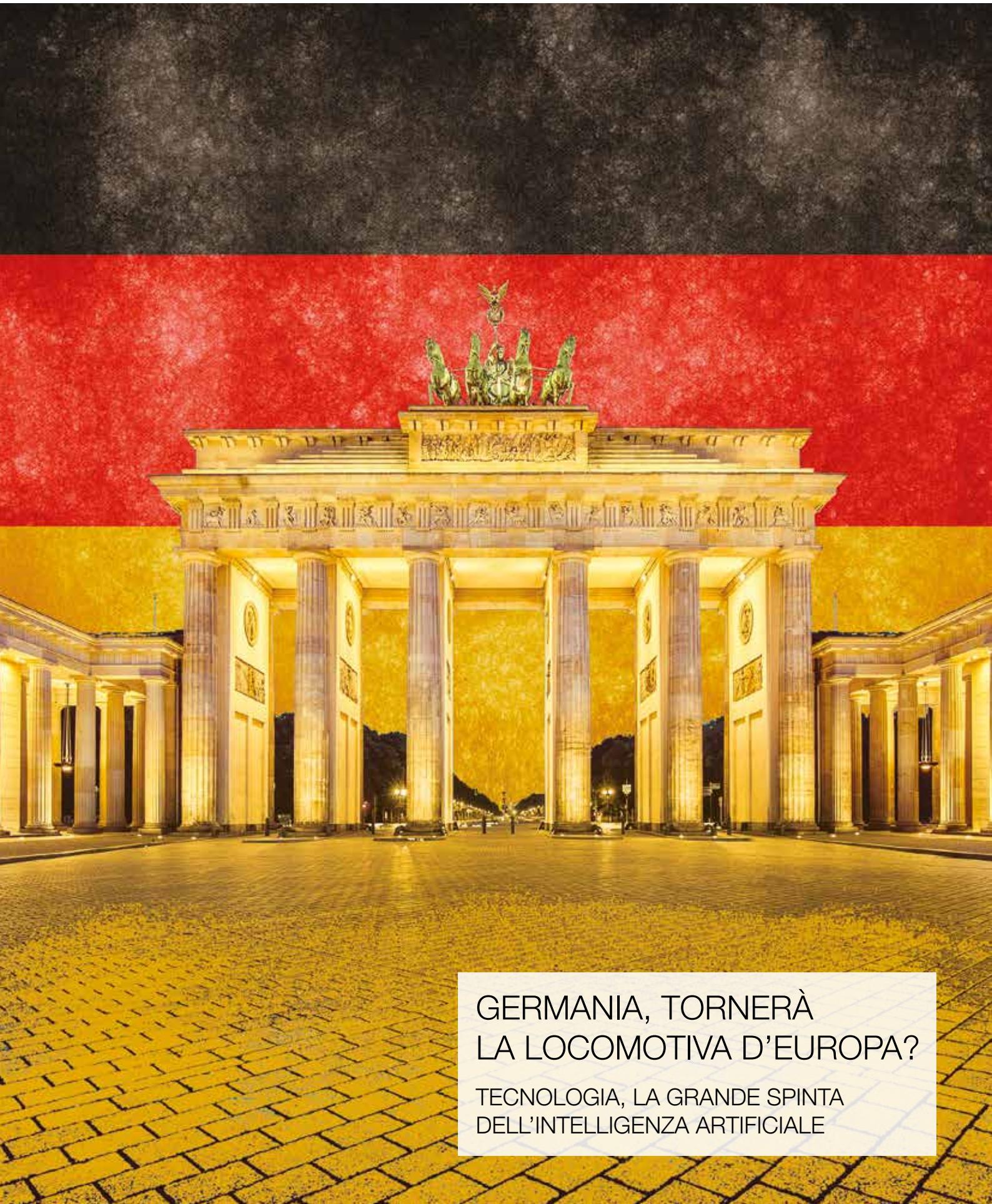


# FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 16 - numero 159 - novembre 2023



GERMANIA, TORNERÀ  
LA LOCOMOTIVA D'EUROPA?  
TECNOLOGIA, LA GRANDE SPINTA  
DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE



BANCA  
GENERALI  
PRIVATE

M&G WATCH



Foto: Stefano Guindani

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

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



Inquadra il QR Code  
e scopri le nostre storie.



## NON SOLO EMPATIA di Giuseppe Riccardi

In questo numero di Fondi&Sicav si parla molto di intelligenza artificiale, sia per stimolo da parte nostra, sia perché i money manager e i consulenti, che hanno risposto alle nostre domande, hanno tirato in ballo l'Ai come il fenomeno destinato a cambiare in maniera decisiva l'industria manifatturiera, l'agricoltura e i servizi. In pratica tutto. E tra i segmenti destinati a essere impattati da questa rivoluzione ci sono la finanza e la consulenza finanziaria. Secondo un sondaggio, gli effetti dell'intelligenza artificiale si faranno sentire entro i prossimi cinque anni, o secondo molti, addirittura tre. Che cosa significherà tutto ciò per i consulenti finanziari? Sicuramente nella costruzione dei portafogli, nella realizzazione di prodotti

finanziari più efficienti l'Ai avrà un ruolo molto positivo e aiuterà in maniera sostanziale i gestori, che potranno utilizzare una grande massa di dati. Meno chiaro l'impatto sul lavoro degli advisor. Una delle risposte che sono state date è che l'Ai non riuscirà a essere un'intelligenza empatica e chiunque sia a contatto con il semplice risparmiatore, ma anche con l'investitore più evoluto, sa quanto sia importante questa capacità nella realizzazione di una vera consulenza. E, quindi, può dormire sonni tranquilli: il suo lavoro sarà sempre fondamentale.

Ma a mio parere, soprattutto dopo avere sentito molti esperti, l'intelligenza artificiale non si limiterà a lasciare solo uno spazio empatico, ma avrà delle conseguenze mol-

to più profonde. Chi saprà utilizzare questa tecnologia avrà a disposizione indicazioni che nascono dal processamento di milioni di dati ricavati anche da fonti non tradizionali; la componente predittiva dell'Ai viene utilizzata sempre più frequentemente sui mercati e può rappresentare nelle mani di un esperto uno strumento di grande efficienza. Certo, nessun pasto è gratis: sarà necessario avere le necessarie competenze che richiederanno uno studio approfondito e forse faticoso. Ma di sicuro ne varrà la pena.



## SI POTRÀ ANCORA INVESTIRE SUGLI USA? di Alessandro Secciani

Ma davvero gli Stati Uniti non sono in grado di produrre nulla di meglio di Biden e Trump? La più grande potenza del mondo, capace di guidare il rinnovamento tecnologico a livelli altissimi, con le università migliori del pianeta piene di premi Nobel, con una cultura elevatissima in tutti i campi dello scibile umano, con una quantità enorme di manager efficientissimi, si trova a dovere scegliere tra un signore, magari anche per bene, ma chiaramente con la necessità di una tranquilla pensione, e un candidato chiaramente pazzo e per di

più incattivito da una serie di presunte persecuzioni ricevute.

Ho sempre pensato che gli Usa abbiano una miracolosa capacità di superare le crisi, anche perché tutte le volte che si sono trovati stretti all'angolo hanno saputo uscirne, grazie a una classe dirigente all'altezza e, soprattutto, a una popolazione poco portata all'auto-commiserazione e pronta a ripartire da zero anche nei momenti più difficili. Oggi sembra che tutto ciò si stia dissolvendo: se il sistema è in grado di produrre solo due candidati impresentabili, non è un caso. Infatti, le notizie che arrivano dagli States sulla situazione delle città, ormai totalmente invivibili anche per chi ha redditi elevati, sul sentimento delle persone

e sullo stato di guerra latente e perenne tra minoranze etniche, ma anche tra istituzioni politiche e cittadini, sono terrificanti. In pratica un popolo che è sì capace di produrre la migliore tecnologia del mondo, di avere ancora una leadership planetaria, ma che non è in grado di guidare se stesso. Viene da dire che un nazione così, se riesce a produrre solo una lotta tra un Trump e un Biden, si merita solo Trump e Biden.

Il guaio è che tutto non si può risolvere così semplicemente. Quando cadde Roma, che nell'ultimo secolo di vita dell'impero aveva prodotto solo imperatori totalmente incapaci, per certi versi persino ridicoli, fu Medio evo per tutti. Si potrà ancora investire sugli Usa?

# SOMMARIO

Numero 159  
novembre 2023  
anno 16

direttore  
Giuseppe Riccardi

coordinamento redazionale  
e direttore responsabile  
Alessandro Secciani

vicedirettori  
Pinuccia Parini (rapporti con le aziende)  
Boris Secciani (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione  
Elisa Terenzio, Stefania Sala

collaboratori  
Stefania Basso,  
Paolo Bruno, Arianna Cavigioli,  
Paolo Andrea Gemelli,  
Rocki Gialanella, Mark William Lowe,  
Fabrizio Pirolli, Pier Tommaso Trastulli,  
Emanuela Zini

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

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

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

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

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

3	<b>EDITORIALE</b>
6	<b>GEOPOLITICA</b> Filippine, il ritorno della famiglia Marcos
8	<b>OSSERVATORIO ASIA</b> Pakistan: in attesa delle elezioni e del fmi
10	<b>FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE</b> <i>Kunal Mehta, head of fixed income product specialist team, Vanguard</i> «Tempi più lunghi per la recessione»  <i>Supriya Menon, multi-asset strategist, Wellington Management</i> «Deglobalizzazione e divergenza»
14	<b>GERMANIA</b> Il ritorno del malato
26	<b>ALDO PIGOLI</b> C'è bisogno di una nuova governance
29	<b>FINANZA DIGITALE</b> Sandbox, parte in Italia la seconda fase di sperimentazione
32	<b>LAZARD ASSET MANAGEMENT</b> Valutazioni attrattive nel debito emergente
34	<b>FRANKLIN TEMPLETON EMERGING MARKETS EQUITY</b> Asia, la scoperta del Sud
36	<b>ARCANO PARTNERS</b> Valore nell'high yield
39	<b>FOCUS INNOVAZIONE &amp; TECNOLOGIA</b> Non solo intelligenza artificiale
50	<b>PLENISFER INVESTMENTS SGR</b> Opportunità nel mercato energetico
52	<b>MFS INVESTMENT MANAGEMENT</b> Puntare sulla duration
54	<b>OSSERVATORIO RISCHIO</b> L'Ai ha sete di immaginazione
56	<b>OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE</b> Tra tempeste e bonacce
60	<b>EDUCAZIONE FINANZIARIA</b> Dalle conchiglie cauri al bitcoin
64	<b>LA FINANZA E LA LEGGE</b> Il registro dei titolari effettivi
67	<b>CONSULENTI &amp; RETI</b> <b>Stefano Quaini</b> «Una sfida su tutto il mercato»
72	<b>INCHIESTA</b> L'altra metà del patrimonio
78	<b>EFPA</b> La sfida dell'Ai ai consulenti





# déjà vu.



Punti di svolta.

Ne abbiamo già visti nel passato.

Da un'innovazione rivoluzionaria all'altra.

Efficienza tecnologica. Crollo dei costi.

Adozione di massa.

Improvvisamente diventano indispensabili.

E sta succedendo di nuovo.

I combustibili fossili vengono rimpiazzati.

L'elettrificazione sta decollando, proprio ora.

Su una scala e ad una velocità che pochi  
hanno pienamente compreso.

Si tratta di una delle più grandi opportunità  
di investimento dei nostri tempi.

Per gli investitori, non c'è più un attimo  
da perdere.

La storia si sta ripetendo. Di nuovo.

Scopri di più sulla nostra Electrification  
Strategy su [LombardOdier.com](https://LombardOdier.com)

rethink everything. <sup>®</sup>

17  96

**LOMBARD ODIER**  
INVESTMENT MANAGERS



# Filippine, il ritorno della famiglia Marcos

a cura di **Mark William Lowe**

Quando, il 25 febbraio 1986, un elicottero militare portò Ferdinand Emmanuel Edralin Marcos dal palazzo presidenziale alla base aerea di Clark, da dove l'ex dittatore si imbarcò su un aereo dell'aviazione americana diretto a Guam, un territorio degli Stati Uniti nel Pacifico, quasi tutti i filippini pensarono che quella sarebbe stata l'ultima volta che avrebbero visto la famiglia Marcos. Tuttavia, in una delle più grandi trasformazioni politiche della storia recente, nel giro di pochi decenni, il nome di Marcos passò da un profondo vituperio a una grande popolarità.

Guidato da uno dei leader più controversi del XX secolo, il governo di Marcos era tristemente noto per la corruzione, la stravaganza e la brutalità. L'ex dittatore aveva lasciato un Paese devastato dalla povertà, dall'insicurezza, dalla disoccupazione dilagante e da un debito spaventoso. Colei che gli era succeduta, Corazon C. Aquino, dopo il risultato elettorale del 1986, dichiarò immediatamente: «Domani inizia una nuova vita per il nostro paese, una vita piena di speranza e credo una vita che sarà benedetta dalla pace e dal progresso». A suo merito, l'ascesa alla presidenza di Corazon Aquino segnò la fine del regime autoritario nelle Filippine e l'inizio di un capitolo completamente nuovo nella storia del paese.

## UN FIGLIO AMBIZIOSO

Due anni dopo la morte del defunto dittatore, nel 1989, la presidente Aquino permise alla famiglia Marcos di tornare a

Manila. Ferdinand Marcos Jr, detto Bongbong, che aveva iniziato la sua carriera politica all'inizio degli anni '80, non perse tempo a tornare in azione. Negli anni successivi ricoprì diverse cariche, tra le quali quelle di governatore, deputato e senatore. Il grande salto avvenne nel 2016, quando Bongbong Marcos si candidò senza successo alla vicepresidenza delle Filippine, ma un altro ancora più grande ci fu nel 2021, quando annunciò l'intenzione di candidarsi per il ruolo ricoperto dal padre.

## OBIETTIVO RAGGIUNTO

L'ambizioso obiettivo di Ferdinando Jr fu raggiunto nel maggio 2022, quando quasi il 60% dei votanti scelse il figlio dell'ex dittatore come 17° presidente del paese. La sua popolarità fu ulteriormente rafforzata dal fatto che l'83% degli aventi diritto al voto aveva espresso la propria preferenza. Il presidente Marcos ha ereditato una situazione tutt'altro che rassicurante: l'economia delle Filippine era caduta in recessione durante la pandemia di Covid-19, le relazioni con la Cina e gli Stati Uniti stavano subendo importanti cambiamenti, l'inflazione era in aumento e il debito del paese era tornato a essere un problema molto preoccupante.

## UN CAMBIO DI ROTTA

Nonostante le difficoltà, nel 2022 l'economia è cresciuta oltre le aspettative, re-

*“ Nel maggio del 2022 il figlio del defunto dittatore, Ferdinando Junior, noto anche come Bongbong Marcos, ha vinto le elezioni presidenziali con una vittoria schiacciatrice ”*

gistrando un ottimo incremento del 7,6% rispetto all'anno precedente. Per il 2023 il governo prevede una crescita del Pil leggermente inferiore, calcolata tra il 6% e il 7%, ma la Asian Development Bank è meno ottimista e stima che l'incremento sarà probabilmente intorno al 5,7%.

Mentre Manila si concentra sulla finalizzazione dei piani fiscali per il 2024, la performance economica più che soddisfacente sarà una garanzia. Tuttavia, alcuni analisti finanziari sono allarmati dai piani del governo che prevedono di continuare a contrarre ingenti prestiti per pompare denaro nell'economia.

## I TASSI SALGONO

Ci sono anche segnali che indicano che i tassi di interesse continueranno a salire, rendendo più alti i costi di finanziamento e riducendo così il potenziale di investi-

mento, una situazione che non favorirà di certo lo sviluppo dell'economia.

Il governo ha dichiarato che prevede un aumento delle entrate fiscali nel 2024. Manila intende introdurre una serie di nuove misure, tra le quali un'accisa sulle bevande dolci e sul cibo spazzatura e l'Iva sui servizi digitali. Tuttavia, affinché l'esecutivo possa aumentare le entrate con una maggiore tassazione, le Filippine devono migliorarne l'applicazione e la riscossione. L'obiettivo di un aumento del 15% delle entrate fiscali è a dir poco ambizioso e ci sono dubbi sul fatto che le riforme previste siano effettivamente implementate e gestite in modo efficiente.

### NASCE IL FONDO SOVRANO

Un'altra mossa che ha lasciato perplessi gli analisti è l'avvio del fondo sovrano del paese, un'entità che non faceva parte delle promesse del presidente in campagna elettorale e dei piani di sviluppo iniziali del suo governo. Nel novembre 2022 Marcos ha proposto la creazione del Maharlka Investment Fund (Mif), che è stata tradotta in legge nell'estate del 2023. Tuttavia, solo pochi mesi dopo la promulgazione, lo scorso 12 ottobre, lo stesso presidente ha diffuso un memorandum che ordinava alle banche statali di sospendere l'attuazione del Mif. Mentre i critici del Fondo, preoccupati di come sarebbe stato amministrato e temendo che fosse oggetto di abusi e corruzione, hanno accolto con favore la decisione e hanno esortato il governo a condurre ulteriori studi e a consultare le parti interessate, Marcos ha dichiarato che la sospensione è avvenuta semplicemente per dare alla sua amministrazione il tempo necessario per «trovare le modalità per renderlo il più vicino possibile alla perfezione e all'ideale».

### UN ATTO INSOLITO

Gli analisti hanno notato che è molto insolito che una priorità simile venga sospesa pochi mesi dopo essere stata approvata. Alcuni suggeriscono che il governo sia stato spinto a prendere questa decisione a causa di una petizione della Corte suprema presentata a settembre, che metteva in dubbio la costituzionalità della legge sul Mif, descrivendola come pericolosa, perché «affida centinaia di miliardi di fondi pubblici a gestori di fondi sconosciuti».

Ma, fiducioso e ottimista sulla possibilità di realizzare il Fondo, Marcos ha recentemente dichiarato che sarà operativo entro la fine dell'anno in corso.

I critici dell'iniziativa la pensano diversamente e hanno fatto notare che, in un momento di continua incertezza economica, non è saggio dirottare risorse tanto necessarie verso un'impresa finanziaria controversa e senza alcuna garanzia di beneficio pubblico. In ogni caso, la sospensione offre al governo Marcos l'opportunità di ripensare il concetto di Mif, un processo in cui Manila farebbe bene a interpellare alcuni consulenti esterni.

### PIÙ LONTANE DALLA CINA

Manila sta anche rivalutando il suo rapporto con le due principali potenze mondiali in competizione, la Cina e gli Stati Uniti. Situate vicino a Taiwan e al Mar Cinese Meridionale, le Filippine si sono trovate al centro di uno sforzo globale per contrastare la Cina. Le ripetute incursioni marittime di Pechino nella zona economica esclusiva delle Filippine, azioni percepite a Manila e a Washington come aggressioni, hanno spinto la nazione sempre più vicina agli Stati Uniti.

Se da un lato il governo sta facendo tutto il possibile per evitare un'escalation

di tensioni nelle sue acque territoriali e nella più ampia regione del Mar Cinese Meridionale, dall'altro sta riducendo significativamente i suoi legami economici e commerciali con Pechino.

### ALLONTANAMENTO RADICALE

Si tratta di un allontanamento radicale dalla posizione di politica estera del predecessore di Marcos, Rodrigo Duterte, che aveva scelto di fare perno sulla Cina e aveva affermato che questa decisione era basata sul perseguitamento di una politica estera indipendente, mentre i suoi critici avevano sostenuto che si trattava di una politica di concessioni e di accomodamento.

Mentre Marcos Jr. ha preso le distanze dalla politica filo-cinese di Duterte, affermando che solo l'interesse nazionale detterà le posizioni di politica estera della sua amministrazione, per il momento sembra che Manila sia sempre più vicina a Washington. Resta da vedere se riuscirà, secondo le parole del presidente, a «essere amica di tutti e nemica di nessuno». Un'ambizione che sarebbe in linea con l'attuale situazione geopolitica: la creazione di un mondo multipolare, uno scenario in cui non ci sono più solo due potenze significative.



# Pakistan: in attesa delle elezioni e del Fmi

a cura di Pinuccia Parini

Lo scorso giugno il Pakistan ha raggiunto un accordo per un finanziamento a breve termine di 3 miliardi di dollari con il Fondo Monetario Internazionale (Fmi), dopo mesi di trattative non prive di tensioni. A metà luglio c'è stata l'approvazione definitiva. Il nuovo Stand-by Arrangement (Sba) ha la finalità di sostenere «gli sforzi immediati delle autorità per stabilizzare l'economia dai recenti shock esterni, preservare la stabilità macroeconomica e fornire un quadro per il finanziamento da parte di partner multilaterali e bilaterali. Inoltre, esso creerà spazio per la spesa sociale e per lo sviluppo attraverso una migliore mobilitazione delle entrate interne e un'attenta esecuzione della spesa, per contribuire a rispondere alle esigenze della popolazione pakistana». L'accordo fa seguito al completamento dell'Extended fund facility del 2019, la cui erogazione di fondi si era interrotta per gli scontri tra Islamabad e il Fmi sulla politica economica. La svolta è stata possibile dopo la decisione del governo di aumentare le tasse nel budget 2024 (iniziatato a luglio), ridurre i sussidi sull'energia e rimuovere una serie di restrizioni, sia sul mercato valutario, sia nell'ambito delle esportazioni. Dopo la ripresa dell'attività economica post pandemia, il Paese ha vissuto diverse turbolenze che hanno portato, come menziona la Banca Mondiale, ad aumentare gli squilibri economici e fiscali, il ritardo nel ritiro della politica accomodante e una serie di shock economici interni ed esterni.

## INONDAZIONI CATASTROFICHE

Nell'estate del 2022, il Pakistan è stato sconvolto da inondazioni catastrofiche. L'autorità nazionale per la gestione dei disastri (Ndma)

ha stimato che circa 33 milioni di persone, cioè una su sette, sono state colpite dalle inondazioni. Gli sfollati sono stati 8 milioni e i morti 1.700, mentre un numero ingente di case e di infrastrutture sono state devastate. Sono state toccate le aree più povere del paese. Le stime preliminari hanno suggerito che, come conseguenza delle inondazioni, il tasso di povertà nazionale aumenterà di 3,7-4,0 punti percentuali, spingendo nella povertà tra gli 8,4 e i 9,1 milioni di persone. È previsto che i danni complessivi toccheranno 14,9 miliardi di dollari, le perdite totali arriveranno a 15,2 miliardi e il fabbisogno sarà di 16,3 miliardi. I settori

che hanno subito i danni maggiori sono stati l'edilizia abitativa, l'agricoltura, che pesa per oltre il 22% sul Pil, l'alimentazione, l'allevamento e la pesca. La Banca Mondiale, al momento del disastro, aveva stimato una perdita di prodotto interno lordo (Pil), come impatto diretto delle inondazioni, di circa il 2,2% del Pil.

## IMPENNATA DELLE COMMODITY

Le pressioni sui prezzi interni, sui saldi esterni e fiscali, sul tasso di cambio e sulle riserve valutarie sono aumentate a causa dell'impennata delle materie prime, della stretta monetaria globale e dell'incertezza politica interna. Sul la base di quanto riportato dalla World Bank, «la fiducia e l'attività economica sono crollate a causa dei controlli sulle importazioni, della

fissazione periodica del tasso di cambio, del declassamento del merito di credito e dell'incremento dei pagamenti degli interessi. Si stima che la povertà sia aumentata a causa del

È indubbio che, per una ripresa più robusta, sarebbe auspicabile un ambizioso programma di riforme a medio termine, un risanamento dei conti pubblici e un miglioramento della competitività, tutti elementi che richiederebbero una leadership politica forte e concentrata su questi obiettivi



deterioramento dei salari e della qualità del lavoro, insieme all'alta inflazione che ha eroso il potere d'acquisto, soprattutto per i poveri». Le inondazioni hanno causato ingenti danni alle colture e al bestiame, mentre le difficoltà nell'assicurare i fattori di produzione critici, compresi i fertilizzanti, hanno ulteriormente rallentato la crescita della produzione agricola, da cui dipende il 44% dei lavoratori poveri. «Le interruzioni della catena di approvvigionamento dovute alle restrizioni, alle importazioni e all'impatto delle inondazioni, gli alti costi del carburante e dei prestiti, l'incertezza politica e la debolezza della domanda hanno influito sull'attività del settore industriale e dei servizi e hanno frenato gli investimenti privati. Anche i consumi privati si sono ridotti a causa

dell'indebolimento del mercato del lavoro e dell'aumento dell'inflazione. Ciò ha probabilmente ridotto i redditi da lavoro di milioni di lavoratori, soprattutto quelli che si sono spostati verso occupazioni informali a bassa produttività».

### L'ANDAMENTO DEL PIL

Sempre secondo la World Bank, l'approvazione dell'accordo Sba del Fmi nel luglio 2023 ha sbloccato nuovi finanziamenti esterni ed evitato una crisi della bilancia dei pagamenti, nonostante ritenga che le riserve rimarranno basse, rendendo necessari continui controlli sulle importazioni e limitando la ripresa economica. L'istituzione prevede che la crescita del Pil reale raggiunga solo l'1,7% nell'anno fiscale 2024 e il 2,3% nell'anno fiscale 2025. «Il settore agricolo dovrebbe riprendersi grazie all'aumento della produzione di importanti colture, tra le quali cotone e riso. Un marginale allentamento delle restrizioni alle importazioni dovrebbe sostenere una ripresa del settore industriale, in particolare di quello manifatturiero su larga scala. L'impatto del rafforzamento dei settori agricolo e industriale sosterrà il recupero dei servizi associati, tra i quali il commercio all'ingrosso e al dettaglio, il trasporto e il magazzinaggio. Tuttavia, l'inflazione elevata, dovuta all'aumento dei prezzi dell'energia interna e al continuo deprezzamento, probabilmente manterrà l'attività economica sotto tono. Il ritorno degli investimenti privati e delle esportazioni sarà marginale in assenza di riforme più ampie».

### L'INSTABILITÀ POLITICA

È indubbio che, per una ripresa più robusta, sarebbe auspicabile un ambizioso programma di riforme a medio termine, un risanamento dei conti pubblici e un miglioramento della competitività, tutti elementi che richiederebbero una leadership politica forte e concentrata su questi obiettivi. Tuttavia, al momento, la situazione presenta molte incertezze e potrebbe rischiare di generare ulteriore instabilità. I disordini politici hanno attraversato il Pakistan negli ultimi due anni, dopo la cacciata dell'ex primo ministro Imran Khan con una mozione di sfiducia nell'aprile 2022. L'allontanamento del premier non è però avvenuta senza contraccolpi e ha gettato il Paese in un caos politico. Kahn, da noto giocatore di cricket, era diventato un politico carismatico. La sua promessa di cambiare il Pakistan aveva acceso gli animi della popolazione, insieme alla volontà di combattere la corruzione e la povertà e di risollevare l'economia.



Ma, anche se ufficialmente negato, Khan era salito al potere grazie all'appoggio dei militari, che hanno sempre giocato un ruolo importante nella vita politica della nazione, ed è presumibilmente a causa loro che ne è stato estromesso. Come sostiene **Nadeem Malik**, dell'**Università di Melbourne**, la fine dell'esecutivo di Imran Khan «è solo l'ultima manifestazione del fallimento dei regimi ibridi in Pakistan, ibridi nel senso che dietro le quinte di ogni governo civile l'élite militare continua a gestire il Paese». Se si guarda alla storia della nazione, costellata da colpi di stato e governi militari, appare evidente l'importante ruolo delle forze armate, sia nell'ambito della politica estera, sia in materia di sicurezza.

### UN NUOVO GOVERNO

A Khan è succeduto il leader della coalizione di opposizione, Shehbaz Sharif, che ha formato un nuovo governo il cui incarico doveva durare fino alle elezioni che erano previste per l'agosto 2023, ma che avranno probabilmente luogo nel 2024. Sharif, dopo avere assicurato il pacchetto d'aiuti del Fmi, ha dato le dimissioni e, a sorpresa, insieme al leader dell'opposizione, ha nominato primo ministro ad interim il senatore Anwaar-ul-Haq Kakar, seguendo la prassi che in Pakistan, una volta terminato il mandato di un governo, è necessario istituire un custode per supervisionare le prossime elezioni generali. La lettura che viene fatta della sua nomina è quella di un politico con stretti legami con l'esercito, la

cui autorità era stata messa in discussione nei mesi precedenti. Nel frattempo, sono continue le proteste nel paese, iniziate subito dopo la fine del gabinetto Khan e che hanno visto una forte repressione da parte dei militari, soprattutto dopo l'arresto dell'ex primo ministro accusato di corruzione.

### UNA SITUAZIONE COMPLESSA

Secondo quanto riferito da alcuni media, il Fmi ha esaminato le complessità finanziarie del budget per lo sviluppo del paese. L'istituzione ha suggerito al governo provvisorio pakistano di stanziare fondi per i progetti in corso, soprattutto quelli in fase di completamento, invece di avviare di nuovi. In precedenza, aveva rilevato la problematicità del debito del settore energetico e raccomandato all'esecutivo misure per affrontare la questione. A fine ottobre, il governo ha annunciato un forte aumento delle tariffe del gas naturale per la maggior parte delle famiglie e delle industrie. Quella fissa per il 57% dei consumatori domestici è stata aumentata a 400 rupie (1,42 dollari) al mese, da 10 rupie. Il 15 novembre il Fmi e le autorità pakistane, al termine della prima revisione dell'accordo di luglio da tre miliardi di dollari, hanno raggiunto un'intesa, soggetta all'approvazione del comitato esecutivo dell'organizzazione internazionale, per l'esborso da parte di quest'ultimo di 700 milioni di dollari, che porterà il totale versato a quasi 1,9 miliardi di dollari.

**KUNAL MEHTA**

HEAD OF FIXED INCOME PRODUCT SPECIALIST TEAM  
VANGUARD

# Tempi più lunghi per la recessione

a cura di Pinuccia Parini

**C'è stato un forte movimento nei tassi nell'ultima settimana di settembre. Qual è la vostra interpretazione di quanto è accaduto?**

«C'è stato un forte apprezzamento dei rendimenti, con il mercato che si è mosso velocemente in un'area che, probabilmente, molti pensavano non sarebbe mai stata raggiunta. Questo movimento è stato in gran parte determinato dall'andamento dei rendimenti reali. Non sembra che la volatilità, di recente registrata, sia destinata a diminuire nel breve periodo. Allo stesso tempo, sono aumentate le domande su come la Fed potrebbe agire,

da un lato, per controllare l'indice dei prezzi al consumo, dall'altro, per non essere responsabile di un forte rallentamento dell'economia tale da fare precipitare troppo velocemente il mercato in una recessione. Ma non solo: i quesiti riguardano anche come l'istituzione centrale recepirà i prossimi dati sull'inflazione, visto l'aumento dei prezzi del petrolio e del gas: li interpreterà come livelli sostenibili?».

