con le esigenze del mercato e per continuare a proseguire quel percorso di crescita che ha caratterizzato la nostra attività negli anni passati. Inoltre, partendo da queste certificazioni specialistiche, insieme al nostro Comitato scientifico, vorremmo verificare se ci siano aree monoteliche di conoscenza cui dedicare singoli certificati e costruire, quindi, percorsi di certificazione per così dire "a blocchi", che permettano di raggiungere i più alti livelli di qualifica partendo da quelli gerarchicamente inferiori».

Quali altre iniziative avete portato avanti al di fuori del perimetro delle certificazioni?

«Abbiamo ampliato le collaborazioni con gli enti di formazione e le case di gestione per l'erogazione dei nostri Efpa webinar, che continuano a riscuotere ampio successo. Abbiamo proseguito a implementare la sezione Educational del sito di Efpa Italia, con l'intenzione di offrire sempre maggiori contenuti e approfondimenti ai nostri professionisti certificati e, in generale, a tutti coloro che vogliono avere accesso ad argomenti di qualità, compresi i risparmiatori. E, per ampliare la conoscenza delle certificazioni presso il cliente-investitore, abbiamo avviato anche una nuova collaborazione editoriale sull'educazione finanziaria che vede coinvolti i membri del nostro Cda, che, in qualità di professionisti certificati, approfondiscono settimanalmente un tema economico-finanziario di attualità con un taglio informativo, per aiutare il risparmiatore a operare scelte d'investimento consapevoli. Anche quest'anno abbiamo continuato a investire nella promozione pubblicitaria del marchio Efpa, così da continuare ad accrescere la consapevolezza dei risparmiatori di affidarsi a professionisti le cui conoscenze sono certificate da un ente indipendente e di livello europeo».

A proposito di contenuti di qualità e di networking, a ottobre torna l'Efpa Italia Meeting aperto ai professionisti certificati e non.

«Sì, a Firenze il 12 e 13 del mese, presso il Centro congressuale Villa Vittoria. Com'è tradizione di Efpa Italia, anche quest'anno proporremo un tema decisamente all'avanguardia. "A.I. Alternative Intelligence. Ritorno al futuro del Consulente Finanziario" è il titolo scelto per questa 14ª edizione del nostro evento annuale. Affronteremo il tema dell'intelligenza artificiale con spirito critico, perché in un settore in cui la fiducia e la relazione con il cliente continuano ad avere un ruolo rilevante, gli interrogativi legati agli impatti delle nuove tecnologie sulla professione devono riportare l'attenzione sull'identità del consulente finanziario, compreso quel bagaglio di competenze che lo rendono insostituibile alla macchina».



WORLD
PROTECTION
FORUM™

ANNUAL SUMMIT 2023

11 NOVEMBRE 2023



📍 CENTRO CONGRESSI KURSAAL
REPUBBLICA DI SAN MARINO

🕒 9.00-18.00

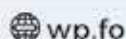
Inviare una mail a
inside@wp.fo per iscriversi



**Seguito da
Cena di Gala**
su prenotazione

SPONSORIZZA L'EVENTO E UNISCITI ALLA NOSTRA COMMUNITY

Il **World Protection Forum™** è l'unico Forum Internazionale e permanente che ha lo scopo di catalizzare tutte le idee, le iniziative concrete e lo sviluppo scientifico per la protezione dell'Uomo e degli ecosistemi digitali e naturali



✉ inside@wp.fo



+39 0236595070
+39 3346975851



World Protection Forum™



SEGRETERIA DI STATO PER L'INDUSTRIA,
L'ARTIGIANATO E IL COMMERCIO,
LA RICERCA TECNOLOGICA,
LA SEMPLIFICAZIONE NORMATIVA

Empowered By
XELONY®

Kairos International Sicav

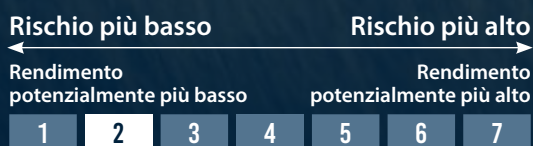
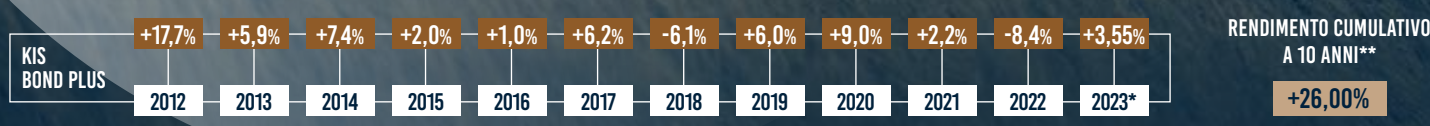
BOND PLUS

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.



KAIROS
a Julius Baer Group company

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

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 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/. 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, espressa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazione senza preavviso né successiva comunicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web www.kairospartners.com. 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 31/08/2023. (**) Dati dal 30/12/2012 al 30/12/2022, Classe P-EUR.

© 2023 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.