**Come pensate possano allora reagire le banche centrali?**

«Riteniamo che le banche centrali preferiscono rimanere ferme, in termini di



decisioni di politica monetaria, ma c'è una serie di fattori che alimentano l'inflazione headline che non vanno ignorati: l'incremento delle materie prime, agricole e non, gli effetti che avrà il Niño e la diminuzione del passaggio di merci dal canale di Panama per l'insufficienza d'acqua. Questi ultimi sono fattori che peseranno sull'indice dei prezzi al consumo insieme a un effetto base che, alla fine di quest'anno, non sarà così favorevole rispetto al precedente. Ciò significa che la Fed, nello specifico, secondo le nostre previsioni, dovrà probabilmente fare fronte a un'inflazione sopra il 4% anno su anno nel mese di dicembre. Per questa ragione, tuttavia, da settembre in poi abbiamo continuato ad assistere a un riprezzamento delle aspettative del mercato legate ai tassi d'interesse».

### **Se si dovesse assistere a un ralentamento economico pronunciato, pensate che le banche centrali possano desistere da ulteriori aumenti?**

«Il 2024 sarà l'anno delle elezioni negli Usa e ciò potrebbe generare una maggiore pressione politica sulla Fed, che però non potrà ignorare l'aumento dell'inflazione e le preoccupazioni a essa legate. Il problema è che se il mercato, dinnanzi a una banca centrale non accomodante, prezzasse un rialzo dei tassi, ad esempio di 100 punti base, si passerebbe molto velocemente da una narrazione di atterraggio morbido dell'economia a una di hard landing, con la curva dei rendimenti obbligazionari che passerebbe, altrettanto rapidamente, da un flattening a uno steepening bias. Ciononostante, penso che, in ogni caso, qualsiasi decisione sarà presa con molta cautela. Da questo punto di vista, un riprezzamento di 100 basis point potrebbe andare in entrambe le direzioni, ma con un livello di 300 punti base le probabilità di un ribasso sono maggiori rispetto a quelle di un rialzo».

### **Come pensate che la situazione possa evolvere?**

«Mi aspetto un movimento a tappe. All'inizio il mercato continuerà a credere che le banche centrali rimarranno ferme o faranno solo quanto necessario. In tale scenario, vedo un irripidimento della curva che, negli Stati Uniti, ad esempio,

ha superato il 4,8% per poi tornare a scendere. Se questo livello dovesse essere mantenuto, la Banca centrale potrebbe trovarsi costretta a intervenire e alzare ancora i tassi, aumentando le aspettative nel mercato per un ulteriore futuro incremento. Solo successivamente dovrebbe seguire un flattening della curva».

### **Siamo in un anno in cui spesso si è spesso sentito dire "bonds are back". È stato veramente così?**

«Dopo molto tempo i titoli obbligazionari sono ritornati ad avere il ruolo che avrebbero dovuto ricoprire negli ultimi anni, durante i quali non hanno generato reddito e hanno avuto una correlazione positiva con le azioni. Anziché usare l'espressione "bonds are back", direi "bonds have become more bonds", cioè sono tornati a svolgere la funzione che teoricamente spetta loro. Altrimenti perché detenerli?»

### **Tuttavia, anche quest'anno, ci sono stati momenti di correlazione positiva tra bond ed equity. Come lo spiega?**

«Se si guarda ai tassi delle obbligazioni rispetto allo spread, si può affermare che i primi sono saliti molto, mentre i secondi, sia nel comparto Ig, sia in quello Hy, non sono stati così volatili. Se l'attività economica cresce e le aziende generano utili, con il ritorno dell'inflazione le stesse società dovrebbero teoricamente essere più profittevoli e gli spread dovrebbero, di conseguenza, comprimersi. Quanto descritto è ciò che è avvenuto quest'anno nel mercato. Nei periodi d'inflazione la correlazione tra azioni e obbligazioni tende a essere positiva e, nel lungo periodo, si attesta tra 0,3 e 0,5. Tuttavia, se il contesto generale mutasse, si potrebbe passare velocemente a una correlazione negativa. A oggi, il mercato azionario ha beneficiato della liquidità ancora presente nel sistema, ma se le banche centrali adottassero misure più restrittive, allora la situazione potrebbe cambiare, perché aumenterebbe la differenziazione tra le aziende in grado di accedere al mercato e quelle che, invece, incontrerebbero difficoltà. Gli investitori diventerebbero più cauti nelle decisioni d'investimento e il mercato obbligazionario risulterebbe ancora più interessante per i rendimenti

offerti. Inoltre, se i titoli obbligazionari permettono un income elevato, maggiore è la stabilità all'interno di un portafoglio».

### **Questa considerazione vale per tutta l'asset class obbligazionaria?**

«Ci sono alcune parti del mercato che hanno già conosciuto un aggiustamento, come quella legata ai tassi, mentre la stessa considerazione non vale per il segmento Ig, dove ci attendiamo un allargamento dello spread, anche se non significativo, visti i buoni fondamentali delle aziende che ne compongono l'universo. Per gli Hy la situazione è diversa, perché sino a settembre gli emittenti BB e B non sono stati particolarmente impattati dalla volatilità del mercato e forse la ragione va ricercata nella duration, che è inferiore a quella dei titoli Ig. È interessante notare che, guardando i dati degli ultimi 20 anni, il rendimento del mercato Hy è derivato per il 30% dai tassi e il rimanente 70% dallo spread, mentre oggi il rapporto tra le due componenti è diventato, per ciascuna, del 50%: la duration ha decisamente un peso più elevato rispetto al passato. Inoltre, il mercato Hy ha attratto molti investitori e questo è un altro elemento da osservare con attenzione nel caso che il contesto generale cambi».

### **Quale posizionamento suggerite in un portafoglio obbligazionario?**

«Molti investitori si sono già posizionati per una recessione che dovrebbe arrivare entro la fine di quest'anno. A questi rendimenti, riteniamo che essi debbano pensare ad aggiungere duration. Guardiamo con interesse, in questa fase, al mercato del credito globale e, da un punto di vista di preservazione del capitale o di modesto apprezzamento, l'Ig è un'opportunità da cogliere, visto anche l'extra-spread che offre. Nello specifico, riteniamo che ci sia più valore in Europa che negli Usa. Con una maggiore assunzione di rischio, anche l'obbligazionario Em in hard currency risulta interessante, perché l'investitore viene compensato, sia per il credit spread, sia per il rischio. In generale, ci focalizziamo su aziende con elevata liquidità in bilancio, che hanno pricing power e, quindi, non sono penalizzate dall'inflazione».

**SUPRIYA MENON**

MULTI-ASSET STRATEGIST  
WELLINGTON MANAGEMENT

# Deglobalizzazione e divergenza

a cura di Pinuccia Parini

**Si continua a parlare di deglobalizzazione. Ci sono segnali tangibili che ciò stia avvenendo?**

«Credo che ci siano alcuni segnali che indichino il superamento del picco della globalizzazione. Basterebbe considerare una serie di dati tra i quali il più importante è la percentuale sul Pil dei beni e dei servizi del commercio globale, che ha raggiunto il punto massimo. Inoltre, se si esamina la crescita della forza lavoro rispetto alla popolazione complessiva, si può desumere che, anche in questo caso, sia stato raggiunto l'apice. Infine, sono aumentate le restrizioni imposte a livello commerciale».

**Le ragioni che ha elencato, tut-**

**tavia, non sono evidenze di recenti evoluzioni...**

«È vero, non sono fenomeni che si sono manifestati di recente, bensì hanno iniziato a prendere corpo nell'arco degli ultimi 10 anni e va detto che ci sono altre evidenze che mostrano un trend opposto. Ad esempio, vediamo ancora un incremento esponenziale delle proprietà intellettuali e dei dati, così come i flussi d'investimento dei portafogli. Ciononostante, la metrica più importante che si ha a disposizione, il commercio globale, mostra che la globalizzazione ha raggiunto un punto di flesso».

**Quali saranno, a suo parere, gli sviluppi futuri di questa situazione?**



«Penso che ci sarà un'accelerazione del fenomeno grazie a due fattori principali. Il primo riguarda la sicurezza nazionale e la necessità di proteggere alcuni settori come l'energia e i semiconduttori, oltre che di cercare di assicurarsi un maggiore controllo delle catene di approvvigionamento. Il secondo è che le politiche industriali, per una serie di diverse ragioni, tra le quali la volontà di proteggere il mercato del lavoro domestico, sono sempre più indirizzate a incentivare e facilitare il reshoring delle attività: l'Inflation reduction act americano ne è un chiaro esempio, ma anche altri paesi si stanno muovendo in una simile direzione; il segnale chiaro di questo trend è confermato anche dal picco toccato dagli investimenti diretti. Inoltre, ci sono ulteriori situazioni che stanno prendendo corpo e stanno delineando nuovi scenari: la Cina sta registrando un calo della popolazione e, dopo la pandemia, con l'ascesa dei partiti di destra in Europa, osserviamo che il fenomeno della migrazione globale ha registrato un rallentamento per le misure più rigide che cercano di contingentare la mano d'opera straniera. Nel caso degli Usa, una delle ragioni per cui la forza lavoro non è aumentata è da imputare a una diminuzione dei flussi migratori».

### **I rischi geopolitici accentuano il processo di deglobalizzazione?**

«Il mondo è entrato in una nuova fase, diversa dalla precedente, ed è un tema che, al nostro interno, è oggetto di profonde riflessioni per esaminare quali cambiamenti economici il trend attuale potrebbe comportare e le eventuali ricadute sulle decisioni d'investimento. Per esplicitare meglio questo concetto, citerei il caso delle catene di fornitura che, diventando più frammentate e meno efficienti proprio per il fenomeno della deglobalizzazione, possono provocare un aumento dei costi e alimentare l'inflazione. C'è poi la richiesta di una redistribuzione della ricchezza e di ammortizzare il costo della vita, insieme alla presenza di una maggiore domanda aggregata derivante dalla spesa fiscale. In questo contesto, è presumibile supporre che le banche centrali lascino salire l'inflazione a livelli superiori agli obiettivi che si sono date».

### **Un chiarimento: il reshoring po-**

### **trebbe causare una minore efficienza delle filiere di approvvigionamento?**

«Sì, perché si tratta di replicare un modello che, per essere reso resiliente, ha bisogno di maggiore flessibilità e generale, di conseguenza, inefficienza economica. Anche perché non necessariamente il luogo di ricollocamento della filiera potrebbe essere quello che valorizza le condizioni di produzione. Deglobalizzare non è certo un processo semplice ed è difficile anche per le aziende adottarlo: sganciarsi dalle forniture cinesi non è privo di complicazioni e comporta un costo».

### **È difficile tradurre il rischio geopolitico in un'asset allocation?**

«È molto difficile, perché è un fattore che persiste nel tempo ed è complesso da incorporare nella configurazione di un portafoglio. Ciononostante, per fare un esempio del nostro modo di operare, dopo avere rilevato che il decoupling tra la Repubblica Popolare Cinese e gli Stati Uniti è un fenomeno in corso, abbiamo deciso di scorporare la Cina dal resto dell'universo dei paesi emergenti e di condurre una gestione del rischio in modo separato delle aree geografiche in questione».

### **Queste sue considerazioni quali scenario la portano a delineare?**

«Un mondo con minore crescita, inferiore produttività ed efficienza nel sistema, che significa un mix di crescita e inflazione più avverso, che penso rimarrà sui livelli attuali: è un contesto non particolarmente favorevole per gli attivi rischiosi, soprattutto nei momenti di volatilità».

### **Ci sono opportunità per gli investimenti?**

«La divergenza tra le diverse aree geografiche potrebbe offrire opportunità da cogliere attraverso una gestione attiva. Infatti, le componenti principali che alimentano i prezzi al consumo variano a seconda dei paesi. Ciò significa che ci saranno politiche monetarie e condizioni economiche sottostanti differenti».

### **Sta asserendo che ciò che deciderà la Fed non condizionerà la Bce?**

«No, ma che ci sarà maggiore discrepanza

nelle decisioni prese e non si tratta solo di sfasamento temporale, ma di scelte di politica monetaria. Di fatto, stiamo già assistendo a un fenomeno simile in Giappone e in Cina».

### **Ritiene quindi che il Giappone e la Cina siano interessanti?**

«Ne abbiamo discusso al nostro interno e abbiamo convenuto che il passaggio dalla deflazione all'inflazione è positivo per il Sol Levante: ciò ci ha portati a decidere di sovrappesare l'area nei nostri portafogli dalla metà dello scorso anno. Abbiamo infatti concluso che questo cambio di regime avrà un significativo impatto positivo per il Giappone, sia per le aziende, sia per i consumatori. Inoltre, la politica monetaria è rimasta espansiva e, guardando alle dichiarazioni della Bank of Japan, ci aspettiamo che sia di sostegno. Sulla Cina abbiamo invece ridotto l'esposizione a neutrale. Nel paese si intravedono alcuni germogli economici e le valutazioni azionarie sono piuttosto basse, ma il mercato immobiliare e la geopolitica rappresentano fattori negativi».

### **Qual è la sua strategia d'investimento?**

«L'economia globale rimane solida, ma dopo un ritardo maggiore rispetto ai cicli precedenti, l'aumento dei tassi d'interesse comincia a farsi sentire, con segnali di raffreddamento nel mercato del lavoro e in quello immobiliare. Da un punto di vista tattico (12 mesi), continuiamo a privilegiare l'obbligazionario difensivo (titoli di credito e governativi investment grade) rispetto alle azioni e agli Hy. Manteniamo una posizione moderatamente di sovrappeso sui titoli di stato a livello globale: questo è il nostro outlook sulla duration, che si basa sulla previsione che la crescita rallenterà. In termini di aree geografiche, preferiamo gli Stati Uniti e l'Europa, con una duration leggermente lunga. Siamo overweight sul Giappone, ma sottopesiamo l'azionario europeo e anche quello Usa, dove il mercato non sembra avere scontato l'effetto dell'aumento dei tassi reali. Rimaniamo positivi sulle materie prime: la domanda di rame per l'elettrificazione supererà probabilmente di gran lunga l'offerta e prevediamo che l'oro sia un'efficace copertura contro la stagflazione».

# Il ritorno del malato

di Boris Secciani



**Dal 2005 in poi, la Germania è tornata a essere l'economia dominante del Vecchio continente e ha vissuto per un decennio, dalla fine della Grande crisi finanziaria, in un contesto di surplus fiscali, disoccupazione quasi azzerata e un attivo commerciale gigantesco. Tuttavia, nel post-pandemia, la macchina teutonica si è inceppata e le sue prospettive economiche non sembrano brillanti. Il Paese, la cui economia è orientata alle esportazioni, sta perdendo quote di mercato all'estero e pesa anche l'accelerazione del costo unitario del lavoro. Diversificare le proprie fonti di approvvigionamento energetiche e i mercati di sbocco dovrebbe portare la Germania ad adattarsi maggiormente alle varie forme di disruption in corso**

Nel 1998, l'economista tedesco Holger Schmieding coniò, a proposito dello stato di salute del proprio paese, l'espressione "sickman of Europe", il malato d'Europa. Questa sprezzante descrizione fu ripresa successivamente in una famosa e sfortunata copertina dell'Economist nel 2002. Infatti, da quel momento, a poco a poco, la Germania cominciò a porre fine alla propria quasi "lost decade": dal 1998 al 2005 il Pil crebbe in media dell'1,2% all'anno e la Repubblica Federale tornò a essere l'economia dominante del Vecchio continente. Fu raggiunto un livello di competitività che si è riflesso in dati macroeconomici che, soprattutto a partire dall'uscita dalla Grande recessione nel 2010, hanno assunto contorni unici nel mondo industrializzato. La nazione, per un decennio, ha vissuto in uno scenario caratterizzato da surplus fiscali, che hanno permesso anche un minimo di stimolo pubblico alla domanda domestica, disoccupazione quasi azzerata e, soprattutto, un attivo commerciale gigantesco. Infatti, nonostante il buon andamento dei consumi e la ripresa di comparti come l'immobiliare, sono state soprattutto le esportazioni del proprio vastissimo settore manifatturiero a trascinare l'economia teutonica. Le imprese tedesche si sono distinte per la capacità di offrire prodotti di altissima qualità a costi e margini elevati in quasi tutti i principali mercati del pianeta, con un'importanza via via sempre maggiore della Cina, soprattutto in ambito b2b.



## UNA MACCHINA INCEPPATA

A partire, però, dalla pandemia e poi ancora di più dallo scoppio della guerra in Ucraina, la macchina manifatturiera tedesca si è inceppata a causa di un paradigma che non sembra funzionare più. In generale, l'intero sistema globale sta affrontando un rallentamento, se non un'autentica recessione, in cui è proprio l'industria a subire le conseguenze più pesanti. Il rischio stagflazione non è ancora scomparso da un orizzonte europeo gravato dai costi elevati degli input energetici. A questi fattori si aggiungono un'America sempre più intenzionata a reinvestire e una Cina contemporaneamente in rallentamento economico e in pieno avanzamento tecnologico.

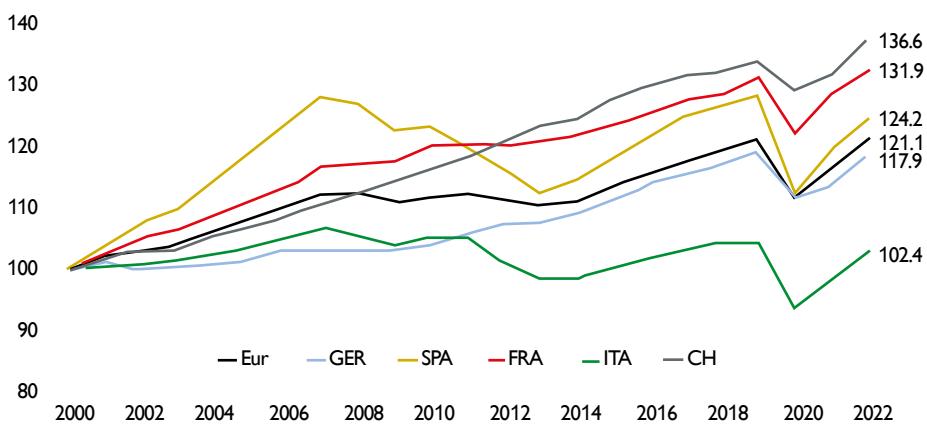
Complessivamente, dunque, le prospettive economiche della Germania non sembrano particolarmente brillanti. Qualche dato al riguardo viene ricordato da **Violeta Todorova**, senior research analyst di **Leverage Shares**: «Sembra che la Germania non riuscirà a sfuggire a una seconda recessione quest'anno, dato che l'economia sta attraversando una debolezza industriale persistente. La produzione manifatturiera è scesa di nuovo ad agosto per il quarto mese consecutivo ed è ora più del 7% al di sotto del livello pre-pandemico. L'economia tedesca non è stata stimolata da grandi spese in deficit da parte del governo come negli Stati Uniti; quindi, il Paese sta ora andando incontro a un altro trimestre di Pil in calo. L'economia si ridurrà quest'anno, mentre crescerà modestamente negli anni successivi. Il prodotto interno lordo è diminuito dello 0,2% nel terzo trimestre e probabilmente calerà di un ulteriore 0,1% prima della fine dell'anno. Le previsioni indicano che il Pil scenderà dello 0,4% nel 2023 e rimbalzerà solamente dello 0,5% l'anno prossimo. Queste performance sono significativamente inferiori rispetto alle previsioni del Fondo Monetario Internazionale, che prevedevano rispettivamente lo 0,9% e l'1,3%».

*Sembra che la Germania non riuscirà a sfuggire a una seconda recessione quest'anno, dato che l'economia sta attraversando una debolezza industriale persistente*



**VIOLETA TODOROVA**  
senior research analyst  
Leverage Shares

### ANDAMENTO DEI CONSUMI A PREZZI 2015 IN EUROZONA E SVIZZERA



Fonte: Eurostat, Vontobel Wealth Management

## NUOVE SCELTE STRATEGICHE

Va detto, a onor del vero, che, proprio per le sue caratteristiche di apertura internazionale, il Pil tedesco è sempre stato piuttosto volatile. La Repubblica Federale, ad esempio, sperimentò una contrazione molto profonda nel 2009 e una ripresa rapidissima nel 2010. La sensazione, però, è che oggi stiamo andando incontro a trasformazioni epocali che richiederanno riforme strutturali e dolorose da parte di tutte le economie più rilevanti per riuscire prima o poi a ripartire. Nello specifico, per gli Stati Uniti sta diventando sempre più inderogabile rimet-



**GILLES MOËC**  
chief economist  
Axa Investment Managers



*A spiegare la sottoperformance della Germania è il peso maggiore di alcuni settori in difficoltà in tutta Europa, come l'industria automobilistica o quella manifatturiera ad alta intensità energetica*



tere un minimo di ordine a livello fiscale, la Cina deve affrontare una crisi immobiliare disastrosa e il rapido invecchiamento della popolazione, mentre, per quanto riguarda la Germania, un aspetto cruciale è sintetizzato da **Patrice Gautry**, chief economist di **Ubp**: «Questo sconvolgimento del ciclo globale è qualcosa di più del solito rimbalzo incompiuto che tende a verificarsi dopo una crisi. La frammentazione ha a che fare, sia con la fretta con la quale i responsabili delle politiche di bilancio hanno rimediato a fasi di difficoltà come la pandemia e la crisi energetica, sia con i modelli di crescita strutturalmente traballanti adottati da diversi paesi. Alcune scelte strategiche devono essere riconsiderate, come, ad esempio, la specializzazione industriale della Germania e la sua dipendenza dalle importazioni di energia a basso costo». In pratica un cambiamento che, oltre al fatto di diversificare le proprie fonti di approvvigionamento energetiche e i mercati di sbocco, magari puntando più sul lato domestico, deve riuscire a portare il sistema teutonico ad adattarsi maggiormente alle varie forme di disruption in corso. Sarebbe, infatti, un grave errore utilizzare spiegazioni cicliche, per quanto su un orizzonte relativamente vasto, per analizzare una crisi industriale che sta diventando strutturale. In particolar modo, le difficoltà attuali disegnano un quadro che fino a poco tempo fa sarebbe apparsa un'autentica eresia, come afferma **Gilles Moëc**, chief economist di **Axa Investment Managers**: «A spiegare la sottoperformance della Germania è il peso maggiore di alcuni settori in difficoltà in tutta Europa, come l'industria automobilistica o quella manifatturiera ad alta intensità energetica. Tuttavia, i prezzi dell'energia sono un innegabile ostacolo specifico e, al di là



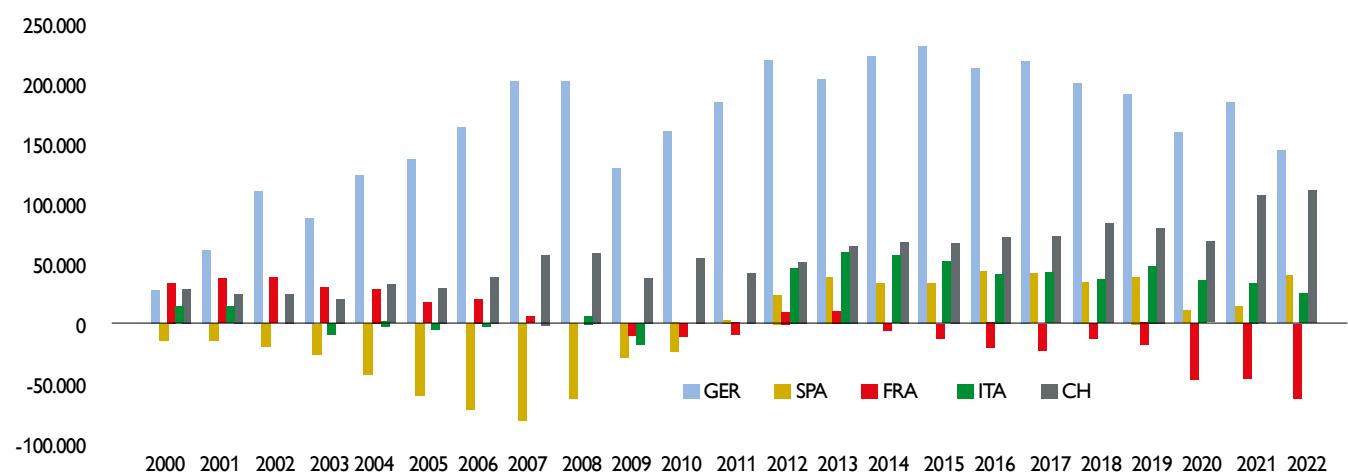
**PATRICE GAUTRY**  
chief economist  
**Ubp**



*Alcune scelte strategiche devono essere riconsiderate, come, ad esempio, la specializzazione industriale della Germania e la sua dipendenza dalle importazioni di energia a basso costo*



#### ESPORTAZIONI NETTE A PREZZI 2015 IN EUROZONA E IN SVIZZERA IN MILIONI DI EURO



Fonte: Eurostat, Vontobel Wealth Management



delle questioni settoriali, l'intera industria tedesca è in difficoltà. Il Paese sta perdendo quote di mercato all'estero, una questione dolorosa per un'economia così orientata alle esportazioni e che dimostra che il rallentamento della Cina non è l'unica fonte di debolezza. La forte accelerazione del costo unitario del lavoro non aiuta, ma si tratta di una caratteristica comune a tutta l'area euro. Forse più preoccupante è il deterioramento specifico della "competitività percepita" delle imprese tedesche, basato su sondaggi, che suggerisce che, al di là dell'impatto dell'aumento del costo dell'energia e del lavoro, potrebbe esserci un calo dell'attrattività dei prodotti tedeschi al di là del prezzo».

## I LIMITI DI TUTTA EUROPA

Dove vanno ricercate le ragioni di questa improvvisa minore competitività del made in Germany, un problema che fino a pochi anni fa sarebbe stato considerato quasi fantascientifico? La spiegazione non è poi così difficile e riguarda i limiti ben conosciuti di quasi tutto il sistema europeo, caratterizzato da un livello manifatturiero superbo, che però difficilmente riesce a creare paradigmi disruptivi specialmente a livello consumer. Più volte è stato evidenziato che il Vecchio continente è il leader assoluto a livello mondiale nella produzione di software industriale, senza che però riesca a costruire una presenza rilevante in altre aree di applicazione.

Dall'altra parte, il livello tecnologico cinese è cresciuto enormemente in ambiti quali l'energia atomica, i treni, i droni e le auto elettriche. Ormai la concorrenza del Dragone non agisce solo con una logica di import substitution nel, comunque gigantesco, mercato domestico, ma aggredisce anche i mercati maturi con un'offerta di una qualità più che buona.

Da questo punto di vista, assolutamente paradigmatica appare l'ascesa dei veicoli elettrici,

che rischia di cambiare completamente l'arena competitiva, trasportando le imprese tedesche in una dimensione nella quale non godono certo dell'aura che si sono costruite nell'automotive tradizionale. Queste incertezze sono sottolineate con lucidità da **Steven Bell**, chief economist Emea di **Columbia Threadneedle Investments**: «La Germania sta vivendo un periodo di forte trasformazione, caratterizzato dalla presenza di sfide strategiche, alcune delle quali interconnesse. La prima, e più evidente, è la perdita del gas russo a basso costo. In secondo luogo, il passaggio che sta avvenendo verso i veicoli elettrici, a scapito di quelli tradizionali, pone alcuni rischi per il settore, facendo venire meno alcune delle consolidate competenze ingegneristiche sviluppate con successo dall'economia tedesca. A questo proposito, non esiste, infatti, una forte consapevolezza del marchio delle batterie tedesche».

## RISCHIO ITALIANIZZAZIONE

Che cosa può fare, dunque, la maggiore economia dell'Eurozona per uscire dalla stagnazione e impedire il consolidarsi del declino? Ricette magiche non ce ne sono, però sarà necessario applicare un mix di misure già sperimentate in passato, con una maggiore enfasi sull'innovazione. Oggi vi è però un fattore di incertezza in più, ben evidenziato sempre da **Gilles Moëc**, di **Axa Investment Managers**: «Anche questa volta la moderazione salariale sarebbe benvenuta, per aiutare a risolvere il problema dell'inflazione nell'area dell'euro, ma è improbabile che porti una soluzione completa alle difficoltà sul fronte delle esportazioni. Ridurre i costi dell'energia

### PREVISIONI ECONOMICHE EUROPEE DI S&P GLOBAL RATINGS (SETTEMBRE 2023)

(%)	Eurozona	Germania	Francia	Italia	Spagna	Paesi Bassi	Belgio	Svizzera	Uk
<b>GDP</b>									
2021	5,6	3,1	6,4	7	5,5	6,2	6,3	4,2	7,6
2022	3,4	1,9	2,5	3,8	5,5	4,4	3,2	2,1	4,1
2023	0,6	-0,2	0,8	0,9	2,1	0,5	1	0,6	0,3
2024	0,9	0,6	0,9	0,7	1,6	0,9	1,2	1,2	0,5
2025	1,5	1,4	1,5	1,3	2,2	1,5	1,8	1,4	1,5
2026	1,5	1,4	1,4	1,3	2,2	1,7	1,4	1,5	1,6

### TASSO DI DISOCCUPAZIONE

2021	7.6	3.6	7.9	9.5	14.8	4.2	6.3	5.1	4.5
2022	6.7	3.1	7.3	8.1	12.9	3.5	5.6	4.3	3.7
2023	6.4	2.9	7.3	7.7	12.1	3.6	5.6	4	4.3
2024	6.5	3	7.5	7.9	12.1	3.7	5.6	4	4.7
2025	6.5	3	7.5	8	12	3.7	5.6	3.9	4.4
2026	6.3	3.1	7.3	7.9	11.8	3.6	5.5	3.9	4.2

Fonte: S&P Global Ratings

# Un paese tuttora di ingegneri e imprenditori

Messe in luce tutte le difficoltà, sarebbe errato pensare che la Germania sia entrata in una necrosi irreversibile. Il livello di istruzione della forza lavoro, l'amore diffuso per la scienza insito nella cultura locale, la capacità di affrontare lunghi sacrifici e l'imprenditorialità diffusa costituiscono asset strategici enormi per il Paese. Segnali incoraggianti, come ad esempio la pole position chiaramente detenuta nei progetti di costruzione di una filiera europea dei semiconduttori, offrono diversi spunti di ottimismo per il futuro.

## UNA CAPACITÀ DI RESILIENZA

Come ricorda Steven Bell, di Columbia Threadneedle Investments, «la Germania ha già dimostrato in passato una forte capacità di resilienza e adattamento alle sfide importanti, come è avvenuto con la riunificazione e la creazione dell'euro, situazioni nelle quali il Paese si trovava inizialmente a un livello non competitivo».

sarebbe un passo fondamentale, così come incentivare ulteriori investimenti in ricerca e sviluppo e stimolare l'innovazione, ma le soluzioni attualmente all'esame sembrano difficilmente compatibili con l'equilibrio politico della coalizione. La Germania ha lo spazio fiscale per affrontare i suoi problemi, ma le condizioni politiche non sono soddisfatte».



*La Germania ha già dimostrato in passato una forte capacità di resilienza e di adattamento alle sfide importanti, come è avvenuto con la riunificazione e la creazione dell'euro, situazioni nelle quali il Paese si trovava inizialmente a un livello non competitivo*



**STEVEN BELL**  
chief economist Emea  
**Columbia Threadneedle Investments**

In pratica, la Repubblica Federale, un tempo sinonimo di sistema forse noioso, ma efficiente e dotato di stabilità a ogni livello (politico, sociale, sindacale e imprenditoriale), si è scoperta oggi, al pari di altre potenze, una nazione profondamente divisa su tutto e senza una direzione chiara da adottare.

La descrizione appena tratteggiata può fare ri-

tenere che, con una generazione di ritardo, essa si stia avviando al declino secolare che ben conosciamo dalle nostre parti. Certe caratteristiche rendono il paragone non campato per aria: è da ricordare, ad esempio, il fortissimo invecchiamento della popolazione combinato con rilevanti difficoltà nell'accordare le competenze offerte dai lavoratori con quanto richiesto dall'economia. Da questo punto di vista, previsioni poco incoraggianti vengono elaborate da **Eiko Sievert**, director sovereign and public sector di **Scope Rating**: «L'invecchiamento della popolazione del paese, in particolare il calo di quella in età lavorativa tra i 15 e i 66 anni, contribuirà sempre più alla carenza di competenze e alla perdita di produttività. Senza ulteriori riforme strutturali, stimiamo che il potenziale di crescita annuale della Germania scenderà a un modesto 0,7% fino al 2030, significativamente al di sotto di quello di altri paesi con rating AAA».

Certo la Repubblica Federale vanta un surplus di credibilità che altre nazioni, a partire dall'Italia, non hanno: si parla pur sempre di una realtà fissa nel club AAA e di un'altra che, invece, lotta per rimanere in ambito investment grade. Essa, quindi, dispone di un margine di tolleranza in più, per quanto



*Senza ulteriori riforme strutturali, stimiamo che il potenziale di crescita annuale della Germania scenderà a un modesto 0,7% fino al 2030, significativamente al di sotto di quello di altri paesi con rating AAA*



**EIKO SIEVERT**  
director sovereign and public sector  
**Scope Rating**

riguarda i conti pubblici, rispetto a noi: da questo punto di vista l'abisale differenza in termini di finanze statali è esposto in maniera impietosa sempre da Eiko Sievert: «Il Paese dispone di un solido quadro di politica fiscale e di un record di disciplina fiscale che si manifesta in un rapporto debito/Pil relativamente basso, che probabilmente scenderà al 58,9% nel 2028 dal 65,5% di quest'anno, ben al di sotto delle altre grandi economie dell'area dell'euro come Francia e Italia. Ciò offre alla Germania un importante spazio fiscale per affrontare alcune delle sue sfide strutturali».

## DIFFICOLTÀ PER I LAVORATORI

Inoltre, il mercato del lavoro viene da anni di grande sviluppo, tanto che i limiti all'offerta di manodopera hanno portato di recente a dinamiche di rivendicazioni salariali come non si vedevano da decenni. Anche in questo ambito, però, probabilmente è lecito attendersi deterioramenti all'orizzonte, con l'arrivo degli effetti recessivi attuali sul mercato del lavoro. Infatti, l'output complessivo dell'Eurozona è stato tenuto a galla soprattutto dal terziario, elemento che ha portato a una decisa sovraperformance delle eco-

*Difficilmente un sostegno rilevante verrà dall'economia tedesca e più in generale dall'Eurozona, che hanno già subito una battuta d'arresto a causa della flessione del settore manifatturiero*



**MICHIEL DE BRUIN**  
head of global macro  
e portfolio manager  
Robeco

nomie, come la Spagna, basate su questo pilastro macroeconomico. Persino in quelle aree, però, la festa appare finita. **Michiel de Bruin**, head of global macro e portfolio manager di **Robeco**, sostiene: «Difficilmente un sostegno rilevante verrà dall'economia tedesca e più in generale dall'Eurozona, che hanno già subito una battuta d'arresto

a causa della flessione del settore manifatturiero. La penalizzazione, come è avvenuto negli Stati Uniti, avrebbe potuto essere ancora peggiore, se non fosse stato per la ripresa della produzione automobilistica, favorita dal venire meno dei precedenti colli di bottiglia sul lato dell'offerta. Per un certo periodo, il settore dei servizi è stato in grado di fornire una contropartita, ma, con l'attività del terziario che è salita al di sopra del suo trend pre-pandemico, ci si dovrebbe preparare, nel migliore dei casi, a una stagnazione continua in Europa e a una recessione, nel peggiore. Ciò è tanto più vero se si considera che il forte aumento dei tassi di interesse e l'inasprimento delle condizioni dei finanziamenti si stanno sempre più ripercuotendo sulla debolezza del flusso dei crediti bancari, sia sul fronte dei prestiti alle imprese, sia dei mutui alle famiglie. Certamente, il basso tasso di disoccupazione potrebbe continuare a impedire che la crisi diventi più grave, ma riteniamo che sarà difficile che i mercati del lavoro rimangano isolati da un contesto di crescita debole». Una previsione non molto diversa viene elaborata anche da **Orla Garvey**, senior portfolio manager for fixed income di **Federated Hermes**: «Se in precedenza sembrava che un rimbalzo dei redditi reali avrebbe potuto favorire la crescita, dato che l'impatto degli shock dei prezzi dell'energia è uscito dal computo dell'inflazione, ora ciò sembra meno probabile. La debolezza dei settori più sensibili ai tassi d'interesse si sta diffondendo nel settore dei servizi e, probabilmente, preannuncia alcuni anni di crescita molto debole».



# Il ritorno del debito tedesco

**Nonostante la debolezza dell'economia dell'Eurozona, il Bund tedesco non ha ricoperto il suo storico ruolo di safe haven, tanto da avere toccato, dopo ben 12 anni, un rendimento che è andato oltre il 3%. Di fatto, si può affermare che il decennale teutonico è tornato a essere un asset di valore, soprattutto in un contesto in cui dalla stagflazione si sta passando a uno scenario recessivo. Ai rendimenti attuali, si possono acquistare titoli governativi della Repubblica Federale con una pura logica di hedging**

Quando si inizia un'analisi delle prospettive dei governativi emessi dalle maggiori economie, difficilmente si può prescindere dal quadro macroeconomico e dall'azione delle banche centrali. Questo assunto è ancora più vero dopo il biennio che abbiamo passato, nel quale la politica monetaria ha praticamente negato tutti i pilastri del mondo pre-Covid. Ciò ha fatto sì che, nonostante la recessione sia ormai una realtà per l'Eurozona, il debito tedesco finora non ha avuto il suo usuale andamento in frangenti simili. Nello specifico, non si sono visti movimenti tipici di ricerca di un safe haven. Anzi, l'innalzamento degli spread delle attività più rischiose (Btp in primis) sembra che sia stato causato dal bear market sul Bund e sugli altri titoli tedeschi visto negli ultimi mesi. Il risultato di questi sviluppi ha portato ad avere un decennale tedesco, per la prima volta da oltre 12 anni a questa parte, oltre la soglia del 3% di rendimento; nel corso del mese di ottobre questo tasso di interesse è poi tornato sotto il 2,8%. In concreto, quello che è di fatto il benchmark del debito dell'Eurozona ha abbandonato il proprio status di asset più sopravvalutato della Terra per tornare a essere un'alternativa ricca di valore.

## **UNA BCE CHE NAVIGA A VISTA**

Le sorti del debito tedesco, e con esso del complesso del reddito fisso europeo, dipendono però da una Bce che naviga a vista e che tenta di cogliere lo sviluppo della situazione. La maggiore difficoltà di investire sul fixed income nel suo complesso, infatti, è ancora nei rischi di stagflazione, che costringerebbe Francoforte a continuare a inasprire il costo del denaro. Va detto, però, che la pausa di ottobre, dopo 10 rialzi consecuti-



**ORLA GARVEY**  
senior portfolio manager  
for fixed income  
Federated Hermes



*La Bce ha portato i tassi al 4% e, mentre nella riunione di ottobre ha continuato a sottolineare la dipendenza dai dati e il desiderio di mantenere i tassi a questo livello (...) tiene d'occhio un'inflazione al di sopra dell'obiettivo, ma è anche consapevole della debolezza delle prospettive di crescita*

vi, fa bene sperare sulla fine imminente del recente ciclo di politica monetaria. Interessante, al riguardo, l'analisi di **Orla Garvey**, senior portfolio manager for fixed income di **Federated Hermes**: «La Bce ha portato i tassi al 4% e, mentre nella riunione di ottobre ha continuato a sottolineare la dipendenza dai dati e il desiderio di mantenere i tassi a questo livello, ci sono stati alcuni commenti interessanti. In particolare, sulla debolezza del mercato del lavoro e sull'impatto degli attuali livelli dei tassi. Naturalmente, non sono state apportate modifiche al linguaggio sul programma di acquisto di emergenza per le pandemie (Pepp). Questo fatto probabilmente indica che la Bce tiene d'occhio un'inflazione al di sopra dell'obiettivo, ma è anche consapevole della debolezza delle prospettive di crescita».

#### CAUTELA SULLA DURATION

In pratica, dalla stagflazione si sta passando a un quadro di classica recessione in cui l'inflazione viene meno e a soffrire sono soprattutto quegli investimenti ciclici che beneficiano di una forte domanda. In un simile ambiente, i governativi della Germania, con ogni probabilità, riacquisteranno il proprio ruolo di rifugio per investitori avversi al rischio. Tutto ciò è interessante per sottolineare che è ancora comune un atteggiamento di cautela nei confronti della duration. È vero, infatti, che la curva della Repubblica Federale è andata incontro a un notevole bear steepening negli ultimi tempi, ma resta il fatto che rimane tuttora caratterizzata da una forma alquanto inusuale e piatta. Per **Massimiliano Maxia**, senior product specialist di **Allianz Global Investors**, ad esempio, lo Schatz a due anni permette di ottenere yield to



**MASSIMILIANO MAXIA**  
senior product specialist  
Allianz Global Investors



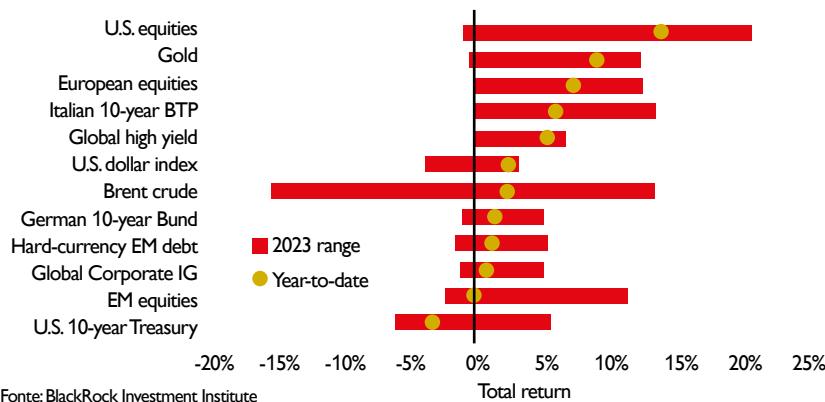
*Riteniamo che abbia senso aumentare l'esposizione al debito tedesco, anche se probabilmente non siamo ancora arrivati alla fine del ciclo di rialzi dei tassi di interesse da parte della Bce*



maturity eccellenti, limitando una volatilità che ha reso nell'ultimo anno la vita molto difficile ai gestori obbligazionari: «Riteniamo che abbia senso aumentare l'esposizione al debito tedesco, anche se, probabilmente, non siamo ancora arrivati alla fine del ciclo di rialzi dei tassi di interesse da parte della Bce. Tuttavia, anche sulla curva tedesca alcune scadenze hanno raggiunto rendimenti che non si vedevano da oltre 10 anni. In particolare, preferiamo la parte breve-media della curva, dove i tassi sono comunque molto interessanti: il titolo a due anni rende oltre il 3%, ma resta un segmento meno volatile rispetto alle scadenze più lunghe. Inoltre, se si verificasse un rallentamento dell'economia più marcato, avremmo probabilmente un movimento di "fly to quality" che dal punto di vista del mercato obbligazionario governativo do-

#### RENDIMENTI DEI PRINCIPALI ASSET A CONFRONTO NEL 2023

Selected asset performance, 2003 year-to-date return and range



Fonte: BlackRock Investment Institute



*I Bund tedeschi sono il porto sicuro dell'Eurozona, come si può notare confrontando i loro rendimenti con quelli di altri titoli di stato o di società. Tuttavia, svolgono anche un ruolo di stabilizzazione nei nostri portafogli*



**TOBIAS SCHAFFÖNER**  
head of multi asset e senior  
portfolio manager  
**Flossbach von Storch**

vrebbe premiare i paesi core, con in testa proprio la Germania».

#### **UNA PURA LOGICA DI HEDGING**

Dunque, oggi ci si può esporre alle emissioni obbligazionarie più sicure del mondo con una pura logica di hedging, eliminando qualsiasi forma di rischio e di volatilità e ottenendo, al contempo, carry e rendimenti positivi. Come si può intuire, si tratta di qualcosa che non si vedeva da moltissimo tempo e di uno sviluppo alquanto positivo per chi detiene portafogli multi-asset per

forza di cose in parte esposti a business che beneficiano dall'inflazione.

Non sorprende, dunque, il ragionamento di **Tobias Schafföner**, head of multi asset e senior portfolio manager di **Flossbach von Storch**: «Negli ultimi mesi, i rendimenti sono aumentati in modo significativo. Questa è una buona notizia per gli investitori, poiché le obbligazioni sono in grado di aggiungere potenziali di rendimento e diversificazione a un portafoglio multi-asset. I Bund tedeschi sono il porto sicuro dell'Eurozona, come si può notare confrontando i loro

rendimenti con quelli di altri titoli di stato o di società. Tuttavia, svolgono anche un ruolo di stabilizzazione nei nostri portafogli. Per il momento, rimaniamo concentrati sulle scadenze più brevi, poiché offrono i rendimenti più elevati e, allo stesso tempo, la massima flessibilità per gli investitori».

#### **PUNTARE SULLA STAGNAZIONE**

Dall'altra parte, però, quanto è accaduto nel 2023, cominciato al grido di "bonds are back" per poi vedere una Bce in versione super hawkish, ha indotto uno stato di estrema cautela, se non di autentico panico, nei confronti della duration. Di conseguenza, si ha oggi un ambiente quasi ideale per quei portafogli contrarian in grado di guardare oltre le fluttuazioni di breve periodo. Posizionarsi oggi sulla parte a maggiore scadenza della curva tedesca potrebbe significare cogliere un'occasione storica per ottenere ricchi capital gain sul medio periodo.

Di ciò sembra convinto il Team di gestione di **Pharus**: «Sui mercati continua a dominare il tema dei tassi in rialzo, con il decennale americano che arriva a sfiorare il 4,9%, e in Europa il Bund tedesco e il Btp italiano che bucano le rispettive soglie psicologiche del 3% e 5%. E se un tasso si avvicina a soglie psicologiche importanti pesa molto sul sentimento, che è tornato a essere molto negativo nel mondo obbligazionario. Molte case di investimento avevano accumulato posizioni sulla parte lunga della curva, ma in molti comitati di gestione il sentimento si è completamente ribaltato e oggi c'è molta paura a stare lunghi di duration. A nessuno piace la volatilità che la duration sta portando ai portafogli, ma queste dinamiche sono quelle classiche dalle quali nasce il valore in un'asset class. Troppe volte il mercato ci ha dimostrato la sua tendenza a estremizzare e, soprattutto, ad andare nella direzione opposta rispetto alla view di consenso, motivo per cui ora che tutti sono negativi sulla duration, si potrebbe davvero pensare a sviluppi positivi e tassi in discesa».

In definitiva, se la politica monetaria invertisse il suo corso, anche senza immaginare un rapido e violento ritorno all'epoca del costo del denaro uguale a zero, il Bund a 10 anni potrebbe costituire una delle migliori opportunità di investimento disponibili in un'ottica di rientro in quello che negli anni '10 veniva definito new normal. Una stagnazione sostanziale, con però costanti segnali di tensione che inducono a diversificare nella buona, vecchia e oculata Germania.



# I pionieri scoprono l'incognito. E le nuove opportunità d'investimento.



Per maggiori informazioni su Pictet Asset Management,  
si prega di scansionare il QR code o visitare il sito  
[assetmanagement.pictet](http://assetmanagement.pictet)

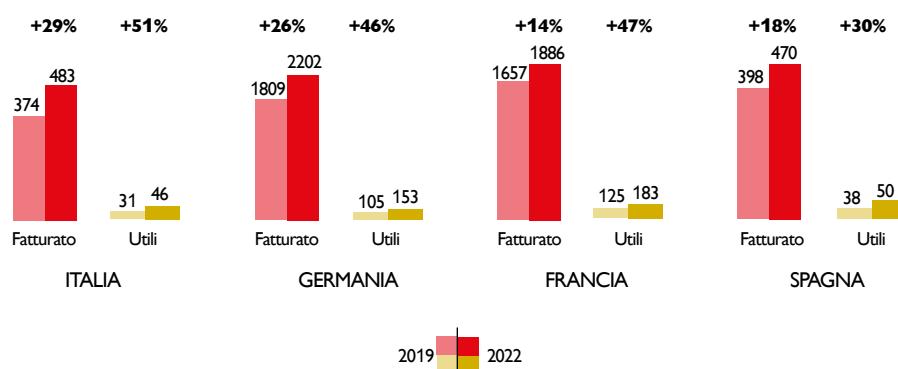
 **PICTET**  
1805 Asset Management

Building Responsible Partnerships

# Un mercato azionario mai protagonista

## EVOZIONE DI FATTURATO E UTILI 2019-2022 NEI PRINCIPALI PAESI EUROPEI

Dati in % 2022 vs. 2019



**Il mercato azionario tedesco è caratterizzato da una capitalizzazione contenuta, in rapporto al Pil del paese, e da una forte concentrazione di titoli nel settore manifatturiero. Il beta elevato rispetto al ciclo globale ha portato a performance inferiori alla media mondiale ed europea nel 2022. L'indice Dax, nel 2023, ha avuto un andamento altalenante e permangono le incertezze per il futuro, vista la potenziale pressione sui margini delle aziende**

I mercati dei capitali tedeschi presentano una struttura piuttosto peculiare. Infatti, se il debito pubblico costituisce de facto il benchmark dell'Eurozona per quanto riguarda l'obbligazionario risk-free, l'azionario locale è invece da sempre caratterizzato da una certa volatilità. Innanzitutto, la capitalizzazione raggiunge una percentuale piuttosto contenuta del Pil della Repubblica Federale, a dimostrazione del fatto che l'economia del paese è incentrata soprattutto sui gruppi di media dimensione. Infatti, a fine 2021, il valore della borsa equity di Francoforte superava il 60% del Pil, mentre l'anno successivo era sceso intorno al 45% e, al termine dell'ottobre del 2023, complessivamente le azioni quotate in Germania presentavano un valore pari a circa il 52% di quanto prodotto quest'anno dall'economia nazionale.

Come si può facilmente capire, si tratta di cifre in questo ambito più vicine a quelle dell'Italia, rispetto a quanto registrato negli Stati Uniti: ad esempio, sempre a fine ottobre 2023, solo Sap superava quota 100 miliardi di euro di capitalizzazione. Inoltre, il focus sull'eccellenza manifatturiera si riflette anche nella composizione del listino, ricco di grandi gruppi industriali. Inevitabilmente, ciò porta a una certa volatilità nei risultati aziendali e nei corsi. Quest'ultimo fenomeno è favorito anche da una non enorme base di investitori domestici.

## SULL'OTTO VOLANTE

La Germania sembra dunque incarnare nella maniera più pura le caratteristiche economiche, finanziarie e culturali dell'area euro. Il mercato beta rispetto al ciclo globale non sorprendentemente ha por-

tato a performance peggiori della media europea e mondiale nel 2022, soprattutto a causa del panico scatenato dai timori di razionamento energetico. Ma da circa un anno, fino all'estate del 2023, si è avuto un classico relief rally che ha alzato il Dax (il principale indice locale) al suo nuovo massimo storico, intorno a 16.528. Da allora, però, si è verificata di nuovo una correzione che ha ridimensionato la crescita dell'indice locale a un più modesto +6,4% per i primi 10 mesi di quest'anno. L'otto volante appena descritto riflette una realtà incerta, che oggi deve gestire una visibilità dei profitti futuri molto bassa.

Per questa ragione non sono pochi gli analisti e i gestori che esprimono perplessità. Ad esempio, **Violeta Todorova**, senior research analyst di **Leveraged Shares**, rileva un certo scostamento fra valutazioni tuttora non così convenienti e la realtà di bassa crescita che attualmente grava sulla Germania: «Nonostante le sfide economiche che il Paese si trova ad affrontare, l'indice tedesco di riferimento Dax 40 è scambiato vicino ai massimi storici. Tuttavia, abbiamo notato alcuni segnali preoccupanti negli ultimi due mesi, che fanno dubitare che l'attuale mercato rialzista sia sostenibile».

**PUNTARE SUL GROWTH QUALITY**  
In particolare, poi, **Steven Bell**, chief economist Emea di **Columbia Thredneedle Investments**, rimarca che i gruppi del listino di Francoforte stanno facendo fatica a difendere i propri margini: «Ci muoviamo con cautela sui titoli azionari tedeschi, poiché la domanda è al momento debole e i margini sono sotto pressione: riteniamo che ci siano opportunità migliori in altri mercati azionari rispetto alla Germania». Sostanzialmente, lo scenario che emerge è un insieme di aziende in molti casi di qualità soprattutto, sensibili, però, da una parte, al calo della domanda generata da una recessione, dall'altra, anche meno capaci, rispetto ai protagonisti di altre realtà, di sfruttare a proprio vantaggio i periodi di forte inflazione. Detto ciò, sarebbe assurdo pensare che un sistema così competitivo e orientato all'eccellenza produttiva e tecnologica non offra occasioni di investimento. Per coglierle bisogna concentrarsi, come

*Privilegiamo il settore della tecnologia (hardware, semiconduttori, software, servizi It). Troviamo interessanti anche alcune aziende industriali già ben affermate che riescono a creare valore per i clienti e gli azionisti grazie a offerte di software/SaaS che si affiancano ai loro prodotti tradizionali di automazione industriale*



**CHRISTOPH BERGER**  
cio equity Europe  
**Allianz Global Investors**

ricorda **Christoph Berger**, cio equity Europe di **Allianz Global Investors**, sul trovare una sintesi fra solide prospettive di crescita e quotazioni accettabili: «Preferiamo il growth/quality al value, ma valutiamo questo aspetto nell'attuale contesto dei tassi d'interesse. I titoli growth con livelli di valutazione elevati sono più sensibili alle oscillazioni dei tassi: tenendo conto di questo aspetto, ci stiamo concentrando sulla crescita a un prezzo ragionevole».

**PRIVILEGIARE LA TECNOLOGIA**  
In Germania, a presentare questo profilo sono soprattutto quelle realtà che hanno costruito una posizione di predominio mondiale nella digitalizzazione dei processi industriali. Christoph Berger continua: «Molte aziende tedesche beneficiano di tendenze strutturali che possono mitigare, o addirittura controbilanciare, i venti contrari ciclici. È importante concentrarsi sulle società che combinano una crescita strutturale superiore, ad esempio, nell'ambito della digitalizzazione, con un profilo qualitativo elevato (la capacità di innovazione) e un bilancio solido. Privilegiamo il settore della tecnologia (hardware, semiconduttori, software, servizi It). Troviamo interessanti anche alcune aziende industriali già ben affermate che riescono a creare valore per i clienti e gli azionisti, grazie a offerte di software/SaaS

che si affiancano ai loro prodotti tradizionali di automazione industriale».

#### **NON TUTTO DA EVITARE**

Infine, va detto che anche il puro settore manifatturiero della Repubblica Federale non è completamente da evitare, sebbene oggi si trovi in preda alle incertezze della recessione in nuce, dopo avere subito pesantemente la quasi stagflazione sperimentata in Europa, in gran parte alimentata dal prezzo dell'energia. All'interno dei possenti apparati produttivi teutonici si trovano non poche aziende che operano in ambiti estremamente innovativi, soprattutto per quanto riguarda le tecnologie sostenibili. Christoph Berger si concentra proprio su questo insieme: «La Germania ha sostituito in larga misura le importazioni di gas russo grazie alla rapida realizzazione di terminali di Gnl. I prezzi del gas e dell'energia elettrica sono tornati a livelli accessibili, ma restano più alti rispetto ad altre aree. Dato che questo svantaggio strutturale potrebbe persistere, stiamo evitando le industrie ad alta intensità energetica: in questa categoria rientrano, per esempio, alcuni segmenti del settore chimico. Al contrario, altri compatti possono essere interessanti e beneficiare di trend di crescita secolari, come i gas industriali che possono rappresentare un elemento chiave per un'economia a basse emissioni di carbonio».

# C'è bisogno di una nuova governance

a cura di **Pinuccia Parini**

Ad **Aldo Pigoli**, docente presso l'**Università Cattolica di Milano** ed esperto di analisi di intelligence, delle relazioni internazionali e dei mercati, Fondi&Sicav ha chiesto alcune riflessioni sull'attuale situazione geoeconomica.

## **Lo scenario internazionale sta diventando sempre più complesso da leggere e interpretare. A suo parere, che cosa sta avvenendo?**

«Occorre fare una premessa. Quando si guarda all'evoluzione del sistema internazionale, considerando i rapporti di natura economico-produttiva, commerciale e finanziaria, è possibile vedere uno scenario che, oramai da diversi anni, è sempre più caratterizzato da uno spostamento del baricentro geoeconomico. Dalla conferenza di Bretton Woods, del 1944, l'ordinamento mondiale è stato governato da alcune economie occidentali, soprattutto dagli Stati Uniti per la loro forza economica, con il dollaro americano che è diventato la valuta di riferimento per gli scambi commerciali e le transazioni finanziarie. Da quel momento il sistema geoeconomico è stato guidato da un insieme di paesi, che sono quelli rappresentati all'interno del G7, accomunati da una serie di punti in comune: sono produttori ed esportatori di beni, hanno sviluppato consistenti investimenti esteri e hanno caratterizzato lo sviluppo economico

internazionale sino a circa 25 anni fa. Da allora, la loro capacità di determinare in modo significativo le dinamiche economiche, commerciali e finanziarie è andata progressivamente diminuendo».

## **Che cosa è successo un quarto di secolo fa?**

«Sono comparsi sul palcoscenico internazionale altri attori, tra i quali la Cina che, sin dagli anni '90, ha cominciato a sviluppare la propria forza economica. Dal 2013 la Repubblica Popolare Cinese è diventata il maggiore paese esportatore al mondo di beni e anche la quota dei servizi sta progressivamente aumentando. Non è ancora la più grande economia commerciale, perché questo primato è degli Stati Uniti, ma il suo ruolo è cresciuto tanto da diventare protagonista sulla scena mondiale: la Cina è il primo partner commerciale di circa 130 paesi, mentre gli Stati Uniti lo sono per meno della metà. Insieme a essa si sono rafforzate anche altre economie: i cosiddetti paesi emergenti. Lo sviluppo di queste realtà, la cui potenzialità all'inizio era stata probabilmente sottostimata, ha provocato un cambiamento negli equilibri internazionali. Il mondo circoscrivibile al G7 sta progressivamente lasciando il passo, in termini di dimensioni economiche, alla somma dei paesi emergenti: dai Brics all'Arabia Saudita, dall'Indonesia alla Turchia. In altre parole, si è creata una mas-



**ALDO PIGOLI**  
docente presso l'Università  
Cattolica di Milano

sa critica che, in termini produttivi, di scambi commerciali e di apporto finanziario nelle operazioni di investimento, è diventata rilevante».

**È il Global South che fa sentire il proprio peso in misura più consistente?**

«Non amo molto utilizzare questo termine, perché penso si rifaccia a una visione in cui il mondo viene diviso in due parti, Nord e Sud, che ritengo storicamente e geograficamente superata. Ciò che si ha di fronte, oggi, è una sfida strutturale alla governance del G7 che appare non più in grado di gestire negoziatamente l'evoluzione del sistema internazionale, perché è diminuito il suo peso relativo, tant'è che ormai si parla sempre più spesso di G20

o di altri forse che coinvolgono un numero di paesi più ampio. Inoltre, sono cambiate le dinamiche produttive e commerciali e le filiere di approvvigionamento, che non sono più governate solo dal mondo occidentale: frequentemente si trovano aziende cinesi, indiane o turche che le controllano da monte a valle (vedi ad esempio il ruolo della Cina nella filiera produttiva delle auto elettriche)».

**Che cosa comporta ciò che ha appena descritto?**

«I vecchi modelli d'analisi, pur non essendo desueti, devono confrontarsi con l'evoluzione della situazione. Per quanto riguarda il futuro, c'è chi propugna una de-occidentalizzazione del sistema economico-finanziario, tema sempre più dibattuto a diversi livelli e diventato più che mai attuale. Tuttavia, nonostante questo percorso sia possibile da un punto di vista economico-commerciale, manca un importante ingrediente perché possa essere completato: la governance».

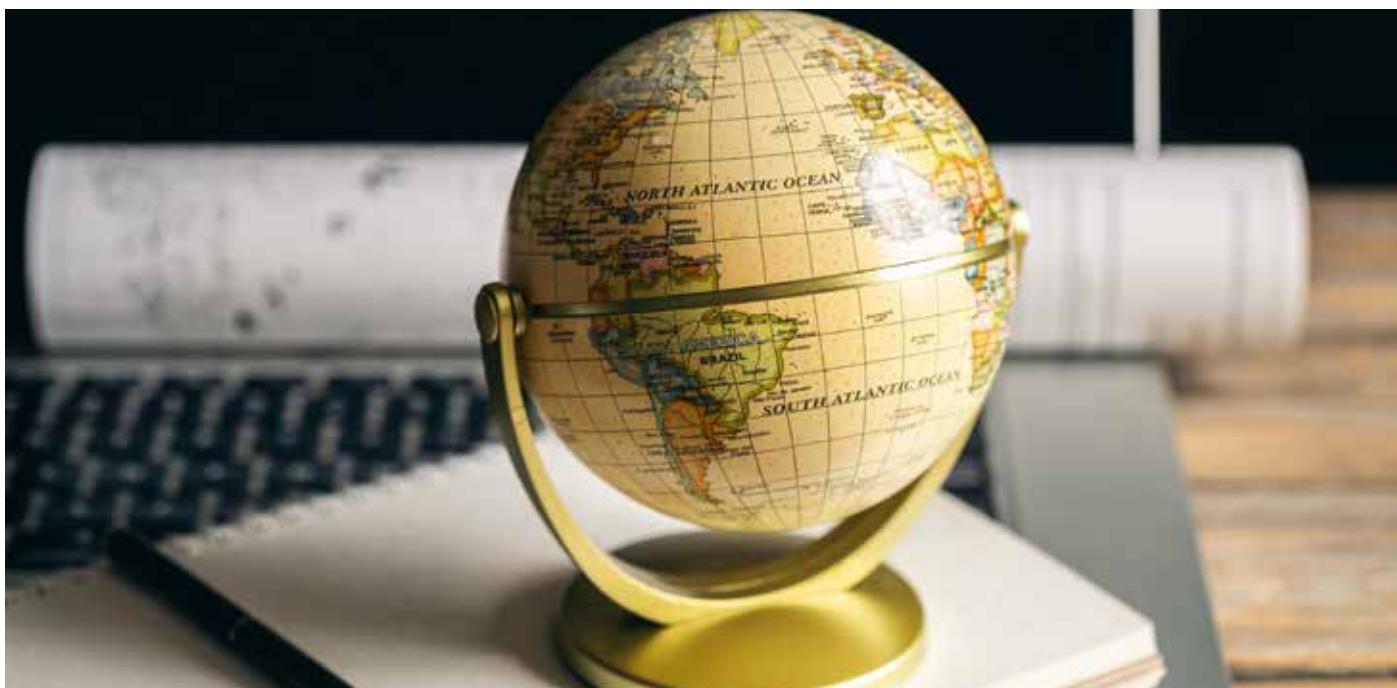
**Questi paesi non potrebbero adottarne una?**

«Nel mondo c'è stato per lungo tempo un controllo prevalentemente degli Usa e dell'Europa occidentale, che hanno condiviso una visione di fondo, hanno pacificato i loro rapporti e sono stati abbastanza uniti. Quando si parla di G20, è difficile trovare lo stesso tipo di coesione e la governance non solo non è condivisa, ma c'è

competizione tra i vari membri. La Cina e l'India non hanno un sistema economico-produttivo e finanziario integrato, così come l'Europa ha avuto con gli Usa e con il Giappone. È difficile pensare che i paesi emergenti riescano a creare un sistema simile perché, se anche la stessa Cina decidesse di assumere il ruolo da protagonista, ammesso che sia tra i suoi desiderata, non penso che gli altri paesi glielo lascerebbero fare, perché molti sono i conflitti di interesse. Inoltre, l'evoluzione geoeconomica del sistema internazionale, dalla seconda rivoluzione industriale a oggi, si è basata su un elemento di garanzia e omogeneità, che è la valuta: la sterlina prima e il dollaro poi. Qual è la divisa dei paesi emergenti che potrebbe sostituire il biglietto verde, visto che anche la stessa Cina non ha ancora liberalizzato pienamente il capital account?»

**Non si è quindi di fronte a un processo di de-dollarizzazione?**

«C'è una narrazione della de-dollarizzazione, ma quando sarà possibile che ciò avvenga? Le quote di controllo finanziario del dollaro, sia pubbliche, sia private, sono ancora elevate, nonostante siano diminuite rispetto al passato. L'idea che il Dragone tra 50 anni faccia una nuova Bretton Woods e il renminbi possa assurgere a contraltare del biglietto verde è un'ipotesi ancora tutta da dimostrare. Inoltre, Pechino sarà in grado di creare un consenso



come Washington ha saputo fare? Rispondere a questi quesiti significa tracciare concretamente le prospettive di evoluzione futura».

### **Rimangono però tante incertezze...**

«Sì, ma non vedo un futuro guidato dalle potenze emergenti, bensì un contesto in cui i membri del G7 continueranno a essere rilevanti e la resilienza economica degli Stati Uniti lo dimostra. La ragione è nel fatto che non c'è una convergenza strutturale e strategica tra Cina, India, Russia e Turchia, per citare alcuni stati, se non un racconto anti-occidentale, che è molto forte e vincente. Al momento attuale, il soft power cinese non può essere equiparato alla leadership statunitense. Siamo in una fase di transizione nella quale, relativamente parlando, è indubbio che stanno avvenendo cambiamenti importanti».

### **Si sta andando verso un nuovo modello di governance?**

«Credo che si stia andando verso un sistema più anarchico e complesso, così come lo dimostrano le crisi geopolitiche cui stiamo assistendo. Non è nella "vision" cinese governare il sistema internazionale, così come lo è stato per gli Stati Uniti, che sono nati con una concezione messianica del mondo portata avanti per tutto il '900 e nel secolo attuale. La Cina vuole diventare la prima potenza economica entro il 2049, centenario della nascita della repubblica e questo è il suo obiettivo prioritario».

### **Non ritiene che ci siano elementi per dire che si sta assistendo a una decadenza dell'occidente?**

«Sono tra coloro che sostengono che demograficamente, economicamente, politicamente e militarmente l'occidente sta decadendo rispetto al resto del mondo: non si può più pensare a Roma caput mundi! Ciononostante, non sono certo di quale sarà la governance futura, perché proprio i due attori maggiormente protagonisti della crescita economica mondiale attuale, la Cina e l'India, sono concorrenti tra loro e hanno due visioni diverse del mondo. E lo stesso tipo di considerazione può essere fatta anche per altri paesi del blocco emergente: ciascuno cammina lungo la propria strada senza una strategia di lungo periodo. Ne consegue che, anche da un punto di vista geopolitico, non è chiaro dove si stia andando, perché l'attore che si contrappone agli Stati Uniti non ha sino a oggi mostrato di volere guidare il sistema internazionale e come farlo».

### **C'è però un tema al quale tutti i paesi sono chiamati a dare risposte concrete: la transizione ecologica. Chi farà da guida affinché gli obiettivi che ci si è dati siano rispettati?**

«È un'emergenza e, anche in questo caso, c'è un problema di governance. Sarà curioso vedere che cosa accadrà durante la Cop 28 di Dubai, perché in quell'occasione sarà possibile constatare che anche in quella parte del mon-

do, il cui sviluppo è stato guidato dalla produzione ed esportazione di idrocarburi, viene percepita la necessità di andare verso un abbattimento delle emissioni di carbonio. Inoltre, gli Emirati Arabi sono un paese che è un esempio della trasformazione geoeconomica del mondo. Detto ciò, chi guida la transizione è chi ha le risorse per poterlo fare? Al momento, l'area in cui l'efficientamento energetico e il tentativo di stabilire limiti significativi alle emissioni di CO2 sono più evidenti è l'Unione Europea, che in questa partita si gioca il suo futuro. Se la Ue sarà capace di rappresentare il modello da seguire, potrà acquisire una leadership, ma, allo stesso tempo, per rispettare i limiti che si è imposta, andrà incontro a un indebolimento».

### **Perché pensa che ci possa essere un indebolimento del Vecchio continente?**

«Perché fissare dei vincoli limita la crescita economica, almeno nel breve-medio periodo, e andare verso la svolta green significa cambiare la struttura geoeconomica del mondo, con la preminenza di nuove filiere di approvvigionamento che sono diverse da quelle che sinora l'occidente ha controllato. Stiamo vivendo ancora la transizione ecologica come una questione etico-morale, senza renderci pienamente conto dei mutamenti in atto. Se si passa da un sistema produttivo a un altro, la domanda da porsi è chi ne controlla i gangli. Da questo punto di vista, la Cina è già paleamente vantaggiata e bisogna interrogarsi su tutti gli altri paesi. Tuttavia, la grande differenza rispetto al modello che ha caratterizzato lo sviluppo degli ultimi 70 anni è che, anche in questo caso, non è chiara la governance».

### **Fa paura un mondo senza una governance?**

«Sì, perché l'anarchia porta verso "bellum omnium contra omnes" ("la guerra di tutti contro tutti"). Quando le regole non sono più condivise fra tutti, ma frutto di patti tra un numero limitato di controparti all'interno di un sistema globale, si creano attriti e tensioni. Ciò, però, fa parte della storia del mondo: le transizioni sono sempre state critiche e conflittuali. Oggi siamo in una fase di passaggio che è molto rapida e ha, al suo interno, un elemento nuovo: la tecnologia, che velocizza e radicalizza tutto. Indubbiamente, viviamo in un mondo più complesso».



# Parte in Italia la seconda fase di sperimentazione

**a cura di Laura Grassi, direttrice, e Alessandro Faes, ricercatore,  
dell'Osservatorio Fintech & Insurtech del Politecnico di Milano**

La crescente spinta verso l'innovazione digitale sta rivoluzionando il panorama finanziario globale. Questo processo, iniziato oltre un decennio fa e accelerato durante la pandemia, ha portato a cambiamenti sistematici e a servizi innovativi che ridefiniscono il modus operandi degli istituti finanziari. Considerando l'alta regolamentazione cui sono soggetti i servizi finanziari, l'innovazione in questo mondo non può prescindere dal coinvolgimento delle autorità regolamentari, che nel corso dei decenni hanno sempre più assunto un approccio proattivo, dialogando con gli attori di mercato e introducendo strumenti sempre nuovi. Le sandbox regolamentari rappresentano uno di questi strumenti, con l'obiettivo di stimolare l'innovazione attraverso un dialogo costante tra autorità e operatori regolamentati. Il Regno Unito, riconosciuto a livello mondiale per il suo ecosistema

finanziario innovativo, ha aperto la strada, istituendo nel 2016 la prima Regulatory sandbox, e ha posto le basi per un nuovo modello di sperimentazione. Diversi paesi in tutto il mondo hanno dato seguito all'esempio. Tra i primi, Hong Kong, Singapore, Emirati Arabi Uniti, oltre ad alcuni stati europei come i Paesi Bassi, la Danimarca, la Polonia e la Lituania. In Italia, dopo un ampio dibattito, è stata istituita una sandbox regolamentare con una legge del giugno 2019 che ha portato, nel 2021, all'avvio della prima fase di sperimentazione, successivamente rinnovata per una seconda fase che prenderà il via nel 2024, con le candidature aperte dal 3 novembre al 5 dicembre 2023.

## **UNO SPAZIO DELIMITATO**

Ma che cosa significa esattamente sandbox regolamentare? Il termine sandbox, che



**LAURA GRASSI**  
**direttrice dell'Osservatorio**  
**Fintech & Insurtech**  
**Politecnico di Milano**

richiama l'immagine di uno spazio delimitato in cui i bambini giocano in sicurezza nella sabbia, viene utilizzato nel contesto informatico per indicare un'area di test in cui gli sviluppatori sperimentano e provano nuovi programmi prima del loro lancio definitivo. Declinato in ambito finanziario, con il termine sandbox si fa riferimento a un ambiente di sperimentazione per attività finanziarie regolamentate, come quelle bancarie o assicurative, in relazione, ad esempio, allo sviluppo di nuovi prodotti o all'introduzione di nuovi servizi sul mercato. A seconda di come la sandbox è configurata, l'autorità di vigilanza può concedere ai partecipanti deroghe normative transitorie durante l'implementazione del progetto, fornendo al contempo assistenza nell'interpretazione e nell'applicazione delle norme durante la fase di sperimentazio-

ne. Le attività finanziarie sono infatti spesso soggette a regolamentazioni e, poiché influenzano questioni di interesse pubblico, come la tutela dei consumatori o la prevenzione del riciclaggio di denaro, richiedono l'autorizzazione o la registrazione da parte dell'autorità competente.

Uno degli esempi più noti è la sandbox promossa dalla Fca, l'autorità di regolamentazione finanziaria del Regno Unito. Avviata nel 2016 come parte del programma Innovate, ha coinvolto oltre 150 aziende nel testare prodotti, servizi e modelli di business innovativi direttamente sul mercato, con il supporto dei regolatori, nel rispetto di un quadro normativo adeguato. L'interesse e la tutela del consumatore sono sempre stati al centro dell'iniziativa: le aziende partecipanti devono garantire che il beneficiario ultimo dell'innovazione che viene testata sia il consumatore e che esso venga protetto in ogni fase. Oltre ad assicurare la tutela di quest'ultimo, questa iniziativa riduce i tempi di lancio sul mercato per soluzioni innovative, migliora l'accesso ai finanziamenti per i partecipanti e riduce l'incertezza normativa nel complesso.

### **L'ESPERIENZA INGLESE**

È fondamentale notare che la sandbox della Fca fa parte di un programma completo di supporto agli operatori innovativi. Nel corso degli anni, l'autorità ha introdotto strumenti come la "nursery", uno spazio con cui mantiene un contatto stretto con le nuove aziende subito dopo che hanno ricevuto l'autorizzazione a operare, fornien-



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

do supporto e intervenendo, se necessario, per guidarle nella giusta direzione. È stato dato il via libera anche ad adattare le regole del programma alle esigenze del mercato, passando da una divisione in cohort fisse annuali a un modello di domande e ammissioni continue; è stata offerta un'opzione online anche durante la pandemia. Ciò riconosce che la sandbox, da sola, non può fornire tutti i benefici senza innovazioni continue nell'approccio del regolatore. In Italia, il legislatore ha istituito la Regulatory sandbox nel giugno 2019, ufficialmente entrato in vigore il 17 luglio 2021, dopo una fase preparatoria di definizione delle condizioni e delle modalità, prevedendo anche la designazione di un Comitato fintech quale cabina di regia istituita presso il Mef, con il compito di delineare gli obiettivi e mediare tra operatori del settore e autorità di vigilanza. La sandbox regolamentare italiana rappresenta un ambiente controllato in cui gli operatori del settore fintech possono testare soluzioni innovative nell'ambito bancario, finanziario e assicurativo per un massimo di 18 mesi. Questi operatori beneficiano di un quadro regolamentare semplificato e di una supervisione costante, gestita dalle tre autorità di vigilanza italiane: Banca d'Italia per il settore bancario e finanziario, Ivass per quello assicurativo e Consob per gli investimenti.

### **ALCUNE CRITICITÀ IN ITALIA**

Con l'avvicinarsi dell'avvio della seconda fase di sperimentazione, è stata effettuata una valutazione della prima fase da parte di tutti gli stakeholder interessati. Se, da un lato, la prima parte si è chiusa con un bilancio positivo, grazie all'interesse suscitato e



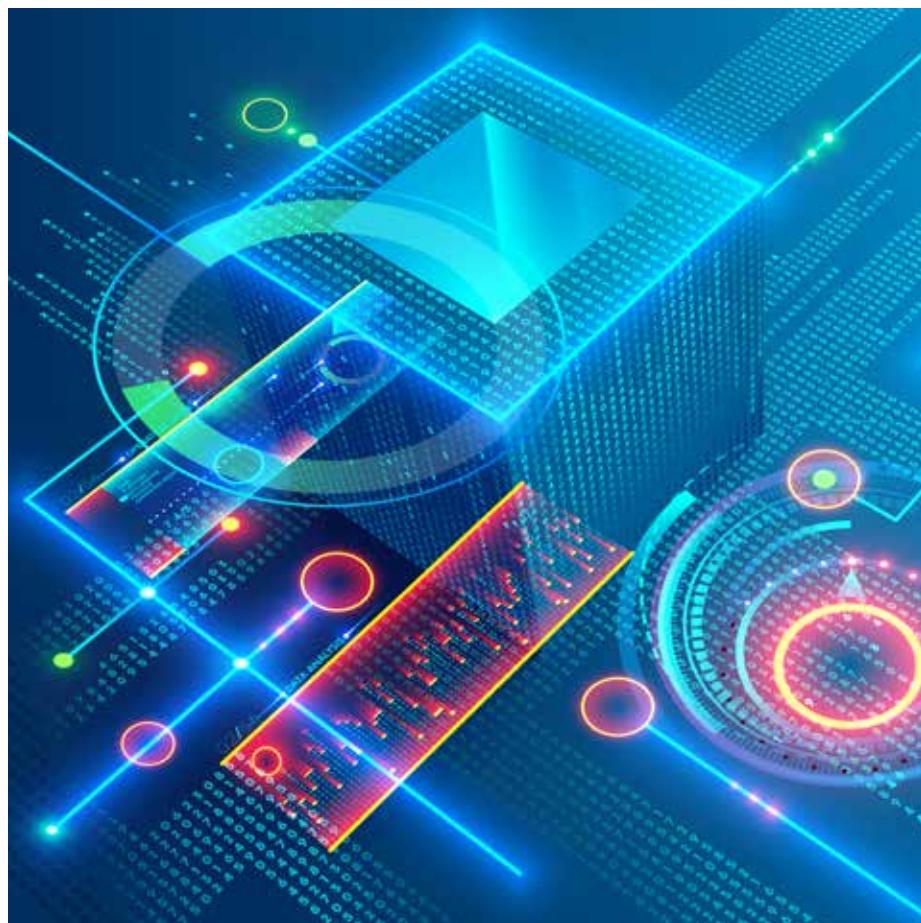
alle numerose candidature ricevute, dall'altro, ha evidenziato alcune criticità intrinseche allo strumento come originariamente concepito e disciplinato dal legislatore, che rischiano di ridurne l'efficacia e i benefici complessivi.

Nella prima fase, su 38 candidature ricevute, sono stati ammessi 16 progetti, un risultato che, facendo un raffronto, si equipara alle 18 iniziative ammesse dalla controparte inglese. La Banca d'Italia ha supervisionato 13 progetti che coinvolgevano operatori bancari, finanziari e startup fintech di varia natura, mentre l'Ivass ha avviato tre sperimentazioni nel settore assicurativo. Tuttavia, la Consob non ha potuto ammettere alcun progetto, principalmente a causa di alcuni requisiti d'ingresso rivelatisi troppo rigidi, che necessitano di avere già un'autorizzazione a operare o un'iscrizione a un albo Consob. La stessa autorità ha spesso riconosciuto queste strettoie come fattori che hanno limitato notevolmente il numero di possibili aziende candidabili, contraddicendo parzialmente l'obiettivo stesso della sandbox di essere un luogo per testare soluzioni di aziende innovative.

## IL RUOLO DELL'OSSESSORIO

Durante questi mesi, il Parlamento e le autorità hanno organizzato diversi incontri con gli stakeholder per promuovere riflessioni sui prossimi sviluppi e le possibili correzioni in vista dell'apertura della seconda finestra di sperimentazione. In diversi momenti si sono incontrati legislatore, autorità regolamentari, associazioni, studi legali, aziende pubbliche e università, con un ruolo centrale dell'Osservatorio Fintech & Insurtech del Politecnico di Milano, che ha partecipato con l'intervento della direttrice Laura Grassi alla conferenza presso la Camera dei deputati e all'incontro "Sviluppi e opportunità della sandbox regolamentare", organizzato presso il Ministero dell'economia e finanze. Negli incontri sono emerse esigenze di semplificazione nella comunicazione e nella verifica dei requisiti d'ingresso alla sandbox, con l'obiettivo di ridurre i costi legali e di compliance sostenuti dalle fintech, in particolare quelle meno strutturate. La Consob, inoltre, negli scorsi mesi ha ottenuto l'approvazione di una norma che consente per la seconda finestra l'accesso anche a operatori non ancora autorizzati.

I dati dell'Osservatorio Fintech & Insurtech confermano la necessità di una revisio-



ne in questi termini: il 46% delle startup fintech & insurtech italiane si dice interessato alla sandbox regolamentare, indipendentemente dal fatto che rientrino o meno nell'ambito regolamentato dalle autorità di vigilanza. La sandbox rappresenta un'opportunità di crescita per queste startup, poiché consentirebbe di ridurre i costi, sperimentare nuove soluzioni e prodotti, ottenere una sorta di certificazione di qualità e rispettare la normativa vigente in modo più efficiente. Tuttavia, molte di queste aziende, pur ritenendo la sandbox utile, esitano a sperimentarla a causa dei requisiti rigorosi, delle procedure d'ingresso poco chiare e dei costi accessori legati alla candidatura, che devono essere sostenuti senza alcuna certezza sull'effettiva ammissione. Tuttavia, pur ammettendo modifiche alle procedure, per le autorità pubbliche rimane fondamentale il principio che prevede che possano sostenere l'innovazione solo se quest'ultima è chiaramente finalizzata all'interesse e al benessere del sistema complessivo e della collettività, mantenendo la necessità di alcuni requisiti stringenti per l'accesso alla sperimentazione. Rimane, inoltre, aperto un dibattito sull'autonomia

operativa della sandbox e sul suo ruolo all'interno di un insieme più ampio di strumenti per sostenere gli attori innovativi.

## INIZIATIVE AGGIUNTIVE

Le autorità hanno nel tempo introdotto iniziative aggiuntive, come il Milano Hub, il centro di innovazione realizzato dalla Banca d'Italia per sostenere l'evoluzione digitale del mercato finanziario, che funge da luogo, sia fisico, sia virtuale, dove la Banca d'Italia assiste gli operatori, collabora allo sviluppo di progetti e favorisce la qualità e la sicurezza di specifiche innovazioni finanziarie; o il canale fintech di Banca d'Italia e i meccanismi di interlocuzione informale con Consob, punti di contatto con i quali gli operatori possono dialogare in modo rapido e informale con le autorità, presentando progetti basati su tecnologie innovative. Queste iniziative dimostrano i progressi del sistema italiano, ma mostrano anche che c'è ancora un lungo cammino da percorrere per raggiungere i livelli di innovazione dei sistemi istituzionali come quello del Regno Unito, che hanno sperimentato e adattato i propri strumenti per oltre sette anni.

# Valutazioni attrattive nel debito emergente

a cura di **Pinuccia Parini**

I rendimenti obbligazionari sono saliti. Quali opportunità cogliere in questa asset class è tema di discussione con **Arif Joshi**, portfolio manager e analista nel team dei mercati emergenti di **Lazard Asset Management**.

## **In un contesto in cui permane l'incertezza sulla crescita globale e il dollaro resta forte, l'investimento in bond di qualità non ha premiato. Che cosa ne pensa?**

«All'inizio del 2023 le nostre aspettative erano che la Fed avrebbe terminato il rialzo dei tassi prima di quanto non stia, di fatto, avvenendo e che l'economia americana, nell'attuale fase dell'anno, avrebbe già iniziato a mostrare segnali di rallentamento. La realtà è che la Banca centrale non ha allentato la politica monetaria e che l'attività economica negli Usa è stata più resiliente delle attese. Lo scenario che si è così materializzato non ha favorito il debito governativo e il credito lg. Inoltre, proprio l'outperformance dell'economia americana ha attratto significativi flussi d'investimento, soprattutto nel mercato monetario (oltre un trilione di dollari) e ciò spiega la forza della moneta Usa».

## **Guardando al futuro, che cosa ci si deve attendere?**

«La regola generale del mercato del reddito fisso è che i rendimenti raggiungono il picco quando il mercato è assolutamente certo che non ci saranno ulteriori aumenti dei tassi d'interesse. La maggior parte dei paesi emergenti ha posto fine a misure di politica monetaria restrittiva circa sei mesi fa e i rendimenti hanno iniziato a scendere. La domanda da porsi è quando la Fed terminerà i rialzi e, per il momento, il mercato sembra credere che ci si debba attendere un altro incremento. Prima che i rendimenti dei Treasury Us tocchino il picco, bisognerà attendere o che il rialzo avvenga o che i dati macroeconomici rivelino che non è più necessario farlo. Noi pensiamo che ciò possa avvenire entro la fine di quest'anno».

## **La forza del dollaro, però, non è un fattore positivo per il debito dei paesi emergenti...**

«Abbiamo individuato tre situazioni che potrebbero provocare un indebolimento



**ARIF JOSHI**  
portfolio manager e analista  
nel team dei mercati emergenti  
Lazard Asset Management

del biglietto verde. La prima è la certezza del mercato che la Fed ha finito di alzare i tassi, la seconda è il deterioramento delle condizioni economiche americane e la terza è una ripresa dell'economia al di fuori degli Stati Uniti. Delle tre ipotesi menzionate, crediamo che quella che ha le maggiori possibilità di realizzarsi sia la prima».

**Non pensa, però, che esista anche un rischio geopolitico che potrebbe favorire il dollaro?**

«È difficile fare previsioni sulle valute. Noi sottoscriviamo la teoria del "dollar smile", secondo la quale, se l'economia degli Usa cresce sopra il suo potenziale e il resto del mondo si trova nella condizione opposta, il dollaro si apprezza e ciò è accaduto dal 2011 a oggi. La posizione migliore per un investitore nel debito emergente è di trovarsi alla base dello "smile", quando il resto del mondo sovraperforma il suo potenziale di crescita, mentre gli Usa lo sottoperfanno, così come è avvenuto tra il 2001 e il 2010. In merito al rischio geopolitico, il problema è che di fronte a uno shock esogeno, come una guerra o una pandemia, la reazione degli investitori è trovare un investimento che funga da rifugio, che viene solitamente identificato nel dollaro, nel franco svizzero, nello yen, nei Treasury e nel Bund: è il cosiddetto "flight to safety". Quindi, se, ad esempio, ciò che sta avvenendo in Medio Oriente si allargasse in modo significativo, una simile risposta degli investitori si potrebbe manifestare, cosa che, per il momento, non è ancora accaduta, a

differenza di quanto è avvenuto durante la crisi delle banche regionali americane lo scorso marzo».

**Per quanto riguarda il debito emergente, ritiene più interessante investire nei paesi che hanno già iniziato a tagliare i tassi?**

«In passato, una volta che le banche centrali avevano raggiunto la fine del ciclo di rialzi, c'era una forward guidance che permetteva di iniziare a comperare i titoli obbligazionari di quegli stessi paesi nella fase conclusiva degli aumenti. Questa volta, però, è differente, perché sono stati sottostimati diversi elementi: la durata del ciclo economico, l'incremento dei tassi e il momento in cui le banche centrali avrebbero iniziato a tagliare. Ora l'approccio più sicuro è aspettare sino a che non si sia al cento per cento certi che ci si sta avviando verso una conclusione dell'attuale periodo di rialzi; ciò significa attendere almeno una riunione dopo che le banche centrali hanno annunciato che sono prossime a una svolta. Quindi, i Paesi ai quali va la nostra preferenza sono, per la maggioranza, quelli dove i tassi d'interesse sono stati già tagliati (Brasile, Perù, Polonia, Cile, Ungheria), mentre manteniamo una posizione attendista nei confronti del restante universo emergente, che, generalmente parlando, ha concluso la stagione dei rialzi, ma potrebbe offrire alcune sorprese, come è successo in Indonesia. Inoltre, crediamo che siano necessarie evidenze concrete che gli Stati Uniti hanno finito il loro ciclo di rialzo dei tassi, prima di aggiungere duration al debito emergente denominato in dollari».

**Quali sono, invece, i mercati sui quali siete sottopeso?**

«I più importanti sottopesi che abbiamo sono in Cina e in Tailandia. Siamo in un mondo in cui sono presenti differenti cicli economici. La Repubblica Popolare Cinese ha iniziato a tagliare i tassi oltre un anno fa e, per questa ragione, è prossima a concludere questa fase, mentre altri stati o vi sono appena entrati o stanno per farlo. Il risultato di ciò è che, sia i tassi reali, sia quelli nominali sono molto più bassi di quanto non siano in altre regioni nel mondo. Il motivo del sottopeso

in Tailandia risiede, invece, nella delicata situazione politica della nazione e, anche in questo caso, nei bassi rendimenti delle obbligazioni. Un elemento di cui bisogna essere sempre consapevoli, soprattutto quando si investe nei mercati emergenti, è costituito dagli aspetti fiscali: ogni volta che un paese inizia a perdere disciplina fiscale è per noi un segnale di preoccupazione, sia negli investimenti in valuta locale, sia in quelli in hard currency».

**Oltre ai titoli governativi, investite anche nelle obbligazioni societarie?**

«Sì, ci piacciono particolarmente e investiamo in emissioni denominate in dollari, che hanno in media una duration di quattro anni, ossia circa la metà dei titoli governativi; inoltre, i titoli corporate hanno anche un minore rischio ascrivibile a fattori macroeconomici. Investiamo, tendenzialmente, in emittenti che appartengono a paesi nei confronti di quali abbiamo una view positiva».

**Qual è il rischio maggiore per i mercati emergenti?**

«Le valutazioni dei bond non sono mai state così attrattive in termini di rendimento da due decadi a questa parte. In questo scenario, il rischio più grande è che ci siano società e paesi nel mondo che non hanno avuto problemi in un contesto di tassi d'interesse tra il 2% e il 5%, ma non appena il costo di finanziamento superasse questi livelli, potrebbero incontrare notevoli difficoltà: quando i tassi si muovono in modo così consistente e veloce, è inevitabile che generino tensione nel tessuto economico. Per questo motivo, ci attendiamo un aumento dei tassi di fallimento per le aziende, per gli stati e per le aree più vulnerabili; in termini di merito di credito, sono quelle con rating B e CCC. Abbiamo già assistito a una serie di default a livello di paese (Zambia, Suriname, Libano, Sri Lanka), ma ci attendiamo che aumentino e pensiamo che, se l'economia non si riprendesse in maniera consistente o i rendimenti non scendessero in modo significativo, molti stati già in difficoltà potrebbero diventare vulnerabili. Crediamo che, ai livelli attuali, si possa essere remunerati investendo in titoli Ig e BB».

# Asia, la scoperta del Sud

**a cura di Boris Secciani**

Fino a pochi mesi fa investire nel Far East significava puntare quasi esclusivamente sulla Cina, ma oggi, con il Dragone che sembra dibattersi nelle difficoltà, sta crescendo l'interesse nei confronti di diverse altre realtà, in maggioranza concentrate nel Sud dell'Asia. A parlarne è **Sukumar Rajah**, senior managing director e director of portfolio management di **Franklin Templeton Emerging Markets Equity**.

**Come gestite il vostro portafoglio sulle azioni asiatiche?**

«Va premesso che gestisco dal 2013 una strategia incentrata sulle azioni indiane e dal 2018 anche una strategia con focus sui mercati asiatici. Il punto fondamentale della nostra filosofia di investimento è focalizzarsi sul valore intrinseco delle società sulle quali investiamo, con l'obiettivo di costruire le nostre posizioni quando le valutazioni sono convenienti rispetto al potenziale di crescita. La nostra attenzione è rivolta ad aziende solide, con modelli di business competitivi e in grado di generare un elevato e consistente incremento dei profitti. Di conseguenza, il nostro portafoglio è incentrato su posizioni di lungo periodo: basti pensare che deteniamo l'azione di Infosys, il maggiore gruppo It indiano, da circa 30 anni. Durante questo periodo la capitalizzazione è passata da circa 100 milioni di dollari a 100 miliardi. Il nostro obiettivo è individuare sto-

rie di crescita secolare di questo tenore».

**L'Asia continua a essere l'area economicamente più dinamica del mondo, ma la leadership della crescita sembra passata dalla Cina ai paesi più a sud. Come giudica la situazione?**

«Sicuramente oggi la Repubblica Popolare costituisce l'elemento di incertezza maggiore che pesa sui mercati asiatici. Si tratta di un paese che ha fatto enormi investimenti in istruzione e che vanta capitale umano vasto e di qualità eccellente. Di conseguenza, sicuramente sul medio e lungo termine, probabilmente nel corso del prossimo decennio, l'economia cinese riuscirà a venire fuori dalle difficoltà che oggi la attanagliano. Ciò che però ha sorpreso gli investitori è il fatto che i problemi sono esplosi tutti contemporaneamente. Ad esempio, che la demografia locale fosse molto preoccupante non era certo una novità, così come si conoscevano da tempo le criticità del comparto immobiliare, ma le autorità si stanno trovando in difficoltà a gestire insieme un improvviso e più rapido invecchiamento della popolazione e la crisi di alcuni grandi gruppi del real estate scambiata di recente».

**Ritenete che il deterioramento delle relazioni con l'occidente sia un fattore destinato a pesare a lungo?**



**SUKUMAR RAJAH**  
senior managing director e  
director of portfolio management  
**Franklin Templeton Emerging  
Markets Equity**

«Ovviamente, la questione delle tensioni geopolitiche con gli Stati Uniti ha aggiunto un ulteriore dimensione di incertezza al quadro: questi ultimi, ad esempio, non avevano mai affermato ufficialmente che avrebbero difeso Taiwan militarmente in caso di conflitto. Da questo punto di vista, però, non condividiamo il cupo pessimismo che si legge in molte analisi. Al di là degli atteggiamenti da falco dei rispettivi politici, la diplomazia sta continuando a lavorare nell'ombra per tenere i canali di collaborazione aperti ed evitare una crisi disastrosa per l'economia globale».

#### **Dove vedete le migliori opportunità nell'area?**

«Tra le economie più mature del Nord-Est dell'Asia vi sono diverse occasioni di investimento interessanti, aiutate anche da valutazioni convenienti. In particolar modo in Corea del Sud, un'economia caratterizzata da un tasso di crescita del Pil robusto e stabile, il comparto dei microchip e quello dell'auto stanno vivendo una fase di consolidamento e di miglioramento della governance aziendale. Molte aziende locali vantano una posizione di assoluto dominio in diverse tecnologie chiave».

#### **Qual è, invece, il quadro che sta emergendo oggi nelle grandi economie del sud del continente?**

«Attualmente nazioni come l'India e l'Indonesia stanno vivendo una fase di accelerazione della crescita economica che, unita al loro peso demografico, le sta rendendo economie sempre più importanti per l'andamento del Pil globale. Il driver principale di questo pro-

cesso è dato dai consumi, settore nel quale si trovano aziende che operano con modelli di business altamente innovativi e in grado di mostrare un forte potenziale di crescita per molti anni a venire».

#### **Concentriamoci sul gigante indiano: quali sono i temi sui quali puntate?**

«Partiamo da un semplice elemento: è stato sottolineato negli scorsi mesi che l'India è diventata il Paese al mondo con la maggiore popolazione. A ciò va aggiunto il fatto che la sua percentuale sul totale mondiale (intorno al 18%) è la più elevata mai vista nel corso della storia. Si tratta, dunque, di una realtà immensa, dove le dimensioni dei mercati e dei nuovi trend di consumo sono enormi, anche se riguardano una quota minoritaria della popolazione. Di conseguenza, all'interno dell'equity indiano si possono trovare nomi caratterizzati da una crescita elevatissima, forti Roe e una capacità manageriale notevolissima. Le valutazioni tendono, in linea con le caratteristiche piuttosto growth dei listini locali, a non essere basse, ma non va scordato che l'India vanta un azionario di grandi dimensioni ed estremamente diversificato, dove è sempre possibile individuare opportunità con le caratteristiche che cerchiamo».

#### **Potrebbe fornire alcuni esempi?**

«Un gruppo come Hindustan Unilever da anni mostra un livello di margini, utili e Roe molto più elevati rispetto a quelli della casa madre. Il nostro obiettivo, dunque, è scovare future storie di successo comparabili. Per fare ciò, bisogna partire da un dato essenziale: l'India ha una popolazione giovane e con un tasso di urbanizzazione ancora piuttosto basso. Ciò fa sì che oltre il 60% delle persone uti-

lizza l'e-commerce, ma con una frequenza di acquisti alquanto contenuta. Al tempo stesso, le metropoli del paese sono caratterizzate da una classe media in piena espansione e da situazioni di congestione, mancanza di spazio e prezzi degli immobili commerciali elevati. Queste caratteristiche spingono, ad esempio, il settore della ristorazione a domicilio a vivere un vorticoso sviluppo. Grazie all'ampia disponibilità di manodopera, infatti, i costi sono molto più contenuti rispetto a quelli di servizi equivalenti in Europa. Il comparto vede due gruppi, entrambi estremamente competitivi, in posizione di leadership. Questi ultimi, inoltre, si stanno espandendo nell'ambito della consegna della spesa: si tratta di una nicchia perfettamente adatta alla realtà cittadina indiana, nella quale costruire punti vendita della grande distribuzione è difficile e molto costoso. I leader in questo campo sono peraltro in grado di operare le consegne in meno di un'ora. Si tratta di servizi che grosso modo il 20% degli indiani si può permettere: anche se è una quota minoritaria, parliamo comunque di un mercato potenzialmente non molto inferiore a quello dell'intera popolazione statunitense».

#### **Infine, come giudicate il quadro dei servizi finanziari indiano?**

«Nel settore bancario vi sono ottimi gruppi, caratterizzati da un forte focus sulla tecnologia, un'alta qualità degli asset e un valido controllo del rischio. L'India ha compiuto enormi passi in avanti verso la digitalizzazione del proprio complesso dei pagamenti, che oggi presenta un grado di efficienza maggiore anche rispetto alla Cina. Certo, non vi sono più i tassi di crescita del passato, ma le potenzialità di espansione del comparto bancario rimangono molto elevate».



# Valore nell'high yield

**a cura di Pinuccia Parini**

Dopo anni di tassi vicini allo zero, il mercato obbligazionario ha attirato l'interesse di molti investitori grazie ai livelli di rendimento raggiunti. Come cogliere le opportunità che l'asset class offre, in particolare dal punto di vista del credito, è tema di confronto con **Alessandro Pellegrino**, head portfolio manager e gestore di **Low Volatility European Income Fund-Esg Selection** di **Arcano Partners**.

**C'è una vivace discussione nel mercato sulle future decisioni delle banche centrali e sulla lettura del contesto macroeconomico. Che cosa ne pensa?**

«La peculiarità del momento attuale stimola sicuramente il confronto e genera diversi scenari all'interno dei quali vengono formulate strategie di investimento. Noi, però, pensiamo che proprio in queste fasi, quando dominano le variabili macroeconomiche, sia importante guardare al mercato del credito considerando la specificità delle singole emissioni per valutarne il valore. Oggi, ciò che emerge è che, nonostante l'incertezza generale che pesa sui corsi dell'asset class, esistono alcune opportunità da cogliere offerte da società che sono difensive e anticicliche. In altre parole, siamo in presenza di titoli con cedole che possono coprire tutte le eventuali perdite. Il nostro obiettivo è indi-

viduarle per generare un reddito anche in fasi di mercato negative e, dall'inizio di quest'anno, la remunerazione in termini di spread e total yield è decisamente attrattiva».

**Low Volatility European Income Fund-Esg Selection è il fondo che lei gestisce. Qual è la struttura del portafoglio?**

«È un prodotto Ucits con un'elevata protezione del capitale nell'ambito del reddito fisso societario europeo, nello specifico nel segmento Hy. La strategia mira a isolare il reddito, cioè la componente cedolare ricorrente di qualsiasi investimento in fixed income, che rappresenta il principale driver di rendimento a lungo termine. Per raggiungere l'obiettivo, limitiamo la volatilità attraverso una gestione conservativa del rischio di duration e di quello di credito. In primo luogo, sovrappesando investimenti a tasso variabile e a breve termine con una sensibilità minima ai movimenti dei tassi d'interesse; in secondo luogo, limitando il rischio di credito attraverso l'esposizione a strumenti garantiti e senior, i quali occupano una posizione preferenziale nella struttura del capitale. La componente bond floating rate pesa per il 35%, quella delle obbligazioni a tasso fisso con duration di circa tre anni è il 40%, mentre circa il 20% è costituito da titoli con duration sotto i due anni. La parte restante è liquidità. In media



**ALESSANDRO PELLEGRINO**  
head portfolio manager e gestore  
**Low Volatility European Income**  
**Fund-Esg Selection**  
**Arcano Partners**

sono obbligazioni BB, anche se i floating rate sono soprattutto B+».

**Come gestite la duration del portafoglio?**

«La manteniamo strutturalmente corta e abbiamo un'allocazione più alla parte senior secured che a quella unsecured dei bond nei quali investiamo. La ragione di fondo è che ci piace avere fondi che generino un income stabile, che nel reddito fisso è la cedola. Quindi, se si vuole isolare il ritorno, si deve automaticamente rompere le due correlazioni fondamentali con la duration e la volatilità degli spread. Per proteggere il coupon, una duration corta permette di difendersi dalla volatilità dei tassi d'interesse e il senior secured dalla volatilità legata agli spread. La strategia descritta ha permesso al fondo Low Volatility European Income Fund-Esg Selection di avere un elevato Sharpe ratio».

**La sua premessa è stata di non lasciarsi catturare dalle letture macroeconomiche delle dinamiche di mercato. Tuttavia, la situazione corrente fa intravedere alcuni rischi?**

«Il processo di selezione degli attivi viene effettuato attraverso un'accurata analisi bottom-up del credito societario. I titoli Hy BB, con un prezzo sotto i 90, agli spread attuali, presentano maggiore convessità (relazione tra la duration e i tassi di interesse) e sono molto interessanti. Inoltre, prestiamo una forte attenzione alla scelta degli emittenti: cerchiamo price maker, che dominano la ca-

tena del valore, e che, tendenzialmente, sono anticyclici. Circa l'80-90% dell'universo in questione appartiene a settori quali l'healthcare, i servizi, le infrastrutture e il food & beverage, mentre non sono presenti emissioni del comparto finanziario (a esclusione dei servizi finanziari) e delle materie prime, per la scarsa prevedibilità della redditività futura. In termini di rendimento, al netto della volatilità, l'Hy in Europa ha fatto meglio dell'azionario, per esempio, negli ultimi vent'anni (2003-2023)».

**Di fatto, da inizio anno, la performance delle obbligazioni societarie Hy ha sorpreso al rialzo. Qual è, secondo lei la motivazione?**

«Ci sono due aspetti fondamentali. Il primo è da ascrivere al fatto che le imprese hanno continuato, nella maggioranza dei casi, a generare flussi di cassa particolarmente positivi, in un contesto in cui il rischio di default dovrebbe aumentare, visti i costi più alti per l'inflazione e i tassi di interesse più elevati: nonostante le tensioni sul quadro macro, quello micro è risultato migliore delle attese. Ciò ci ha portato a pensare che ci fosse del valore e che, ai livelli raggiunti, fosse difficile perdere capitale. Inoltre, guardando alle emissioni dei bond, dal 2022 sino agli inizi del 2023, per il mercato dei titoli BB il prezzo medio era tra

l'80% e l'85% del valore nominale, che è, di fatto, il valore del tasso di recupero in caso di default. Anche se quest'ultimo evento fosse avvenuto ai prezzi citati, l'investitore avrebbe comunque recuperato il capitale investito, salvo qualche cedola probabilmente andata persa. La seconda motivazione, invece, è l'elevato rendimento offerto da queste obbligazioni».

**Non c'è il rischio che lo stato di salute delle imprese si deteriori, soprattutto in Europa dove l'economia sembra più debole?**

«Lo spettro della recessione continua a essere presente, anche perché il trasferimento delle politiche monetarie al tessuto economico richiede tempo ed è un rischio che deve essere tenuto in considerazione, soprattutto nel mercato del credito Hy. L'Europa è in una situazione peggiore degli Stati Uniti? Il Vecchio continente ha flirtato con la recessione dallo scoppio del conflitto in Ucraina e ora è di fronte a una crescita mediocre con un'inflazione che inizia un po' a scendere. Negli Usa, l'attività economica è stata decisamente più forte, ma ciò non è una garanzia che il trend non possa cambiare, visto che il Paese è più soggetto a fare registrare degli estremi. A onore di cronaca, i dati europei mostrano



che si è vicini a una recessione tecnica, ma è anche vero che l'Europa è un mercato dove, in media, il leverage è più basso che in America, sia per le imprese, sia per le famiglie e, per questa ragione, può sopportare bene una lieve discesa in territorio negativo del Pil. Per quanto riguarda le aziende, direi che, proprio in scenari come quello attuale, diventa più che mai fondamentale analizzare nel profondo il mercato, senza fermarsi al mero andamento di un indice. Se si guarda nel dettaglio il rapporto tra revisioni al rialzo e revisioni al ribasso dei rating, che è pari a zero, ciò che emerge è che il mercato è solido nella parte di merito creditizio più elevato dell'Hy, con una forte presenza di emissioni BB che stanno andando verso l'investment grade. Nella parte più bassa, invece, bisogna essere molto selettivi e si registra una maggiore presenza di titoli B, più sensibili al contesto macro».

### **Come vede l'evoluzione del default rate?**

«Non la vedo particolarmente grave. Ciò che emerge, invece, come una caratteristica di quest'anno e di quelli a venire, è l'aumento della dispersione. È il caso, nello specifico, che rileviamo quando, nella nostra attività, misuriamo dati quali il free cash flow generato dalle imprese rispetto al debito: ci sono società che possono permettersi di diminuire un po' la leva finanziaria e altre che soffrono. A queste metriche si aggiungono poi fattori idiosincratici che giocano un ruolo impor-

tante. Di qui il nostro focus su una selezione bottom-up».

### **Per il 2024, vi aspettate che ci siano importanti emissioni nel mercato high yield?**

«Il mercato Hy è attualmente molto aperto. L'80-90% del primario è composto da società che vanno a rifinanziare il proprio debito, mentre si registrano pochissimi nuovi emittenti, che solitamente vengono dal mondo del private equity, dove le transazioni sono lente e tendono quasi allo zero negli ultimi 18 mesi. L'inizio del maturity wall sul mercato Hy è il 2026. Tuttavia, si stanno vedendo alcune aziende che mostrano cautela e decidono di rifinanziare prima della scadenza il proprio debito, anche circa un anno e mezzo in anticipo».

### **Quali sono i rischi più importanti nella vostra gestione del portafoglio?**

«Per un portafoglio che si dedica a raccogliere una cedola, con un rischio limitato di duration e di correlazione con il mercato azionario, visto che la maggior parte dell'allocazione è in titoli senior secured, un punto di domanda potrebbe essere il mancato pagamento della cedola, cioè il rischio di default. Il portafoglio del fondo ha un rating medio BB alto, il cui tasso di fallimento, così come mostrano le statistiche, è molto più vicino a quello dei titoli Ig che agli Hy e, quindi, un rischio di lungo termine non elevato rispetto al ritorno potenziale.

Poi, c'è la nostra gestione attiva, che penso sia l'ingrediente che fa la vera differenza e che ci ha permesso di avere zero default».

### **Nessuna correlazione quindi tra la performance positiva dell'equity e quella dell'Hy?**

«C'è una correlazione, ma la domanda da porci è: se l'equity fosse andato male, lo stesso sarebbe successo all'Hy? Se l'equity fosse andato male, credo che l'Hy avrebbe fatto comunque benino. La cedola media di questo strumento è piuttosto alta ed era difficilissimo, se non in scenari di pesante recessione, che il carry non potesse coprire il downside del mercato».

### **Non riscontra una certa resistenza da parte degli investitori nei confronti degli Hy?**

«Penso che il mercato Hy, in Europa, sulla parte fixed income, per resilienza nel medio termine e per i ritorni offerti, sia tra i migliori attivi presenti sul mercato. Tuttavia, è vero che, in termini di percezione, genera reazioni contrastanti: si va da considerazioni che, in determinati momenti, giudicano lo strumento appetibile, ma con rischio di fallimento elevato, ad altre in cui non viene giudicato interessante il rendimento offerto. Oggi l'Hy offre una cedola media tra il 6,5% e il 7%, simile a quella di lungo termine del mercato azionario, ma con un rischio di ribasso a tre anni molto più contenuto di quello dell'equity ed è la classe con il migliore carry esistente al mondo».





# FOCUS INNOVAZIONE & TECNOLOGIA

Non solo intelligenza artificiale

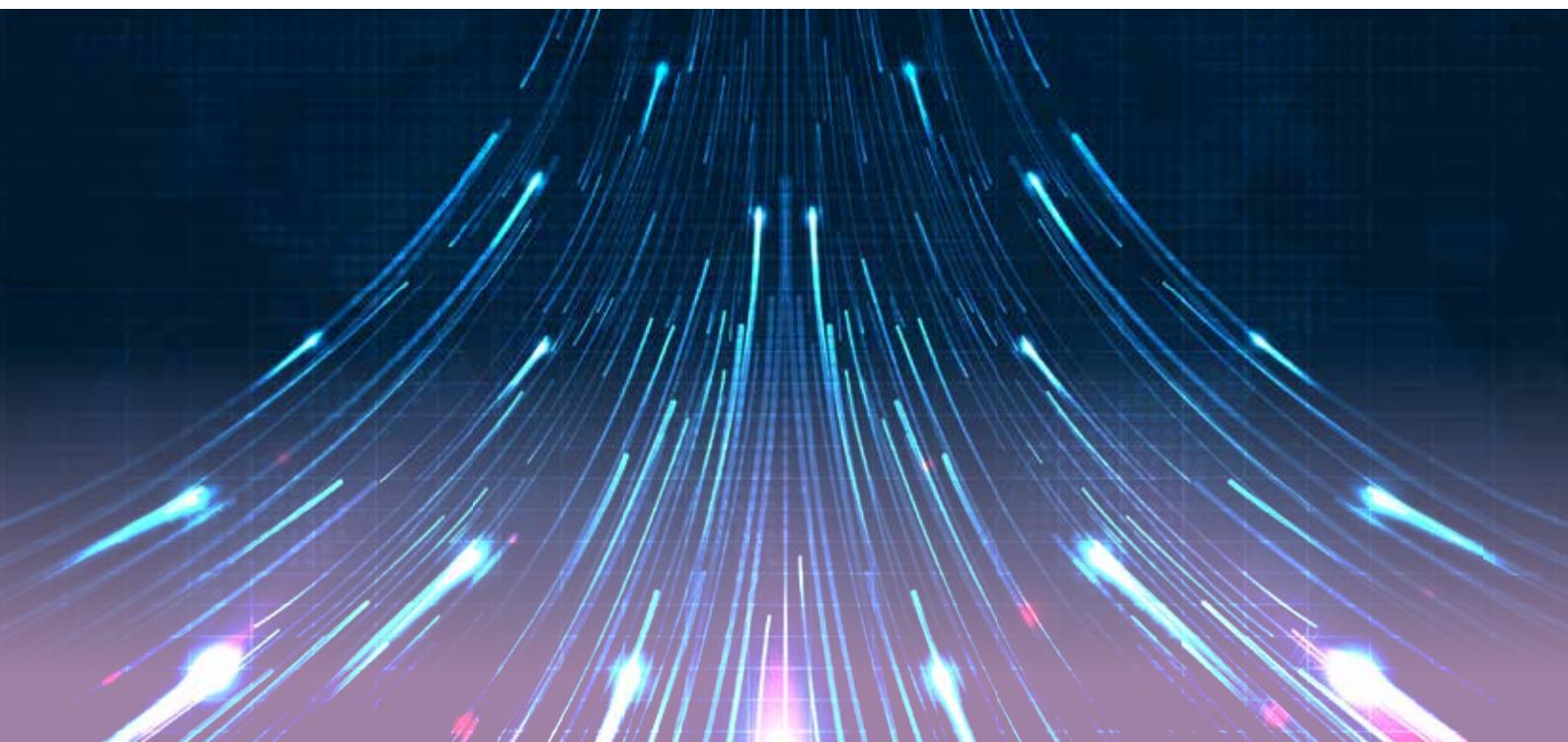


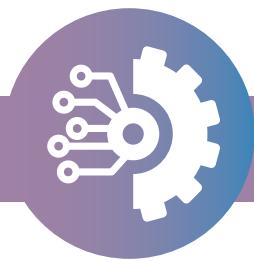
**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

 COLUMBIA  
THREADNEEDLE  
INVESTMENTS

17  96  
**LOMBARD ODIER**  
INVESTMENT MANAGERS

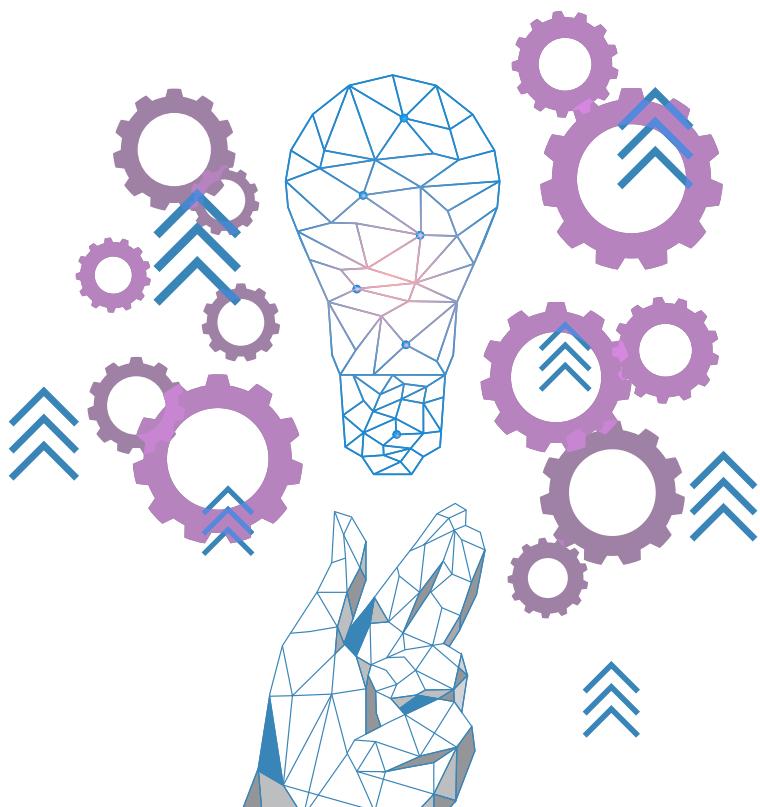
 **PICTET**  
1805 Asset Management





# Guardare al futuro

Testo e interviste a cura di Pinuccia Parini



Con voto unanime, la Federal Reserve, così come aveva fatto in precedenza la Bce, ha lasciato i tassi invariati nella riunione di novembre, pur mantenendo aperta la possibilità di un'ulteriore stretta monetaria. Dopo 11 aumenti dal marzo 2022, il tasso di riferimento dei fondi federali è rimasto tra il 5,25% e il 5,5%, il livello più alto da 22 anni a questa parte. Anche questa volta resta l'incertezza sulle decisioni future e sul livello di resilienza dell'economia Usa, nonostante sia stato ribadito l'obiettivo di riportare l'inflazione al 2%, come dichiarato dal governatore, Jerome Powell.

L'annuncio è arrivato in un momento delicato per i mercati globali, con i costi di finanziamento per le aziende in aumento, i rendimenti delle obbligazioni in salita e la debolezza dei mercati azionari. In un contesto in cui non è ancora chiaro a quale livello si stabilizzeranno i tassi d'interesse e la preoccupazione è la preservazione del capitale, è doveroso riflettere sulle opportunità d'investimento di lungo periodo che il mercato sta offrendo.

## OLTRE LA CONTINGENZA

In particolare, con Focus innovazione & tecnologia, Fondi&Sicav ha voluto fare una riflessione sulle potenzialità del settore tecnologico alla luce delle continue disruption in questo ambito. Pensare ai trend in atto, la cui durata è previsto che continui negli anni a venire, e alla portata che questi avranno sui sistemi produttivi, sui servizi e sulla società nel suo complesso, aiuta a rifocalizzarsi sulle decisioni d'investimento, andando oltre la contingenza, e sull'importanza di diversificare le proprie scelte.

## RITMO SERRATO

L'innovazione tecnologica sta procedendo a un ritmo serrato, probabilmente maggiore di quanto non si sia mai visto sinora. L'intelligenza artificiale è diventata un tema ampiamente discusso, ma non sempre con la sufficiente profondità per capirne gli impatti, ancora difficili da prevedere nella sua intera portata. Con questo approfondimento si vuole cogliere l'occasione per chiedere agli asset manager quali sono le evoluzioni innovative che vedono in campo tecnologico e come queste ultime possano diventare un'opportunità d'investimento.

## «La tecnologia al servizio della finanza»



**JEROEN VAN OERLE**  
portfolio manager  
Global Fintech Equities Loim  
Lombard Odier Investment Managers

17 96

**LOMBARD ODIER**  
INVESTMENT MANAGERS

### Che cosa s'intende quando si parla di fintech?

«Il termine indica tutte quelle tecnologie che consentono di ottimizzare i servizi finanziari o di crearne di nuovi. È un'evoluzione della quale siamo diretti testimoni: pensiamo a come sono cambiate le modalità con cui fare un pagamento o al mobile banking. All'interno di questa re-

altà, inoltre, stanno emergendo servizi e prodotti che definirei rivoluzionari, come la blockchain e le valute digitali. Il mercato globale della fintech sta crescendo molto rapidamente e stanno emergendo nuovi protagonisti, ma gli investitori devono sapere distinguere al loro interno le aziende che generano utili e sono sottese da trend sostenibili di lungo periodo da quelle che rischiano di essere solo fuochi di paglia. Lombard Odier Asset Management, per cogliere le potenzialità di questo settore, ha lanciato tre anni fa la strategia Global FinTech».

### Qual è il vostro approccio all'investimento nella fintech?

«Abbiamo un approccio top-down all'interno del quale evidenziamo le tendenze che riteniamo rilevanti e identifichiamo le aziende che ne sono rappresentative; in questo gruppo operiamo un'attenta analisi e una scrematura tra quelle che riteniamo vincenti o perdenti. Abbiamo individuato cinque motori principali che, secondo noi, traineranno le opportunità d'investimento nella fintech per i prossimi 10 anni. Innanzitutto, siamo convinti che vivremo in un mondo che diventerà cashless e che la finanza digitale porterà all'inclusione finanziaria per tutti. In terzo e quarto luogo, l'ascesa degli ecosistemi tecnologici offrirà

sempre più opportunità nella fintech e la digitalizzazione continuerà a ridurre le barriere in entrata, con la nascita di nuove modalità di utilizzo dei servizi. Infine, riteniamo che la cybersicurezza e le cyber assicurazioni siano necessità fondamentali all'interno delle soluzioni finanziarie offerte. Su ciascuno di questi temi produciamo dei libri bianchi, nei quali affrontiamo i temi di attualità e quello redatto recentemente riguarda l'intelligenza artificiale».

### Quali sono le considerazioni che avete fatto sul tema?

«Si prevede che l'intero mercato dell'Ai, compresi servizi e hardware, raggiungerà 900 miliardi di dollari entro il 2026, con un tasso di crescita annuo del 19%. Le istituzioni finanziarie rappresentano tra il 20% e il 25% di questo mercato totale. Il machine learning è il principale motore di crescita nel settore finanziario, con le aree più probabili di implementazione che includono la prevenzione delle frodi e i servizi per i clienti. L'Ai nel comparto finanziario deve essere considerata in modo molto diverso rispetto ad altri settori, poiché implica un'interazione complessa tra input e output oggettivi e soggettivi, con considerazioni anche sulle normative. L'Ai generativa probabilmente non avrà un impatto rivoluzionario in finanza, ma sarà utilizzata per migliorarne l'efficienza. Questi modelli sono noti per la loro tendenza ad "allucinare", il che limita drasticamente la loro utilità nelle applicazioni che richiedono risultati basati su fatti, come nel segmento dei servizi finanziari. Si prevede che l'entusiasmo per l'Ai porterà a soluzioni di raccolta dati, poiché alcune istituzioni finanziarie non hanno ancora risolto questo nodo, né dispongono degli strumenti necessari per utilizzarli».

**A proposito di quest'ultimo tema, abbiamo visto sui mercati che l'interesse degli investitori si è concentrato su pochi nomi (negli Usa conosciuti**





**come i “magnifici sette”), le cui valutazioni sono salite parecchio. Qual è la sua opinione su questo fenomeno?**

«Si evidenzia una discrepanza tra le valutazioni delle aziende esposte all’Ai e il resto del settore tecnologico, con alcune società quotate a livelli simili a quelli della bolla del 1999. Bisogna prestare attenzione e non investire in azioni di società ad alto tasso di crescita che perdono denaro solo perché utilizzano frequentemente il termine intelligenza artificiale nelle loro comunicazioni: è importante esaminare più approfonditamente come questa tecnologia influisce veramente sui fondamentali delle imprese. Per quanto riguarda i “magnifici sette”, posso dire che sono senz’altro gruppi di qualità, ma la questione è quanto si è disposti a pagare per detenerli in portafoglio. Il mercato è diventato più volatile con l’aumento dei tassi d’interesse dal 2021 e questi titoli hanno attratto l’interesse degli investitori per le loro caratteristiche di solidità, redditività e posizione dominante. Ma la tecnologia non può essere certo circoscritta a un insieme così ristretto. Il nostro punto di vista è che si possono trovare opportunità d’investimento in società di qualità con valutazioni più contenute che appartengono ad altri

segmenti, ma che utilizzano sistemi tecnologici avanzati, tra i quali l’intelligenza artificiale, che permettono di gestire e fare crescere la loro attività».

**Quindi, molta attenzione nella scelta dei titoli quando si parla di intelligenza artificiale?**

«Credo che sia necessaria e il mercato sta iniziando a considerare diversamente le aziende in base alla reale capacità di generare utili che siano sostenibili, come sta già avvenendo in maniera molto evidente e netta nel segmento del private equity, dove le valutazioni sono in calo in modo significativo e si registrano alcuni fallimenti».

**Quali sono le aree di investimento di Global Fintech?**

«Abbiamo definito un universo investibile di aziende dinamico e in costante mutamento che, di conseguenza, richiede forti competenze e una conoscenza approfondita dei servizi finanziari e della tecnologia. Al suo interno sono state identificate tre aree equamente suddivise: pagamenti digitali, software e cybersecurity e le tecnologie dirompenti, tra le quali l’intelligenza artificiale».

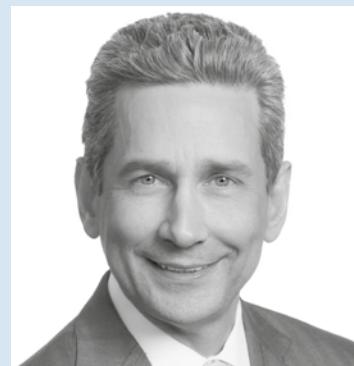
**Tornando al mondo della fintech, quali sviluppi vi attendete in futuro?**

«Le prospettive più promettenti vengono dal segmento dei pagamenti, dove è continuo il passaggio dall’utilizzo del cash a quello della moneta elettronica. È un fenomeno che, a livello globale, cresce tra il 9% e il 10% all’anno, anche se in modo non omogeneo tra le diverse aree geografiche, a causa della differente penetrazione dei pagamenti digitali. Per questa ragione, il nostro interesse si concentra sulle aziende che si occupano dell’elaborazione di questi flussi e che possono beneficiare di un’elevata leva operativa».

**Voi investite anche nelle infrastrutture digitali; quale crescita vi attendete?**

«Prendiamo in considerazione soprattutto le società che offrono flussi di Etp o Etif o che vendono dati, come nel caso di Nasdaq, che è uno stock exchange di cui l’85% del fatturato deriva proprio da questa voce. Ci aspettiamo una crescita delle vendite del 10% per l’intero portafoglio, non solo per questo segmento, e un incremento degli utili compreso tra il 12% e il 15% nell’arco del ciclo».

# «Due temi interessanti: l'Ai e l'industria dei semiconduttori»



**PAUL WICK**  
gestore del fondo  
**CT (Lux)**  
**Global Technology**  
**Columbia Threadneedle**  
**Investments**



**I tassi d'interesse sono elevati e i timori per il futuro rimangono, sia dal punto di vista economico, sia da quello geopolitico. Perché, secondo lei, ha senso investire in titoli tecnologici in questo contesto?**

«Al momento, i titoli del comparto tecnologico potranno sfruttare valutazioni più eque e

foriere di risultati positivi, in grado di rendere il settore tech quello potenzialmente in più rapida crescita dell'indice S&P 500. In particolare, riteniamo interessanti segmenti quali semiconduttori, informatica, archiviazione dati, networking, software e internet, selezionando le singole imprese con un'approfondita analisi dei fondamentali, così da perseguire il massimo ritorno per il rischio assunto. Allo stesso tempo, escludiamo aziende che "bruciano cassa" e, quindi, più vulnerabili all'attuale contesto macro. Tutto ciò consente di affrontare meglio l'incertezza sui tassi di interesse a breve termine, eventuali scenari globali recessivi e gli aumentati rischi geopolitici».

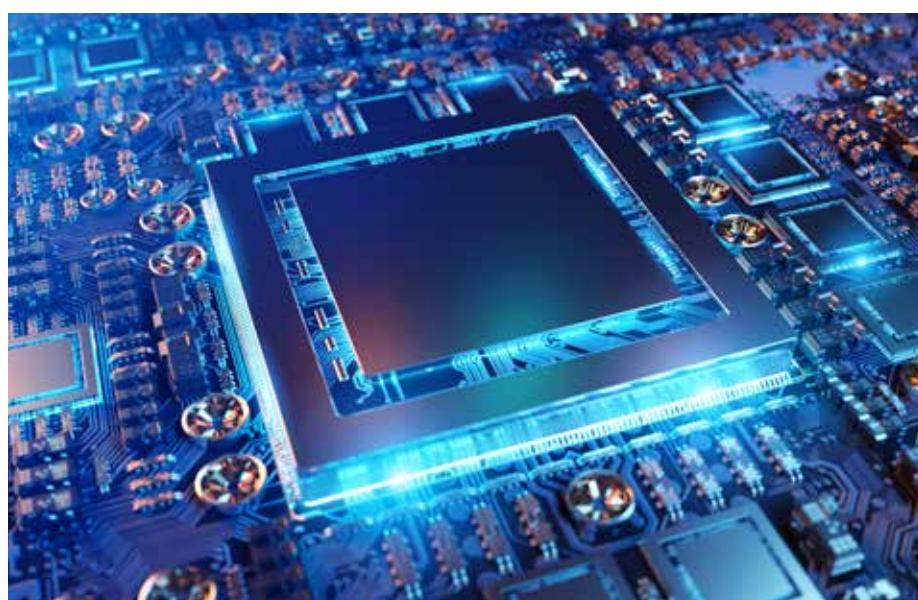
## Si sente a volte parlare di bolla nel settore. Che cosa ne pensa?

«Penso che il panorama sia eterogeneo e che le valutazioni di alcune società siano ragionevoli o basse, mentre altre molto generose. Il forte inizio d'anno del mercato azionario potrebbe avere supportato la ripresa della fiducia delle imprese e dei consumatori rispetto ai livelli cupi della fine del 2022, contribuendo a creare un circolo virtuoso che ha mosso l'economia e le azioni verso l'alto nel corso del 2023. Anche le mega-cap tecnologiche hanno ricevuto un'iniezione di energia generata dalla "mania" dell'intelligenza artificiale, che ha risollevato le sorti di molti dei "magnifici

sette" nello stesso periodo. A mio avviso, la recente crisi del mercato si può ascrivere a diversi fattori. Il primo è che le borse, e soprattutto i titoli tecnologici, tendono a essere più deboli tra i mesi di maggio e ottobre. Settembre, in particolare, di solito è stagionalmente il momento più difficile per i titoli tech. Apple, ad esempio, annualmente organizza un evento per presentare un nuovo telefono e il titolo crolla, puntuale come un orologio, quasi ogni anno. Quindi, sebbene il mercato tecnologico sia sceso a settembre, potrebbe trattarsi di una mera tendenza stagionale. In parte, questo calo ha certamente a che fare anche con la debolezza dei consumatori, l'aumento dei prezzi del petrolio, il rialzo del rendimento dei Treasury Usa a 10 anni, la presenza delle morosità e la diminuzione dell'ottimismo dei consumatori. Dall'altra parte, non riteniamo che si possano trarre troppe informazioni dal fatto che una buona azienda, che sta crescendo bene e migliorando la propria performance, sia scesa del 5% o 6% o 8% a settembre. È qualcosa che succede e non decreta per questo motivo un trend che proseguirà in quella direzione in un determinato anno».

## Le tensioni tra Stati Uniti e Cina devono essere considerate un fattore di rischio per il settore? Se, sì, quali possono essere le ricadute?

«Le aziende del comparto tech sembrano intenzionate a seguire con decisione il driver dell'intelligenza artificiale. L'unico fattore che potrebbe sconvolgere i piani e fare vacillare questo robusto trend già in atto sarebbe una catastrofe geopolitica, come l'invasione di Taiwan da parte della Cina. La maggior parte delle aziende legate all'intelligenza artificiale meglio posizionate si trova comunque negli Stati Uniti. I titani del cloud computing, come Alphabet e Amazon, produttori di chip, come Nvidia e Broadcom, e software house, come Dropbox e Go Daddy, stanno usando questa tecnologia per rendere i loro prodotti più potenti e semplici da adoperare. Nell'ambito dei chip, l'ondata di fusioni e acquisizioni nel campo della produzione di semicon-



duttori ha aumentato la concentrazione del settore (cinque compagnie detengono il 70% delle quote di mercato) e la redditività delle società. In parallelo, si sta verificando una dinamica nuova e molto positiva nel mondo dei semiconduttori: i prodotti più sofisticati spesso diventano più costosi. La nostra ricerca monitora dunque i driver di crescita che stanno evolvendosi e potrebbero richiedere approcci diversi da quelli ponderati per la capitalizzazione di mercato. La maggiore dimensione prevista nel segmento auto rispetto a quello Pc ne è un esempio. In Columbia Threadneedle prediligiamo le aziende con un valore di mercato compreso tra 2 e 30 miliardi di dollari: tendono a essere meno rischiose delle small cap, ma possono crescere più rapidamente delle large cap».

## Il nearshoring/friendshoring è un rischio per le catene di approvvigionamento?

«Il reshoring di impianti tecnologici critici che si sta verificando negli Stati Uniti e nell'Unione Europea richiederà tempo. Le fonderie di semiconduttori sono edifici molto costosi e complessi da costruire, per non parlare del loro equipaggiamento con i macchinari e i processi necessari per la produzione di chip, tra i più complessi del pianeta. L'iter di autorizzazione negli Stati Uniti aggiungerà ulteriore tempo alla messa in funzione di questi stabilimenti. C'è anche una carenza di lavoratori esperti nella produzione dei semiconduttori e molti di questi risiedono a Taiwan. Infine, mentre i wafer si possono fabbricare negli Stati Uniti e nell'Unione Europea, la fase finale della produzione di semiconduttori, il processo di assemblaggio, collaudo e imballaggio (Atp) si svolge in gran parte in Asia. Riteniamo pertanto certamente strategico implementare una maggiore diversificazione nella produzione, così da ridurre un'eccessiva dipendenza da Taiwan per l'acquisizione di semiconduttori, ma ci rendiamo anche conto che questi sforzi richiederanno parecchio tempo prima di potere offrire pienamente i loro benefici».

## Esiste un problema di valutazioni troppo ricche per il settore?

«Credo che il problema delle valutazioni appartenga a quasi tutti i settori. Alcune società sembrano valutate in modo molto

ragionevole, mentre altre lo sono in maniera sorprendentemente severa. Ce ne sono poi alcune le cui quotazioni ci appaiono molto ricche. Riteniamo anche che sia in atto una continua liquidazione delle Spac (società di acquisizione a scopo speciale, note anche come "società assegno in bianco"), e di quelle aziende che potremmo definire come "spazzatura". Ne sono un esempio tutte le Spac del settore dei veicoli elettrici che sono crollate. Anche la maggior parte degli operatori dell'informatica quantistica ora scambia a meno di un dollaro per azione. Il lato positivo è che la spesa per il cloud rimane sana, grazie all'aumento dell'utilizzo di questa tecnologia e alla necessità di supportare i sistemi basati sull'intelligenza artificiale esistenti ed emergenti. Infine, il mercato delle Ipo rimane chiuso e non vi è alcuna nuova offerta di azioni sul mercato, mentre allo stesso tempo l'offerta esistente di azioni quotate in borsa si è ridotta grazie alle attività di M&A, alle acquisizioni di aziende private da parte dei fondi di private equity e alle società che hanno ritirato percentuali significative dei loro titoli in circolazione attraverso il riacquisto di azioni proprie. Tutto ciò potrebbe creare ora un ambiente favorevole per gli investitori in equity».

## Quali sono i segmenti, a suo parere, più interessanti?

«L'industria dei semiconduttori è un beneficiario chiave di molte delle tendenze più importanti della tecnologia odierna. Intelligenza artificiale, informatica, sensori automobilistici, elettronica di consumo, prodotti indossabili e veicoli elettrici dipendono tutti dai chip di conversione dell'energia e di gestione delle batterie. Inoltre, la crescente complessità dei progetti per questi semiconduttori rappresenta un grande vantaggio per le aziende di apparecchiature e test per microchip e per i pochi operatori del settore software di progettazione elettronica. Bisogna anche tenere presente che i prezzi delle memorie hanno finalmente iniziato ad aumentare dopo una prolungata flessione ciclica e che le scorte di componenti per Pc e smartphone hanno raggiunto livelli così bassi che gli ordini hanno ripreso a crescere. L'intelligenza artificiale è un altro settore che potrebbe certamente trovare applicazione in svariati ambiti. L'elenco

delle potenzialità è vastissimo e il progresso dell'industria nella creazione di applicazioni trainerà un'enorme richiesta di potenza di calcolo per consentirne lo sviluppo».

## Quali sono i parametri che utilizzate nell'individuare un investimento?

«Prediligiamo le aziende con una proprietà intellettuale significativa e differenziata che genera il potenziale per elevati margini di profitto e per il potere di determinazione dei prezzi. Inoltre, guardiamo con interesse alle società che sono solitamente leader di mercato o in grado di guadagnare quote con prodotti di livello mondiale. Le imprese in cui investiamo sono molto attente ai bisogni dei loro clienti e azionisti, hanno un solido track record di allocazione del capitale, effettuano acquisizioni ponderate e, al momento opportuno, riacquistano azioni o riducono il debito. Selezioniamo realtà con specialisti altamente qualificati, manager capaci e con un'etica solida e che adottano un approccio conservatore alla contabilità. Infine, cerchiamo società con valutazioni ragionevoli, il cui prezzo delle azioni risulti basso rispetto al potere di guadagno attuale o futuro dell'azienda. Nel corso degli anni, abbiamo maturato una solida esperienza nel trovare aziende sottovalutate che finiscono per diventare obiettivi di acquisizione».

## Come si scoprono nel settore i "gioielli nascosti"?

«La ricerca proprietaria e l'engagement sono alcuni dei principi cardine dell'attività di Columbia Threadneedle e delle strategie con cui intendiamo cavalcare il mercato tecnologico. Con il nostro fondo CT (Lux) Global Technology adottiamo un approccio value-tech con un posizionamento marcato sul settore dei semiconduttori (in sovrappeso dal 2013) e sul segmento dei software di sicurezza. Ricerchiamo inoltre aziende capaci di beneficiare del cambiamento tecnologico, con buone opportunità di crescita ed entrate ricorrenti. Infine, siamo impegnati a evitare i fuochi di paglia, le aziende monoprodotto, così come non siamo interessati, né alle società con valutazioni estreme, né a quelle con perdite persistenti».

## «Non solo ChatGpt»



**ANJALI BASTIANPILLAI**  
senior client portfolio manager  
nel team Thematic Equities  
Pictet Asset Management



### L'Ai ha raggiunto una fase nuova e più dinamica. In quale modo le vostre strategie tematiche possono beneficiare della crescita dell'intelligenza artificiale?

«Anche se gran parte di questa tecnologia è ancora nuova, è sempre più evidente che l'Ai potrebbe sbloccare la crescita economica e incrementare l'efficienza in un'ampia gamma di settori. Secondo l'International Data Corporation, il mercato globale dell'Ai (comprendente hardware, software e servizi) dovrebbe crescere di quasi il 19% all'anno, raggiungendo 900 miliardi di dollari entro il 2026. Ma questi numeri raccontano solo una parte della storia. Il suo impatto economico potrebbe essere enorme: Goldman Sachs stima che, nel prossimo decennio, l'Ai potrebbe contribuire all'economia globale per circa 7 mila miliardi di dollari, in parte grazie al miglioramento della produttività che l'accompagna. Noi crediamo che il modo migliore per investire nei settori più dinamici del mondo sia iniziare con un universo d'investimento unico, in grado di sfruttare al meglio le forze strutturali che plasmano il nostro mondo: i megatrend. Definiamo così le grandi trasformazioni sociali, economiche, ambientali o tecnologiche,

come l'Ai, che avranno un impatto per decenni sull'economia globale».

### Oggi tutti parlano dell'Ai, ma il tema non è certo nuovo...

«Sebbene il mondo dell'intelligenza artificiale sia una vecchia conoscenza, quest'ambito, finora considerato territorio esclusivo delle facoltà di informatica, è diventato un tema popolare. Tuttavia, nonostante il forte rally dei titoli tecnologici, la rivoluzione provocata dall'Ai è ancora a uno stadio iniziale. I modelli fondamentali (le reti neurali dell'Ai addestrate su grandi quantità di dati) vedono crescere le proprie dimensioni, offrendo notevoli guadagni in termini di funzionalità a ogni iterazione. Sarà interessante vedere in quale misura il nuovo modello Gemini di Google, il cui lancio è previsto a breve, migliorerà gli attuali modelli di linguaggio estesi (Llm). L'ondata di interesse verso l'Ai generativa testimonia l'attrattiva fondamentale del settore tecnologico e la sua abilità nel trovare nuove aree di crescita. Per molti versi, l'esplosione di innovazioni ora in atto mostra somiglianze con l'ascesa di internet negli anni '90, il cui

decollo è stato relativamente lento, perché ci è voluto del tempo per sviluppare la connettività in tutto il mondo: nel 1990 solo lo 0,5% della popolazione mondiale era online. Oggi la maggior parte delle persone possiede uno smartphone e una connessione a Internet. Nel giro di due mesi ChatGpt aveva più utenti di quanti ne avesse internet nel 1996».

### Quali sono le aree della tecnologia che beneficeranno dell'Ai?

«I gestori delle strategie Digital, Robotics e Security di Pictet Asset Management prevedono che presto assisteremo all'adozione degli Llm per uso commerciale. È ancora troppo presto per avere una visione chiara delle aziende in grado di trarre i maggiori vantaggi dall'Ai, ma è probabile che quasi tutte le società in cui investono le nostre strategie tematiche nel settore della tecnologia beneficeranno dell'espansione dell'Ai in tre aree chiave: gli enabler, i developer e gli user. Gli abilitatori tecnologici includono i semiconduttori, indispensabili sia per i software, sia per i veicoli elettrici o i fornitori di cloud computing che offrono l'infrastruttura vitale

a questi settori in rapida crescita. Gli sviluppatori, invece, comprendono aziende che utilizzano l'Ai per apportare miglioramenti su larga scala, dall'aumento della produttività attraverso l'automatizzazione di processi manuali all'utilizzo dell'analisi predittiva per creare modelli sulla domanda per i loro prodotti. Infine, c'è l'area degli utenti dove le società tecnologiche stanno sviluppando prodotti basati sull'Ai, come assistenti virtuali o software aziendali innovativi per settori come la sicurezza, la sanità e la finanza».

## Quali sono le potenzialità dell'Ai generativa?

«L'Ai generativa ha il potenziale per cambiare il modo in cui viviamo e lavoriamo e potrebbe presto ridisegnare il panorama per gli investitori in titoli tecnologici. Ciò che rende l'Ai più potente rispetto a ciò che la precedeva è l'utilizzo del machine learning (ML) per creare contenuti nuovi di zecca praticamente indistinguibili da quelli che possono generare gli esseri umani. Può, ad esempio, inventare personaggi e sviluppare storyline per i giochi online, redigere report finanziari ed elaborare richieste sempre più complesse all'interno del servizio clienti. L'esempio più importante di questa tecnologia è ChatGpt, sviluppata da OpenAi, un'azienda privata che ha Microsoft come azionista principale. Il chatbot Ai è in grado di utilizzare un nuovo processo di deep learning (detto trasformer) per fornire risposte apparentemente umane ai comandi testuali degli utenti. I sistemi di Ai hanno registrato notevoli progressi negli ultimi due decenni, ottenuti grazie a vaste risorse di calcolo, allo sviluppo di microprocessori potenti e ai progressi nelle tecnologie di archiviazione».

## Ritiene che siamo in presenza di una bolla sull'Ai generativa?

«Per quanto si tratti di un comparto promettente nel lungo termine, la società di consulenza tecnologica Gartner ha recentemente espresso la sensazione di svariati interlocutori (e investitori) affermando che al momento l'Ai generativa si trova al "picco delle aspettative esagerate". Siamo del parere che gli investitori diventeranno più selettivi con il passare del tempo. Sarà sempre più importante comprendere la natura dei singoli prodotti e il posizionamento delle diverse aziende. Pensiamo, inoltre, che una questione importante sia il "time to revenue", vale a dire i tempi di

attesa per la monetizzazione di nuove attività. Questo è il tipo di lavoro sul quale ci stiamo concentrando oggi: selezionare le aziende per trovare quelle in cui il rendimento dell'investimento giustifica il clamore suscitato».

## Ma la tecnologia è molto più di ChatGpt, non trova?

«Per quanto possa avere entusiasmato gli investitori, l'Ai generativa è solo una delle tante trame che compongono la storia molto più articolata della trasformazione del settore tecnologico. Di certo, l'emergere dell'intelligenza artificiale generativa ha catturato l'immaginario collettivo e ha rivitalizzato l'interesse degli investitori per il settore tecnologico, ma, concentrandosi solo su essa, gli investitori rischiano di perdere di vista molte altre occasioni offerte dall'universo digitale in espansione. L'Ai generativa è solamente un sottoinsieme del deep learning, che a sua volta è un sottoinsieme del machine learning, che a sua volta ancora è solo uno dei molti aspetti alla base della digitalizzazione del nostro mondo. È un paesaggio complesso. Per gli investitori, significa che le opportunità sono molto più ampie e tangibili di quanto possano credere. Se aggiungiamo altri tipi di Ai (come l'elaborazione del linguaggio naturale, il machine learning e l'analisi predittiva), il potenziale di questo settore per rimodellare l'economia globale attraverso un aumento significativo della produttività è enorme».

## Potrebbe fornire alcuni esempi?

«L'Ai viene già utilizzata in diversi settori: nelle aziende di comunicazione online per realizzare annunci pubblicitari e suggerimenti mirati, nell'e-commerce per migliorare la customer experience, nella logistica per snellire la gestione della catena di approvvigionamento o nel settore turistico per stabilire i prezzi degli alberghi o programmare eventi in linea con la domanda prevista. Anche se sembra che il mondo abbia vissuto una rapida digitalizzazione, la strada è ancora lunga. Prendiamo, l'e-commerce. Al momento costituisce meno di un quinto dei 26 mila miliardi di dollari del mercato mondiale della vendita al dettaglio. Allo stesso tempo, il cloud computing rappresenta solo il 10% della spesa totale per l'It. E solo il 6% delle transazioni con carta di credito viene saldato tramite pagamenti digitali fintech (come quelli effettuati con lo smartphone). Si prevede che, nei prossimi cinque anni, il

tasso di crescita annua composto di ognuno di questi ambiti sarà a due cifre. In un contesto di bassa crescita, tutto ciò rappresenta un'opportunità d'investimento e di business estremamente interessante. È inoltre probabile che un mondo più digitale, che ricorre all'Ai e all'automazione, sia anche la risposta al problema sempre più urgente del calo della produttività in tutto il mondo. I nostri strategist multi asset prevedono che l'adozione dell'automatizzazione diventerà una delle priorità più impellenti, poiché l'invecchiamento della popolazione e la transizione verso il lavoro flessibile aggraveranno la carenza di manodopera esistente nel pianeta. La ridefinizione delle catene di approvvigionamento e la spinta a riportare la produzione onshore o in aree limitrofe (e più care) rafforzeranno ulteriormente questo trend».

## Tuttavia, il rally di alcuni titoli tecnologici non rende le valutazioni così interessanti. Che cosa ne pensa?

«Il rally di quest'anno nei titoli tecnologici è stata una reazione alla sottoperformance che il settore ha registrato nel 2022, prima delle esagerazioni suscite da ChatGpt. Riteniamo, inoltre, che per gli investitori le revisioni al rialzo degli utili societari nel settore tecnologico contino più dei multipli price-to-earnings. Nel nostro portafoglio Pictet Digital, ad esempio, la performance da inizio anno è stata trainata in primo luogo dalle revisioni al rialzo delle previsioni di crescita degli utili per azione piuttosto che dall'espansione dei multipli. Pensiamo che le aziende continueranno a superare le previsioni di profitti fatte dagli analisti e che questi continueranno a rialzare le loro proiezioni. Ciò dipende da svariati motivi. Le aziende del nostro portafoglio beneficiano di una forte leva operativa, ovvero della possibilità di tradurre in aumenti significativi del reddito operativo ogni aumento dei ricavi. Questa caratteristica si dimostrerà preziosa man mano che la crescita dei ricavi si stabilizzerà per poi riaccelerare. Inoltre, questa leva operativa viene amplificata dalla riduzione delle spese operative da parte delle aziende. Il settore tecnologico ha anche altri vantaggi nel contesto attuale, come una leva finanziaria relativamente bassa. Nel complesso, le aziende del portafoglio di Pictet Digital dispongono di una liquidità netta positiva, elemento particolarmente prezioso in un periodo di tassi d'interesse in rialzo».

## «Innovazione sostenibile nel tempo»



**ANDREA MOSSETTO**  
**head of international**  
**business development**  
**& investment specialists**  
**Cram (Gruppo Amundi)**



**Disruption è un termine in voga, la cui definizione, però, può assumere diverse sfumature. Come declinate questo termine nelle decisioni di investimento?**

«Cerchiamo di integrare le nostre idee migliori analizzando quelle società che sono innovative nell'offerta di soluzioni e prodotti che siano meno cari, più intelligenti ed efficienti e più semplici da utilizzare. A partire da questa definizione, ricerchiamo l'innovazione in tutti i settori e nelle differenti aree geografiche e ciò fa sì che, all'interno del nostro fondo Cpr Invest-Global Disruptive Opportunities, sia presente un'ampia diversificazione con un'esposizione alla pura tecnologia intorno al 50% degli Aum. La parte rimanente è investita in altri ambiti e ci permette, così, di parlare di un megatrend sull'innovazione. Il fondo è strutturato in quattro dimensioni di investimento: economia digitale (big data, cloud, cybersicurezza), industria 4.0 (robotica, smart factory e veicoli elettrici), salute (medtech, biotech, diagnostica e e-health) e terra (cleantech, efficienza energetica, batterie)».

**Delle aree che ha citato, qual è stata quella che ha**

### **trainato la performance del fondo?**

«Cpr Invest Global Disruptive Opportunities è stato lanciato nel 2016 e, da allora, il principale driver di performance è stato l'economia digitale, perché rappresenta, in media, la metà del nostro portafoglio, ma ciò non basta a descrivere le dinamiche che hanno preso corpo all'interno del fondo. Per fare un esempio concreto, durante la pandemia, avere avuto esposizione alle aziende che sviluppavano vaccini ci ha permesso di generare alfa. Una considerazione analoga si può fare per l'industria 4.0, grazie al fatto di avere investito in società che progettavano auto elettriche. L'area di investimento che noi contrassegniamo col termine terra ha avuto un andamento più volatile, ma ha partecipato in modo significativo alla performance in determinati momenti, come è avvenuto in seguito all'approvazione dell'Inflation reduction act negli Usa o sulla scia delle notizie positive relative agli investimenti crescenti nell'energia solare, eolica o all'idrogeno. La scelta di non essere totalmente dipendente dal settore tecnologico ha permesso al fondo di avere una volatilità contenuta all'interno dell'obiettivo ex-ante del 9%. Inoltre, vorrei sottolineare che la gestione

attiva del prodotto porta a ridimensionare o ampliare l'esposizione alle quattro dimensioni in base alle condizioni di mercato e alle convinzioni del gestore».

### **La vostra, però, è una strategia orientata alla crescita. Ciò non rischia di penalizzarvi in alcune fasi del mercato?**

«In momenti delicati, come il 2022, Cpr Invest-Global Disruptive Opportunities ha sofferto. Tuttavia, per ritornare alla struttura del fondo, oltre alle quattro dimensioni, ci sono anche 20 sottotemi e, in passato, non c'è mai stata una correlazione superiore a 0,5 per più del 10% del portafoglio. Ciò significa che l'ampia diversificazione è stata efficace, anche se nel 2022 abbiamo avuto qualche difficoltà in più, perché la correlazione è salita sopra 0,5 per più della metà del portafoglio: si è verificata una situazione "anomala", provocata dall'innalzamento dei tassi d'interesse, nella quale nessuno voleva più investire nei titoli growth».

**Però, il ritornello che si sente ripetere sul mercato è che i tassi rimarranno più**



## alti più a lungo. Ci saranno ricadute sulle vostre scelte d'investimento?

«Dipende da quali titoli legati alla crescita diventano oggetto dell'investimento. Oggi ci muoviamo in uno scenario in cui l'inflazione è in calo, ma i tassi elevati possono diventare un problema per il rifinanziamento di un'azienda. Ciò fa sì che, per proteggere il portafoglio, nei settori a duration lunga è necessario concentrarsi su attività di qualità, con bilanci solidi, cash flow importanti e visibilità sugli ordini futuri che possano crescere anche in uno scenario di rallentamento economico. Alla luce di ciò, nell'ultimo anno il fondo si è concentrato su titoli innovativi di qualità all'interno delle quattro dimensioni citate: una scelta corroborata dall'osservazione che, durante le fasi recessive, il fattore quality sovrapreforma l'indice di riferimento. Se poi si entra nel dettaglio, si può notare che anche di fronte a un contesto di crescita negativa, come ci attendiamo possa succedere nel 2024, alcuni business hanno comunque il vento in poppa. È il caso dei big data, del cloud e della cybersecurity, dove si continuerà a investire anche in un quadro di rallentamento economico, soprattutto se si pensa alla diffusione dell'intelligenza artificiale (Ai). La dimensione terra, che quest'anno è stata oggetto di disinvestimenti generalizzati, vede comunque importanti investimenti programmati nei diversi settori legati alla transizione energetica e la debolezza registrata dai titoli è per noi un'opportunità di incrementare le posizioni a valutazioni decisamente appetibili».

## Non c'è un problema di costi per le rinnovabili?

«C'è una grande spinta per la diversificazione dei vettori energetici in favore delle rinnovabili: sono disponibili molti miliardi di investimenti pronti per essere utilizzati. Per comprendere la portata di questo trend è però necessario conoscere le misure che sono state adottate. A questo proposito, citerrei i progetti legati all'idrogeno: nel 2022, in Europa sono state approvate le iniziative Hy2Tech, per quanto riguarda le tecnologie, e l'Hy2Use per le infrastrutture e le applicazioni; è prevista l'allocazione di risorse pari a, rispettivamente, 14 e 12 miliardi di euro per finanziare progetti concreti di società pubbliche e private. L'idrogeno costa, in media, 6 dollari al chilo nelle economie avanzate, e un chilo dell'elemento chimico ha una densità

che è quattro volte quella del petrolio: ciò significa che, per competere, il greggio dovrebbe costare circa 1,5 dollari. Il vero problema è che non c'è abbastanza idrogeno verde per soddisfare la potenziale domanda ed è anche la ragione per cui bisogna spingere l'industria a produrlo, ruolo che dovrebbe essere svolto dall'iniziativa Hy2Use in Europa».

## I titoli legati all'idrogeno sono molto volatili e, scusi la banalità, ma non vedo ancora circolare auto che usino questo combustibile...

«La stessa obiezione, però, poteva essere fatta a chi investiva in società che producevano veicoli elettrici prima che fossero commercializzati in Italia. Inoltre, aspetto non di poco conto, un progetto legato all'idrogeno diventa operativo nell'arco di due anni: ciò significa che quelli lanciati negli Usa e in Europa nel 2022 saranno pronti nel 2024, concretizzando parte delle attese degli investitori sullo sviluppo e l'adozione di questa tecnologia. Questo elemento potrebbe creare una domanda supplementare per le cleantech e negli investimenti in infrastrutture. Inoltre, non solo i costi per la produzione di energia pulita sono in discesa, ma anche quelli dei nuovi vettori energetici stanno raggiungendo livelli convenienti».

## La sempre maggiore diffusione dell'Ai in molteplici ambiti ha avuto un impatto sul fondo?

«Eravamo già posizionati tramite la dimensione economia digitale e, nel 2023, abbiamo aumentato la nostra esposizione a circa il 66% del patrimonio del fondo. È un trend che stiamo seguendo con molta attenzione perché bisognerà avere la possibilità di gestire l'immensa quantità di dati prodotti. Per quanto riguarda la cybersecurity, che coinvolge persone e istituzioni, vediamo ampi spazi di crescita. Inoltre, non bisogna dimenticare la dimensione salute, che beneficia dello sviluppo dell'Ai soprattutto attraverso la medtech, un motore importante dell'innovazione dopo la normalizzazione dell'attività ospedaliera post Covid-19. Ci sono poi società biopharma che stanno studiando nuovi modi per trattare e curare malattie come il cancro».

## Investite in cleantech, ma, contestualmente, in società tecnologiche che, per svol-

## gere attività per lo sviluppo del pensiero computazionale utilizzano una quantità considerevole di energia; non è una contraddizione?

«Noi adottiamo un processo d'investimento che prevede esclusioni in base a una metodologia Esg proprietaria. Se poi si guarda a che cosa sta avvenendo all'interno delle società tecnologiche, emergono aspetti interessanti, perché si stanno tutte adoperando per consumare e spendere di meno o per lanciare progetti di compensazione all'utilizzo energetico. Un esempio che può risultare curioso è quanto sta avvenendo in Francia, dove si stanno installando alcuni server sotto le piscine per riscaldare l'acqua e raffreddare contemporaneamente le macchine: è un esempio innovativo e intelligente».

## Parlando, invece, di valutazioni dei titoli growth, nei quali investite, in particolare quelli legati all'Ai, quali sono le sue considerazioni?

«Rispetto al 2022, soprattutto per i segmenti big data, cloud e cybersecurity, le valutazioni sono salite. Tuttavia, va fatta una precisazione: in linea con la politica d'investimento del fondo, pensiamo che l'integrazione dell'Ai avverrà in altri settori, come le tecnologie medicali e l'industria 4.0. Anche nello stesso comparto tecnologico è opportuno cercare quelle aziende che hanno potenzialità non ancora espresse nell'ambito dell'Ai. Ciò significa, per noi investire nell'intelligenza artificiale a un prezzo ragionevole e ricercare quei business che presentano maggiori prospettive di crescita rispetto a quelle poche società che hanno un peso rilevante nel Nasdaq e che per la loro forza e dimensione hanno fatto salire le performance dei listini azionari nel 2023. Inoltre, sapendo che un ciclo di innovazione tecnologica dura circa 20-30 anni, non bisogna dimenticare che ora si è solo all'inizio di quello dell'intelligenza artificiale. Come in parte sta già avvenendo e ancora di più avverrà in futuro, emergeranno nuovi attori capaci di generare redditività, le cui valutazioni sono attualmente attrattive: noi cerchiamo e investiamo in questo tipo di aziende. È un lavoro di ricerca e di analisi che viene portato avanti da team dedicati che, se mi è concessa una metafora, hanno l'obiettivo di scoprire un universo popolato da alberi inoltrandosi nel cuore della foresta».

# Il modo migliore per investire nei semiconduttori

## Threadneedle (Lux) Global Technology

La tecnologia alimenta le nostre vite, ma cosa alimenta questa tecnologia?  
I semiconduttori, piccoli ma fondamentali componenti che consentono ai dispositivi che utilizziamo ogni giorno di funzionare.

Scopri come investire in un settore in evoluzione, con un fondo che investe nella tecnologia che non invecchia e gestito da uno dei team più grandi ed esperti.

### Rischi di cui tenere conto

Il fondo è esposto a una serie di rischi derivanti dai titoli in cui investe e dalle tecniche che adotta per raggiungere il suo obiettivo. Gli investitori sono invitati a leggere il Prospetto per una descrizione completa di tutti i rischi.

### Rischi d'investimento

Il fondo è esposto ai rischi associati all'investimento in azioni, alla concentrazione settoriale e alle valute.

[columbiathreadneedle.it/GlobalTech](http://columbiathreadneedle.it/GlobalTech)



columbiathreadneedle.it/  
GlobalTech

**Messaggio pubblicitario con finalità promozionali. Informazioni importanti:** Threadneedle (Lux) è una società di investimento con sede in Lussemburgo a capitale variabile ("SICAV"), gestita da Threadneedle Management Luxembourg S.A. Questo materiale non deve essere considerato un'offerta, una sollecitazione, una consulenza o una raccomandazione di investimento. La presente comunicazione è valida alla data di pubblicazione e può essere soggetta a modifiche senza preavviso. Le informazioni provenienti da fonti esterne sono considerate affidabili ma non vi è alcuna garanzia sulla loro accuratezza o completezza. L'attuale Prospetto informativo della SICAV, il Documento contenente le informazioni chiave e la sintesi dei diritti degli investitori sono disponibili in inglese e/o in italiano (ove applicabile) presso la Società di gestione Threadneedle Management Luxembourg SA, International Financial Data Services (Luxembourg) SA, il tuo consulente finanziario e/o sul nostro sito web [www.columbiathreadneedle.it](http://www.columbiathreadneedle.it). Threadneedle Management Luxembourg S.A. può decidere di porre fine agli accordi presi per la commercializzazione della SICAV. Emesso da Threadneedle Management Luxembourg S.A. iscritta al Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), con numero di registrazione B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo.

Columbia Threadneedle Investments è il marchio globale del gruppo di società Columbia e Threadneedle. 5622918 | WF366150 (04/23)

# Opportunità nel mercato energetico

a cura di **Pinuccia Parini**

Il mercato energetico sta mostrando alcuni trend che meritano delle riflessioni. Fondi&Sicav ne discute con **Marco Mencini**, head of research di **Plenisfer Investments Sgr**.

## **Da questa estate si è assistito a una ripresa del prezzo del petrolio, che rimane comunque molto volatile. Che cosa sta succedendo sul mercato?**

«Come premessa, vorrei lasciare a margine le considerazioni di carattere geopolitico, in particolar modo quelle che riguardano l'evoluzione della situazione in Medio Oriente, sulla quale permane incertezza: è indubbio che un allargamento del conflitto avrebbe ripercussioni importanti sul prezzo del greggio. Detto ciò, rilevo che, a livello mondiale, le dinamiche dell'offerta di petrolio mostrano due tendenze: il picco della produzione di shale oil americano e la possibilità di un calo di quella sul mercato russo».

## **È finita la grande rivoluzione del petrolio di scisto?**

«Lo shale oil americano ha prodotto circa 10 milioni di barili al giorno sul mercato, soddisfacendo la domanda addizionale di petrolio degli ultimi 15 anni, e ha contribuito alla moderazione del prezzo

della materia prima nell'ultimo decennio. Tuttavia, se si guardano le statistiche, si può notare che la produzione di petrolio di scisto ha iniziato una flessione, perché si stanno esaurendo i pozzi, la cui vita è molto più breve, se paragonata a quella dei bacini di greggio tradizionali: tre-cinque anni rispetto a 20-30 anni. Le implicazioni di ciò sono importanti, perché lo shale oil, da un lato, ha permesso agli Stati Uniti di diventare una nazione energeticamente indipendente, dall'altro, ha relegato l'Opec+ in una posizione subalterna agli Usa nel dettare il prezzo del petrolio. La diminuzione della produzione di shale oil rimette in discussione questa situazione. A ciò si aggiunge il fatto che paesi come l'Arabia Saudita si sono fatti promotori di una riduzione della produzione, giustificandola, da un lato, con la minore domanda futura provocata dalla transizione energetica, dall'altro, con il rallentamento del ciclo economico».

## **L'attesa di un rallentamento è una giustificazione credibile?**

«Direi che è un'ipotesi, perché attualmente questo rallentamento nelle economie occidentali non si riflette ancora in una flessione della domanda. Posso dire che, da un punto di vista statistico, negli ultimi 50 anni si sono verificate solo



**MARCO MENCINI**  
head of research  
**Plenisfer Investments Sgr**

tre vere interruzioni della richiesta di energia: la crisi petrolifera degli anni '70, quella finanziaria del 2008 e la pandemia nel 2020. In tutti gli altri casi, la sensibilità della domanda di petrolio rispetto all'evoluzione del Pil mondiale è stata relativamente modesta. Inoltre, il consumo di greggio in Cina, nonostante l'economia non dia segni di particolare vigore, è tornato ai livelli del 2019, grazie alla mobilità. Non è quindi un caso se, nell'ultimo trimestre dell'anno, si sta registrando una domanda superiore all'offerta».

#### **Per quali motivi si attende una diminuzione della produzione russa?**

«Perché, a causa della guerra in Ucraina, le joint venture tra aziende russe e occidentali, che avevano permesso di passare da 7 milioni a 11 milioni di barili al giorno negli ultimi 30 anni, non sono più operative. Se a ciò si somma anche l'embargo sull'importazione di tecnologia utilizzata nel settore, è ipotizzabile che nei prossimi tre-cinque anni, se le relazioni internazionali non si normalizzano, la Russia avrà una capacità produttiva sotto 10 milioni di barili al giorno».

#### **Quindi c'è la possibilità di trovarsi con qualche milione di barili di petrolio al giorno mancante?**

«Sì, è possibile. Inoltre, come conseguenza dell'agenda sulla transizione energetica, le aziende petrolifere hanno tagliato gli investimenti in previsione di una diminuzione stimata della domanda di petrolio legata al piano di decarbonizzazione, un ulteriore

fattore che contribuisce a diminuire ulteriormente l'offerta sul mercato».

#### **La curva dei prezzi forward sul petrolio che cosa indica?**

«È in estrema backwardation, condizione preferita dai paesi produttori di greggio, perché permette il massimo prezzo di realizzo nel breve termine e uno significativamente più basso a cinque anni, che riduce l'incentivo per le società petrolifere di incrementare la produzione. Non è quindi un caso che non si registri particolare fermento sul lato degli investimenti, che vengono fatti solo in base alle esigenze di cash flow e per mantenere i livelli di produzione esistenti. Tutto ciò a fronte di un recente bollettino dell'Agenzia internazionale per l'energia che stima nel 2030 il picco di domanda di petrolio e gas».

#### **Da un punto di vista dell'investimento, è quindi il caso di riconsiderare il settore petrolifero?**

«Direi di sì, perché almeno per diversi anni prevedo una situazione con prezzi di realizzo elevati, livelli di capex contenuti e una generazione di cassa straordinaria, con leve finanziarie molto virtuose. Oggi le società petrolifere, di fatto, non hanno debiti e trattano a valutazioni estremamente attrattive, che prezzano come se tra sette anni nel mondo non ci sia più bisogno di petrolio. In aggiunta, in un contesto di tassi che potrebbero rimanere elevati, vedo più a rischio i progetti legati alle rinnovabili, poiché aumenta il loro costo di finanziamento, comprimendo i ritorni. Inoltre, visto il deterioramento dei bilanci degli stati, diventa più complesso continuare con una politica di sussidi da parte dei governi. È indispensabile lavorare alla transizione energetica, ma ritengo che il programma che ci si è dati, in termini di tempistica, sia ambizioso. Credo che sia interessante considerare anche il comparto delle società che operano nella prestazione di servizi per il settore dell'energia e delle infrastrutture, che ha conosciuto un importante consolidamento. Il fenomeno si è manifestato anche nell'ambito dell'esplorazione e produzione, che si trova dinnanzi un mercato nel quale le

aziende petrolifere dovranno ricostituire le riserve e, di conseguenza, tornare a investire».

#### **Sempre in tema di materie prime, si è assistito a un significativo apprezzamento del prezzo dell'uranio. Come lo spiega?**

«In un contesto in cui l'approvvigionamento energetico avverrà attraverso un combinato di fonti, tra le quali gas, rinnovabili e petrolio, una componente vitale è diventata il nucleare. Quest'ultimo fornisce, da un lato, una stabilizzazione della produzione e, dall'altro, garantisce sicurezza energetica, un aspetto diventato più che mai importante in questi anni. È indubbiamente complesso costruire una centrale nucleare, ma, una volta installata, il ciclo di produzione dura circa 60-70 anni. L'aspetto più critico è però il reperimento del combustibile, ossia le barre di uranio arricchito. Diversi paesi nel mondo hanno riscoperto l'importanza di avere una fonte energetica interna. È successo così che le centrali atomiche, che avevano conosciuto una disaffezione nei loro confronti dopo l'incidente di Fukushima, hanno visto un ritorno degli investimenti e dell'interesse da parte degli stati ad aumentare il peso del nucleare all'interno delle fonti di approvvigionamento».

#### **Quindi il clima è cambiato?**

«Dalla Francia alla Gran Bretagna per arrivare sino in Cina, il cui piano è di costruire 300 centrali nucleari nei prossimi 30 anni, e in India, il contesto è sensibilmente cambiato. Ciò ha fatto sì che la domanda di uranio, dopo essere stata sostanzialmente stabile per oltre un decennio, ha cominciato a salire a fronte di un'offerta che rimane non adeguata, ragione per cui il prezzo della materia prima da 20-30 dollari per libbra, improvvisamente, nell'arco di un biennio, è passato a oltre 70. Il costo marginale di produzione dell'uranio nelle nuove miniere è stimato intorno a 85-90 dollari per libbra: penso, quindi, che sia plausibile aspettarsi, a tendere, un ulteriore apprezzamento della materia prima, alla quale, come investitori, guardiamo da tempo con attenzione».

# Puntare sulla duration

**a cura di Boris Secciani**

In una fase dei mercati obbligazionari ancora piena di incognite, **Owen Murfin**, institutional portfolio manager di **Mfs Investment Management**, è convinto che in alcune economie cicliche possa valere la pena alzare la duration negli investimenti obbligazionari.

**Che cosa vi aspettate da parte della Federal Reserve?**

«La Fed è diventata estremamente data dependent e sta operando con un approccio incentrato sull'attesa e l'osservazione dell'evoluzione dell'economia americana. Quest'ultima, per il momento, sta registrando un moderato rallentamento, senza però che si possa parlare di recessione: per esempio, il mercato del lavoro continua a essere forte. Al contempo, però, gli Stati Uniti mostrano un quadro fiscale caratterizzato tuttora da un elevato debito pubblico e un deficit di grande entità, a causa delle spese militari e dei piani di ammodernamento delle infrastrutture. Contemporaneamente, i tassi reali sono tornati al livello del 2008: si tratta di uno scenario non sostenibile e che richiederà alcuni aggiustamenti dolorosi che potrebbero portare a una contrazione economica anche a fronte di un settore corporate dai bilanci solidi».

**Che cosa vi aspettate, invece, sul****fronte europeo e nello specifico dalla Bce?**

«L'Europa deve gestire problemi rilevanti e destinati a non sparire molto in fretta. La maggiore economia del continente, la Germania, quest'anno potrebbe registrare una contrazione. In questa realtà il credito bancario si sta contraendo in maniera significativa, mentre la domanda esterna, soprattutto quella cinese, agisce come un grosso freno per il settore manifatturiero, che è cruciale per il Pil tedesco. Economie come la Spagna e l'Italia hanno fatto meglio fino a poco tempo fa, ma in gran parte ciò è stato dovuto a una ripresa della domanda domestica indotta dallo stimolo fiscale, che, però, è ormai giunto alla conclusione: di conseguenza, si stanno cominciando a vedere anche in questi due paesi seri segnali di rallentamento. Difficilmente la Bce potrà continuare a inasprire il costo del denaro».

**Di recente sul decennale Usa e tedesco sono stati registrati rendimenti che non si vedevano dai primi anni 2000; ci sono, secondo voi, opportunità in questo ambito?**

«Il quadro nel quale gli investitori in reddito fisso si trovano a operare è caratterizzato dalla presenza, per la prima volta da molti anni, di valutazioni attraenti per i governativi a lunga scadenza emessi dalle principali



**OWEN MURFIN**  
**institutional portfolio manager**  
**Mfs Investment Management**

economie. Ovviamente, per costruire un'esposizione alla duration a livello globale è necessario operare con molta attenzione e scegliere i paesi giusti».

#### **Quali caratteristiche cercate?**

«Ci stiamo concentrando su economie cicliche, caratterizzate da un elevato grado di apertura al commercio internazionale e da un forte livello di leva da parte di consumatori e aziende in ambito domestico. Si tratta di realtà che presentano un forte beta nei confronti del ciclo internazionale e che, probabilmente, andranno incontro a un marcato rallentamento sul piano macro nei prossimi mesi. Inoltre, l'alto indebitamento non offre molti margini sul potere di innalzare il livello dei tassi, anche nel caso di sorprese negative sul fronte dell'inflazione. Questo gruppo di paesi comprende il Canada, la Corea del Sud e la Svezia. Quest'ultima, in particolare, rappresenta uno dei nostri investimenti preferiti, grazie all'alta leva presente nel sistema».

#### **Quali sono oggi i vantaggi di puntare sulla duration?**

«Allo stato attuale, gli investitori stimano che l'inflazione per i prossimi 10 anni rimarrà al di sopra del target del 2% previsto dalla Fed. Di conseguenza, investire in bond costituisce un'eccellente forma di copertura dei rischi legati all'investimento in asset class che beneficeranno di pressioni più elevate sui prezzi: pensiamo, ad esempio, alle commodity. Le obbligazioni, nel caso che l'inflazione calasse più delle attese attuali, a differenza della liquidità, oltre al flusso di interessi permetterebbe-

ro anche di ottenere robusti guadagni in conto capitale».

#### **Se ci spostassimo, invece, nel campo del credito, che cosa emergerebbe?**

«Nel complesso, si tratta di un insieme che non può essere definito economico. Alcuni segmenti, come, ad esempio, l'investment grade americano, le mortgage-backed securities, sempre negli Usa, e gli emergenti, sono caratterizzati da prezzi interessanti. In altri casi, però, i corsi non riflettono gli attuali rischi. In particolar modo, in ambito high yield, gli spread si sono ristretti molto negli ultimi mesi, con performance che hanno seguito l'andamento dell'equity e che non riflettono i rischi di recessione all'orizzonte. Inoltre, molti emittenti hanno rinunciato a rifinanziarsi nel 2022, perché pensavano che da lì a poco il costo del denaro sarebbe tornato a livelli più contenuti. Il risultato è che ci troviamo oggi con uno scenario caratterizzato da tassi ancora più elevati e scadenze diventate molto brevi. Interi settori, come il real estate europeo, non si trovano certo in un quadro ideale per operare significativi rifinanziamenti».

#### **Quale visione avete sui coco delle banche europee?**

«Questi strumenti rappresentano una nicchia in cui i prezzi sono economici e gli spread più che adeguati. In particolar modo, le banche europee hanno compiuto negli ultimi anni un forte processo di rafforzamento patrimoniale, che ha coinvolto anche gruppi in precedenza in forte difficoltà. A tutto ciò si è accompagnato uno stile di gestione più conservativo, che si è riflesso, appunto, in un atteggiamento più cauto nell'erogazione del credito rispetto al passato».

#### **Che cosa si possono aspettare gli investitori dal Btp, che di recente ha mostrato volatilità e spread tendenzialmente più elevati?**

«Per molti anni investire nel debito della periferia europea ha fornito grandi soddisfazioni, ma è chiaro che oggi siamo in uno scenario decisamente diverso nel quale i corsi del Btp tuttora non sono così economici. Molto dipenderà da quanto stabile rimarrà l'evoluzione delle scelte di Francoforte. A fronte di una pausa nell'aumento dei tassi di interesse e a una riduzione ordinata del proprio portafoglio obbligazionario da parte della Bce, le emissioni italiane dovrebbero stabilizzarsi. Altrimenti è probabile che si vada incontro a ulteriori fasi di calo dei corsi e a volatilità».



# L'Ai ha sete di immaginazione

L'intelligenza artificiale non è una religione, è solo tecnologia; va compresa e guidata. Le applicazioni dell'Ai sono infinite e il limite è solo la nostra immaginazione, come ci ricorda la frase famosa di Albert Einstein: «L'immaginazione è più importante della conoscenza. La conoscenza è limitata, l'immaginazione abbraccia il mondo, stimolando il progresso, facendo nascere l'evoluzione».

Vi sono diverse fonti che citano le innumerevoli iniziative intraprese dalle aziende italiane in tema di intelligenza artificiale. Prendendo come riferimento il report di McKinsey, citato in un articolo del "Sole 24 Ore" del febbraio 2023, si apprende che la percentuale di organizzazioni che hanno implementato l'Ai è salita dal 20% del 2017 al 50% circa del 2022 ed è in continua crescita. Si tratta di aziende al di fuori del comparto tecnologico che stanno cercando di integrare l'Ai nei loro processi, nelle loro realtà. McKinsey, in particolare, si riferisce all'Ai generativa, che tutti hanno sperimentato almeno una volta per provare a rispondere a un bot au-

tomatico. Ai generativa, Llm appartengono tutte alla stessa famiglia dell'Ai cosiddetta "debole", che tanto ha fatto discutere per il timore che possa sostituire il lavoro umano e la sua creatività. La stessa paura che ha sempre accompagnato ogni evoluzione della tecnologia negli ultimi 100 anni, ma che non ha fermato il progresso. Un allarme che, secondo le nostre analisi, è solo parzialmente giustificata, ma, soprattutto, che non è direzionata correttamente. Ciò che è certo è che l'Ai rappresenta una svolta epocale, paragonabile all'elettricità di un secolo fa e non se ne può restare fuori o approcciarla in modo errato: questo è il vero pericolo del quale avere giustificato timore.

## UNA SPINTA CONTRARIA

Come sempre, grandissime opportunità comportano altrettanti rischi. Il timore di essere fuori da un fenomeno di tale portata come la diffusione dell'Ai, al quale siamo ininterrottamente esposti, può anche sviluppare una spinta contraria verso l'acquisizione indistinta

di qualsiasi tipo di intelligenza artificiale, senza comprendere come funziona esattamente e, quindi, che cosa può offrire. Le conseguenze, in qualche modo analoghe al più clinico "fear of missing out", sono un rischio di per sé.

Il timore di imboccare la strada sbagliata e rimanere fuori dalla storia è comunque reale perché, al momento attuale, secondo alcune stime che divergono fortemente a seconda delle diverse fonti, l'Ai risulta ancora poco sfruttata rispetto alle sue possibilità. Come mostra un sondaggio Us (figura 1), la percentuale più alta di utilizzo regolare all'interno delle proprie mansioni è il 14% nei settori tecnologici, media e telecomunicazioni; per tutti gli altri, (banche, energia, farmaceutico e retail) non si supera il 7%. La stragrande maggioranza degli intervistati l'ha provata almeno una volta o la usa fuori dal lavoro. In azienda, l'attesa di avere un tool pratico per migliorare i processi e innovare è grandissima. Purtroppo, però, stiamo sempre parlando di Ai generativa, una tecnologia che, ricordiamolo, ha oltre mezzo secolo. Invece, secondo un rap-

porto del 2021 della Banca Europea per gli Investimenti, l'Ue rappresenta solo il 7% degli investimenti in materia di intelligenza artificiale. Anche se stiamo rapidamente guadagnando terreno, con Francia, Germania e Regno Unito ai primi posti nella classifica, l'iniezione di investimenti massicci sull'Ai, purtroppo, è svolta ancora per la maggior parte fuori Europa: Stati Uniti e Cina arrivano primi nella corsa agli investimenti. È chiaro, però, che i due paesi non sono equivalenti, né dal punto di vista governativo, né da quello delle tradizioni e dei valori, né sul piano del sistema economico e sociale. È più che una sfida globale: è un conflitto silenzioso che si gioca in assenza di level playing field. È intelligente l'approccio del Giappone, che, oltre che in ricerca e sviluppo, sta investendo in formazione e implementazione delle competenze, regolamentazione e supporto alle imprese.

## COME IL GATTOPARDO

L'Europa, invece, rimane ancora soprattutto fortemente impegnata nella regolamentazione dell'intelligenza artificiale "debole", che sarà presto superata da altre tipologie di questa tecnologia. Comportamento purtroppo analogo alla situazione de "Il Gattopardo" di Giuseppe Tomasi di Lampedusa, con il protagonista, il principe Fabrizio, che è inerte di fronte al compito di salvare la propria famiglia e il proprio status sociale quando ormai la società sta cambiando e il suo mondo sta scomparendo. Sia che si tratti di supremazia digitale nazionale, sia che si tratti di etica, la competizione l'Europa deve vincerla sul piano della ricerca e dello sviluppo delle tecnologie, non può solo normare quelle pensate e prodotte da altri. La figura 2 dà alcuni cenni al quadro normativo

europeo che inquadra direttamente o indirettamente l'Ai e i sistemi informativi dei quali si deve necessariamente avvalere. Questa competizione passa necessariamente dallo sviluppo dell'Ai "forte", che si gioca sul livello della comprensione approfondita degli algoritmi e della matematica sottostante. Strada che sul territorio europeo, la piccola Repubblica di San Marino, ad esempio, ha intrapreso con aziende fortemente innovative nell'ambito dell'Ai e delle sue applicazioni, quali l'aerospazio.

## NON SOLO TECNOLOGIA

In conclusione, l'intelligenza artificiale non è come le altre tecnologie. Non attinge ai processi continui dell'innovazione, bensì a un momento epocale di rottura che spiega lo sconvolgimento che stiamo vivendo. L'Ai non è solo tecnologia, ma un forte connubio di scienza, matematica, tecnologia e ingegneria digitale. Il che spiega che abbiamo a che fare non più con uno strumento "enabler", cioè abilitante delle nostre azioni, bensì con una

componente coadiuvante dei nostri processi cognitivi e quindi delle nostre decisioni a monte. Da ciò deriva la necessità di guidare l'Ai dal suo concepimento, non solo limitandosi ai quadri normativi, ma applicando un principio di sovranità algoritmica.

La complessità di questa tecnologia ha bisogno dell'unione di saperi interdisciplinari, come dimostra la recente scoperta di "una legge della natura mancante" nata sotto la leadership del Carnegie Institution for Science, che ha necessitato di una squadra di ricerca fortemente multidisciplinare, composta da tre filosofi della scienza, due astrobiologi, un mineralogista, un fisico teorico e un data scientist.

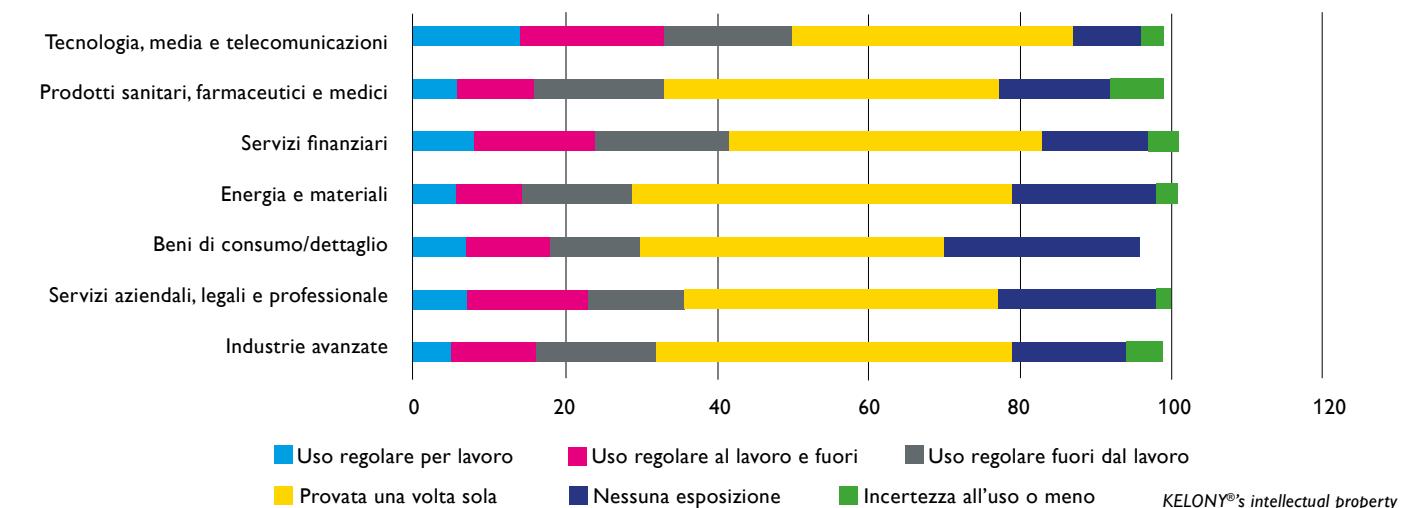
Più che mai, in modo analogo, l'Europa deve guadagnare leadership sull'Ai per potere includere aspetti valoriali di stampo "life first" sin dal suo concepimento e attuare processi algoritmici che promuovano e proteggano la vita, senza bias e senza discriminazioni, sotto ogni forma e a prescindere dagli ambiti di applicazione.

**FIGURA 2. QUADRO NORMATIVO EUROPEO CHE DEFINISCE DIRETTAMENTE O INDIRETTAMENTE L'Ai E I SISTEMI INFORMATIVI DEI QUALI SI DEVE NECESSARIAMENTE AVVALERE**

- |  |  |
|--|--|
| <b>1. Nis 2 Directive</b>                              | <b>12. Artificial Intelligence Act</b>   |
| <b>2. European Cyber Resilience Act</b>                | <b>13. Artificial Intelligence Liability Directive</b>                           |
| <b>3. Digital Operational Resilience Act (Dora)</b>    | <b>14. Framework For Artificial Intelligence Cybersecurity Practices (Faicp)</b> |
| <b>4. Critical Entities Resilience Directive (Cer)</b> | <b>15. European ePrivacy Regulation</b>  |
| <b>5. Digital Services Act (Dsa)</b>                   | <b>16. European Digital Identity Regulation</b>                                  |
| <b>6. Digital Markets Act (Dma)</b>                    | <b>17. European Cyber Defence Policy</b>   |
| <b>7. European Health Data Space (Ehds)</b>            | <b>18. Strategic Compass of the European Union</b>                               |
| <b>8. European Chips Act</b>                           | <b>19. Eu Cyber Diplomacy Toolbox</b>  |
| <b>9. European Data Act</b>                            | <b>20. General Data Protection Regulation (Gdpr)</b>                             |
| <b>10. European Data Governance Act (Dga)</b>          |  |
| <b>11. Eu Cyber Solidarity Act</b>                     |  |

KELONY®'s intellectual property

**FIGURA 1. GLI INTERVISTATI DI UNA RICERCA SVOLTA IN TUTTE LE REGIONI, I SETTORI E I LIVELLI DI SENIORITY, AFFERMANO DI UTILIZZARE GIÀ STRUMENTI DI AI GENERATIVA**



# Tra tempeste e bonacce

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

• **Il mercato globale delle imbarca-**

**zioni da diporto è previsto in cre-**  
**scita a un tasso annuale composto**  
**(Cagr) del 5,8% dal 2023 al 2030 e**  
**dovrebbe raggiungere un valore**  
**di 13,95 miliardi di dollari entro il**  
**2030.**

• **Il numero di ultra high net worth**  
**individual (persone con almeno 50**  
**milioni di dollari di liquidità dispo-**  
**nibile) è stimato in aumento 385**  
**mila individui entro il 2026, con un**  
**incremento annuale di 24 mila uni-**  
**tà.**

Il mercato globale delle imbarcazioni da diporto è previsto in crescita a un tasso annuale composto (Cagr) del 5,8% dal 2023 al 2030, e dovrebbe raggiungere il valore di 13,95 miliardi di dollari entro il 2030. In particolar modo, nel breve termine, il segmento delle imbarcazioni entrobordo dovrebbe registrare l'incremento più significativo, mentre, in un orizzonte temporale di medio

termine, saranno le imbarcazioni tra 80 e 150 piedi di lunghezza a guidare il mercato in termini di crescita, seguite da quelle di 40-60 piedi.

Il mercato dei superyacht è in fase di apparente e temporaneo rallentamento: Al 1° settembre 2023, i numeri delle vendite, sia del nuovo, sia dell'usato, di barche con una lunghezza di oltre 30 metri, erano in calo rispetto allo stesso periodo del 2022: -34% per quanto riguarda le imbarcazioni nuove, -25% per l'usato. Sebbene sia atteso un miglioramento della situazione durante il terzo e il quarto trimestre dell'anno, le performance del mercato sono indubbiamente inferiori al 2022, che era già un anno molto più lento a confronto con il picco eccezionale del 2021. Per quanto riguarda il 2024, per questo particolare settore, se le prospettive economiche e i tassi di interesse si stabilizzassero, sarebbe possibile assistere a un rimbalzo del trend nel corso del prossimo anno.

La segmentazione settoriale degli yacht, specialmente quelli di dimensioni superiori a 24 metri di lunghezza, è suddivisa in mercato del

nuovo, dell'usato, del refitting e del charter. Nel refitting, nel periodo 2021-22, ci sono stati segnali positivi, grazie anche al numero di vendite del 2022 che indica buone prospettive per l'industria delle ristrutturazioni. La crescita della flotta di yacht, infatti, richiederà manutenzioni regolari.

Il mercato del charter, invece, nel 2023, si sta mostrando più fiacco rispetto all'anno precedente. Tuttavia, a sentire i broker, il 2023 si sta rivelando un anno con interessanti opportunità e la fase di rallentamento riscontrata in altri segmenti viene percepita più come un riequilibrio del mercato che un vero cambiamento di tendenza.

I driver principali del mercato degli yacht sono identificabili nei due seguenti fattori.

**Reddito e ricchezza individuale.** La domanda di yacht è fortemente influenzata dal reddito e dalla ricchezza individuale. I clienti ad alto reddito netto (Hnwi) rappresentano una parte significativa del mercato degli yacht e il numero di ultra high net worth individual (persone con almeno 50 milioni di dollari di liquidità disponibile) dovrebbe raggiungere 385 mila individui entro il 2026, con un incremento annuale di 24 mila unità. Viene inoltre segnalato un abbassamento

## MONACO YACHT SHOW

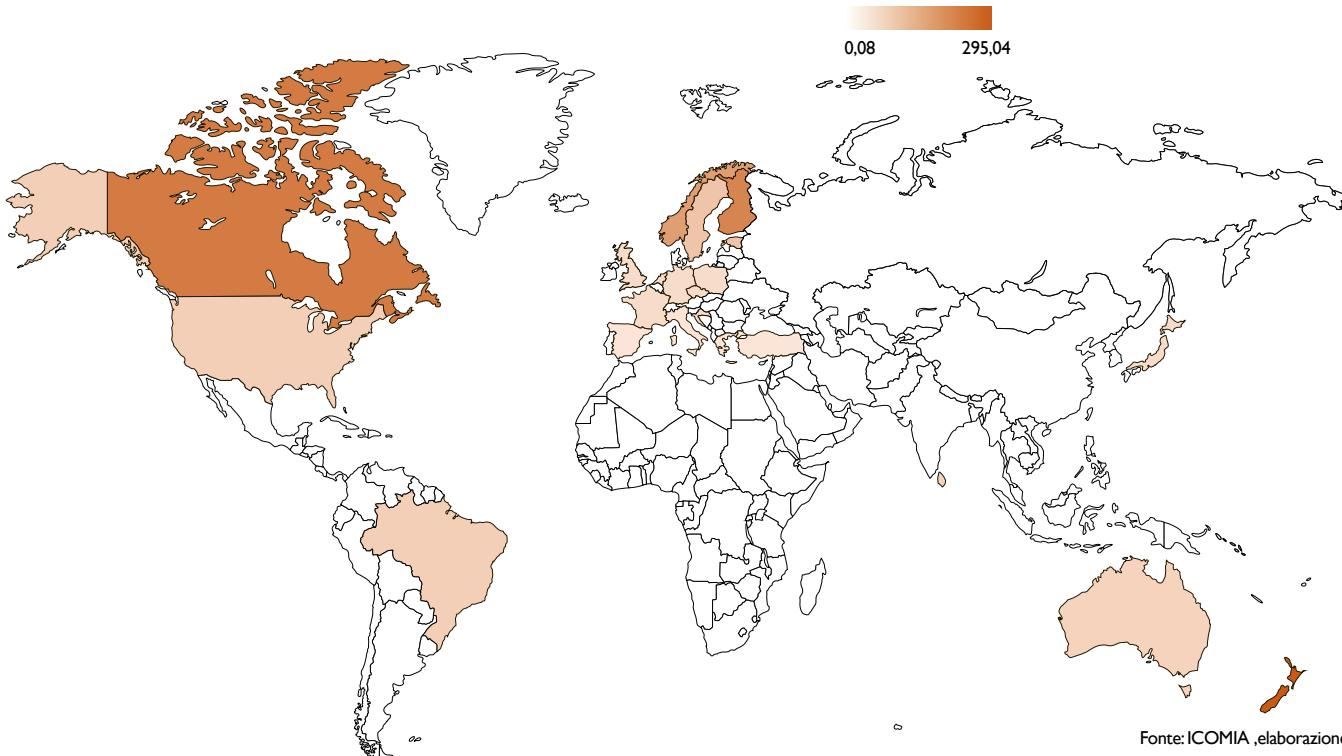


dell'età media degli acquirenti di superyacht, che è passata da 56 a 48 anni in soli due anni: ciò ha portato a una più ampia base di clienti e a una maggiore attenzione dei nuovi possessori alle soluzioni sostenibili.

## Innovazioni tecnologiche e sosteni-

**bilità ambientale.** Le nuove tecnologie, legate alla riduzione delle emissioni, hanno aperto innovative e promettenti prospettive. Il futuro sviluppo economico globale sarà sempre più influenzato dalla necessità di ridurre gli impatti socio-ambientali, in linea con gli obiettivi dell'Agenda 2030 delle

## DISTRIBUZIONE DEL PARCO NAUTICO MONDIALE ESPRESSO IN TERMINI DI UNITÀ DA DIPORTO PER 1.000 ABITANTI



Fonte: ICOMIA, elaborazione AIAIG

Nazioni Unite e del Green deal dell'Unione Europea. Anche se il settore marittimo contribuisce solo in misura limitata alle emissioni globali di gas serra, con una percentuale insignificante dello 0,22% attribuibile agli yacht, la sostenibilità non è più una scelta opzionale.

## ANALISI SWOT

### Punti di forza

#### - Crescita costante del mercato.

Il mercato globale degli yacht è salito a un tasso medio annuo del 4,5% tra il 2017 e il 2022, raggiungendo un valore di 12,5 miliardi di dollari nel 2022. Questo aumento è stato trainato da una serie di fattori, tra i quali la crescente ricchezza dei consumatori ad alto reddito, l'incremento del turismo nautico e l'innovazione tecnologica nel settore.

**- Branding forte.** I marchi di yacht di lusso sono tra i più riconoscibili al mondo: Azimut, Benetti, Ferretti e Riva sono solo alcuni di quelli che godono di una forte reputazione e della fedeltà dei clienti.

**- Tecnologia avanzata.** Il settore della nautica è all'avanguardia nell'innovazione tecnologica. I nuovi yacht sono dotati di tecnologie avanzate come propulsori ibridi e sistemi di sicurezza (safety & security) di nuova generazione.

### Punti di debolezza

**- Mercato segmentato.** Il mercato è altamente segmentato, con una gamma di prodotti che va dai piccoli yacht da diporto ai grandi megayacht. Ciò può rendere difficile per i cantieri navali raggiungere una scala di produzione efficiente.

**- Costi elevati.** Gli yacht sono prodotti costosi da progettare, costruire e mantenere. Questo aspetto può limitare la domanda, in particolare nei mercati emergenti.

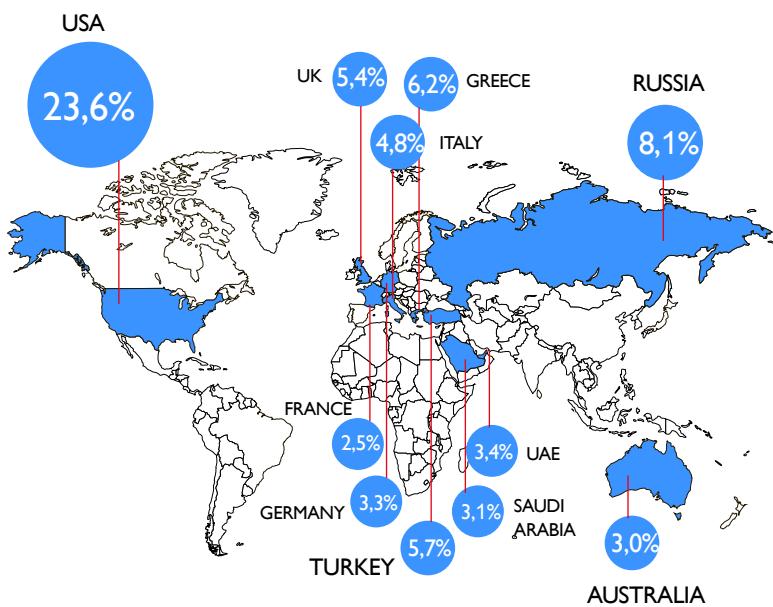
**- Regolamentazione.** Il settore della nautica è soggetto a una serie di regolamenti che possono aumentare i costi e la complessità della produzione.

### Opportunità

#### - Crescita nei mercati emergenti.

Lo sviluppo degli emerging market, come la Cina e l'India, sta creando nuove opportunità per i cantieri navali. Questi mercati offrono un potenziale significativo per l'aumento delle vendite di yacht.

NAZIONALITÀ DEI PROPRIETARI DI SUPERYACHT, (NUMERO DI YACHT CON LUNGHEZZA SUPERIORE A 40 METRI, DATI 2023)



Fonte: Superyacht Times

**- Turismo nautico.** Il turismo nautico è un settore in crescita e gli yacht sono un mezzo popolare per esplorare nuovi luoghi. Ciò crea nuove opportunità per i cantieri navali di offrire yacht charter e servizi di ospitalità.

**- Innovazione tecnologica.** L'innovazione tecnologica sta creando opportunità per i cantieri di sviluppare nuovi prodotti e servizi. Ad esempio, i recenti yacht elettrici stanno diventando sempre più popolari, grazie ai loro bassi costi operativi e al loro impatto ambientale ridotto.

### Minacce

**- Concorrenza globale.** Il settore della nautica è altamente competitivo, con cantieri presenti da tutto il mondo. Questo aspetto può rendere difficile per i player europei mantenere la loro posizione di leadership.

**- Crisi economiche.** Una crisi economica può avere un impatto negativo sulla domanda di yacht.

**- Cambiamento climatico.** Il cambiamento climatico sta causando l'innalzamento del livello del mare e l'aumento dell'intensità degli eventi meteorologici estremi, fattori che possono rappresentare una minaccia per i cantieri navali che si trovano in aree costiere. Inoltre, qualora il mercato dello yachting fallisse l'obiettivo della decarbonizzazione, si creerebbe un elemento di rilevante criticità.

### Scenario 1: crescita forte (probabilità elevata)

Questo scenario è caratterizzato da una continua forte domanda da parte degli Hnwi e di altri consumatori e da condizioni economiche favorevoli. Ci si aspetta che il mercato degli yacht cresca a un tasso annuo composto (Cagr) del 5,8% dal 2023 al 2030, raggiungendo un valore di 13,95 miliardi di dollari entro il 2030.

### Scenario 2: crescita moderata (probabilità media)

Questo scenario è caratterizzato da una crescita più lenta rispetto allo scenario 1, a causa di fattori come il rallentamento dell'economia globale o l'aumento della concorrenza da parte di altri beni e servizi di lusso. In questo caso, il mercato degli yacht crescerebbe a un Cagr del 3,5% dal 2023 al 2030, arrivando a un fatturato di 12,4 miliardi di dollari entro il 2030.

### Scenario 3: crescita debole (probabilità bassa)

Questo scenario è caratterizzato da una crescita debole o addirittura negativa, a causa di fattori come una recessione globale o un aumento delle restrizioni legate alle normative ambientali. Qualora si avverasse questo scenario, il mercato degli yacht crescerebbe a un tasso annuo composto dell'1,5% dal 2023 al 2030, raggiungendo un valore di 11,5 miliardi di dollari entro il 2030.

DALLE NOSTRE RADICI,  
NASCE VALORE PER IL VOSTRO FUTURO.



Ph. Vincent Peters | EMPORIUM

**CREDEM**

**EUROMOBILIARE  
PRIVATE BANKING**

# Dalle conchiglie cauri al bitcoin

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

«I nomi delle monete risuonano delle carezze di molte mani», scriveva il premio Nobel Elias Canetti nel suo «Aforismi per Marie-Louise», una raccolta composta nel 1942. Il nome moneta deriva dal verbo latino moneo (avvertire), ed era l'appellativo attribuito dai romani a Giunone, dopo che, nel 396 a.C., le oche (sacre alla dea) che sorvegliavano il suo tempio sul Campidoglio, starnazzando rumorosamente, li avvertirono del tentativo di assalto al colle da parte dei Galli di Brenno. Quattro decenni dopo, in prossimità di quel tempio, fu edificata la zecca, che venne messa proprio sotto la protezione della dea Moneta; da lì l'appellativo si trasferì a ciò che essa produceva, monete appunto, diventando un sostantivo.

## CONCHIGLIE E MONETE

«Viaggio nella moneta: dalle conchiglie cauri al Bitcoin» è il titolo dell'evento, nell'ambito dei Financial Literacy Days 2023, che lo scorso 18 ottobre si è tenuto a Roma, con l'organizzazione congiunta di 21Shares, multinazionale attiva nel settore delle criptovalute, e della Società italiana analisi tecnica. Tra i relatori della serata, **Angela Orlandi**, direttrice scientifica della **Fondazione Istituto In-**

**ternazionale di Storia Economica “F. Datini” di Prato** e titolare della cattedra di Storia economica della moneta e della banca presso il Dipartimento di scienze per l'economia e l'impresa dell'**Università degli studi di Firenze**, che ha ripercorso la storia della moneta dai suoi esordi fino agli albori del secolo attuale. Pochi sanno che le prime monete a larga diffusione furono conchiglie (i cauri) appartenenti alla famiglia delle Cipree, gasteropodi caratterizzati, particolare non secondario, da dimensioni pressoché uguali e da una brillantezza e una lucidezza simili a quelle della porcellana, ma molto più resistenti, il che le rendeva impossibili da contraffare e facili da trasportare, da riconoscere e da commerciare anche senza bisogno di strumenti per la loro pesatura.

O, ancora, molti ignorano che l'espressione “essere ricco come Creso” risale al fatto che i primi oggetti col marchio del re e fabbricati in elettro (una lega naturale di oro e argento) vennero coniati nel VII secolo a.C. in Lidia, nell'odierna Turchia, dalla famiglia regnante dei Mermnadi di cui Creso, appunto, fu il più noto rappresentante. Oppure, che il primo tentativo di dotare (quasi) tutta l'Europa di un'unica moneta fu effettuato da Carlo Ma-

gno alla fine del VII secolo d.C. dividendo una libbra d'argento in 240 denari. In realtà il denaro d'argento carolingio era l'unica moneta effettivamente prodotta, mentre i suoi multipli (il soldo, equivalente a 12 denari, e la lira, che valeva a 20 soldi) erano monete fantasma, utilizzate solo nei libri contabili. Fu a partire dalla metà del '200, quando si affermò la potenza delle grandi città italiane che esportarono nel mondo conosciuto le tecniche bancarie e commerciali, che si ritenne necessario ritor-

“ **Con l'avvio e lo sviluppo di nuove tecnologie nell'ultimo cinquantennio, la moneta è diventata sempre più immateriale** ”

\* 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.

nare al conio d'oro: a Firenze si batté il fiorino, a Genova il genovino e a Venezia il ducato. E poco più tardi comparvero i primi fiorini contraffatti («ei m'indussero a battere i fiorini ch'avevan tre carati di mondiglia», fa dire Dante a Mastro Adamo nella Divina Commedia), stilisticamente meno curati, e quelli firmati, cioè realizzati da altre zecche autorizzate. Nel '300 il fiorino d'oro era, forse, la moneta più diffusa e imitata al mondo!



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



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

#### DALLE BANCONOTE AL BITCOIN

Ma trasportare fisicamente le monete, di qualsiasi metallo o lega fossero, iniziava a diventare scomodo e costoso, così come lo era custodirle adeguatamente; servivano alternative. Nacquero pertanto i primi titoli di credito: la lettera di cambio, probabilmente ideata a Genova intorno al XII secolo, il mandato di riscossione e l'assegno, che erano caratterizzati dall'interposizione tra i soggetti di una figura nuova nella quale tutti riponevano fiducia e che garantiva il buon fine dell'operazione, il banchiere privato. E mentre in oriente le prime monete di carta erano diffuse già a metà del '200 (ce lo narra Marco Polo ne "Il Milione"), le prime banconote, monete cartacee rappresentative di un deposito a monte, convertibili nell'equivalente valore in oro, vennero emesse in Europa a metà del '600 dalla Banca Nazionale di Svezia, la prima ad avere il privilegio di emissione sotto il controllo non del regnante, bensì del parlamento.

Angela Orlandi ha arricchito il suo racconto con affascinanti immagini di preziosi, rari e inconsueti manufatti e reperti esposti attual-

**L'ALBERO DEGLI ZECCHINI**

Moneta e mezzi di scambio alternativi: dalle origini a un futuro da comprendere

a cura di Angela Orlandi

Prato  
Museo di Palazzo Pretorio  
14 maggio - 6 gennaio 2023

Orario  
dalle 10.30 alle 18.30  
tutti i giorni (eccetto il martedì non festivo)

La biglietteria chiude alle ore 18.00

[www.istitutodatini.it](http://www.istitutodatini.it)  
[www.palazzopretorio.prato.it](http://www.palazzopretorio.prato.it)

Con il patrocinio di:

mente nella mostra "L'albero degli zecchini. Moneta e mezzi di scambio alternativi: dalle origini a un futuro da comprendere", realizzata dalla Fondazione istituto internazionale di storia economica "F. Datini" con il comune di Prato presso il Palazzo Pretorio della città toscana e che proseguirà fino al prossimo 6 gennaio. Con l'avvio e lo sviluppo di nuove tecnologie nell'ultimo cinquantennio, la moneta è diventata sempre più immateriale. Carte di debito (bancomat), carte di credito, home banking, metodi di pagamento digitali come Paypal, portafogli digitali offerti da intermediari finanziari o da piattaforme di acquisto sul web, applicazioni per gli smartphone (come Satispay o Yap) hanno favorito una più rapida e comoda spendibilità del denaro, spingendone la circolazione a ritmi prima impensabili e con effetti dirompenti sul commercio.

Anche la creazione di moneta sta diventando immateriale con l'avvento, negli ultimi anni, delle criptovalute. Basati su una tecnologia chiamata blockchain che prende nota di tutte le transazioni in un registro pubblico distribuito (distributed ledger technology), questi asset digitali sono decentralizzati e non sono controllati da un'autorità centrale o un governo. Il loro processo di creazione e controllo è definito dalle procedure e dalle regole del protocollo specifico di ciascuno di essi. Le transazioni con criptovalute possono essere pseudonime o ad-

dirittura anonime (cioè, mentre può offrire un maggiore livello di privacy, solleva preoccupazioni sul loro uso illegale e l'elusione fiscale) e la loro trasferibilità può avvenire da qualsiasi parte del mondo semplicemente accedendo alla rete e dotandosi di un portafoglio digitale, senza la necessità di una struttura finanziaria intermedia. Le criptovalute, inoltre, hanno un valore non intrinseco, ma basato sulla domanda di mercato. Infine, non sono riconosciute come valuta legale in molti paesi, anche se è da segnalare l'esperimento della repubblica di El Salvador, che ha adottato i bitcoin come valuta legale, con tutto ciò che la svalutazione o la rivalutazione di questa criptovaluta comporta. In ogni caso il Paese centro-americano continua a mantenere il suo enorme debito pubblico in dollari! Aggiungiamo che, da questo novembre, la Banca Centrale Europea passerà alla fase di disegno operativo dell'euro digitale per affiancare «probabilmente dal 2026 in avanti» al contante una moneta pubblica in forma elettronica.

#### RIPENSARE LA MONETA

A conclusione di questo breve excursus, che abbraccia però qualche migliaio di anni di storia, facciamo alcune considerazioni. Una la condividiamo con **Claudia Hammond**, giornalista e conduttrice radiofonica della **Bbc**, che l'ha espressa in un suo libro di qualche anno fa: uno dei motivi per cui il debito personale è aumentato nell'ultimo decennio è che i prodotti finanziari personali sono proliferati come funghi e oggi abbiamo a disposizione molti più modi di ottenere credito e dilazionare un pagamento. Un altro motivo è che siamo ancora in una sorta di periodo di transizione mentale verso i pagamenti senza contanti e la nostra capacità di autocontrollo nel gestire i soldi virtuali è ancora meno forte e solida di quanto vorremo: ecco perché tendiamo a spenderli molto più facilmente rispetto a quelli reali (si parla, in questo caso, di disconnessione dalla spesa). Bisognerà quindi educare i giovani, che vedono sempre più raramente i loro genitori pagare in contanti, a una nuova contabilità mentale. Forse il contante potrebbe addirittura sparire del tutto tra non molti anni e per le generazioni future i veri soldi saranno solo numeri su uno schermo. Ma ciò che dovrà assolutamente restare è la consapevolezza del valore effettivo del denaro, il suo corretto controllo nell'ambito del proprio bilancio personale e familiare e una gestione comunque responsabile della moneta: che sia metallica, cartacea, elettronica o virtuale.

# Positivi sull'azionario

a cura di Boris Secciani



**LAURA BIANCATO**  
portfolio specialist global  
balanced risk control team  
**Morgan Stanley**  
**Investment Management**

In un quadro globale incerto, **Laura Biancato**, portfolio specialist global balanced risk control team di **Morgan Stanley Investment Management**, ritiene che negli Usa ci saranno un soft landing dell'economia e, quindi, buone opportunità sull'azionario.

#### **Potrebbe descrivere la filosofia alla base della vostra strategia global balanced risk control?**

«L'obiettivo fondamentale della nostra gestione di portafoglio, in questo ambito, è di generare rendimenti stabili cercando di mantenere il rischio sotto controllo. In particolare, il nostro scopo è mantenere la volatilità delle nostre performance costante fra il 6% e il 7%, con una fascia di oscillazione massima fra il 4% e il 10%. Per fare ciò, investiamo, sia in reddito fisso, sia in azionario, aumentando l'esposizione a quest'ultimo quando ci aspettiamo livelli di volatilità in diminuzione. Ovviamente, la percentuale di equity detenuta viene ridimensionata quando riteniamo più probabile lo scenario inverso. Ciò ci ha permesso di fornire ai nostri investitori un rendimento stabile negli anni, escluso il 2022 che è stato un periodo caratterizzato da un'elevata correlazione fra azionario e obbligazionario».

#### **Quale scenario vi attendete per il futuro?**

«La Fed, così come le altre principali banche centrali, saranno estremamente dipendenti dai dati, con l'obiettivo di continuare a ridurre l'inflazione e allo stesso tempo di evitare una recessione. A ciò si aggiunge il fatto che, nello specifico statunitense, riteniamo che l'economia sia ancora piuttosto forte, giustificando il nostro scenario di soft landing o lieve recessio-

ne all'orizzonte. Di conseguenza, gli investitori, a nostro avviso, dovranno adattarsi a uno scenario di inflazione e tassi di interesse più elevati più a lungo. Anche quando la Fed comincerà ad abbassare i tassi, probabilmente lo farà in maniera prudente e graduale, operando riduzioni di 25 punti base e non con l'intensità dei rialzi del passato. Dall'altra parte, riteniamo che la maggiore fonte di inflazione sistematica per gli Usa sia da ricercare nel mercato immobiliare. Quest'ultimo, infatti, è gravato da limiti strutturali all'offerta e costo del denaro elevato, che vediamo difficile ridursi nel breve termine. In Europa, il quadro macro è più debole e iniziamo a parlare di possibile stagflazione. Il settore manifatturiero è caratterizzato da problemi strutturali, dovuti a una perdita di competitività esacerbata dalla recente crisi energetica».

#### **In un simile paradigma, che cosa ci si può attendere dall'asset class azionaria nel suo complesso?**

«Storicamente, la percentuale del nostro portafoglio collocata in equity ha oscillato fra il 12% e l'82%; al 30 settembre 2023 siamo intorno al 60% nel nostro fondo flagship, Ms Inv Global Balanced Risk Control. Questo dato fa comprendere che la nostra view è nel complesso ottimistica e coerente con il nostro scenario di soft landing. Peraltro, è dal dicembre dell'anno scorso che abbiamo incrementato le nostre posizioni in azioni. Infatti, un simile contesto economico, accompagnato da un'inflazione più elevata, è generalmente favorevole a questa asset class. Le aziende quotate sono spesso ben posizionate in una simile situazione, perché le valutazioni azionarie sono misurate in termini nominali, per cui l'inflazione è additiva ai loro rendimenti».

#### **In ambito obbligazionario, invece, pensate che le turbolenze perdureranno?**

«Nel reddito fisso riteniamo che la situazione di incertezza sia destinata a persistere, con una volatilità più elevata rispetto a quanto visto in era pre-Covid. Inoltre, in questo ambiente riteniamo che convenga essere cauti per quanto riguarda la duration. Nel nostro portafoglio, dati i rendimenti attiranti, abbiamo solo recentemente iniziato ad aumentare la duration sulla parte governativa legata ai mercati sviluppati. Infatti, i term premia e i rendimenti delle emissioni a lunga scadenza sono saliti a sufficienza».

#### **Quali sono, invece, le vostre preferenze attuali per quanto riguarda il credito?**

«Nel segmento investment grade, la loro duration è abbastanza elevata e gli spread si sono già piuttosto ridotti: è difficile pensare che potranno assottigliarsi ulteriormente. Per questo motivo abbiamo diminuito la nostra posizione nel segmento Ig statunitense, nel quale la duration è più elevata rispetto a quella europea. Invece, vi sono ancora diverse opportunità interessanti nell'high yield, nel quale gli spread dovrebbero essere supportati in uno scenario di soft landing. È vero che diverse società nel prossimo futuro potrebbero avere difficoltà a rifinanziarsi, ma non ci aspettiamo un incremento dei tassi di default significativo. Rispetto al 2007-2008, oggi le aziende che rientrano in questo gruppo di emittenti vantano bilanci molto più solidi. Rendimenti interessanti e bassa duration sono presenti anche fra le asset backed securities».

# «Siamo una società agnosta»

a cura di Boris Secciani

Una gestione azionaria basata soprattutto sull'indipendenza di giudizio e sull'uso costante della ricerca proprietaria messa a punto negli anni. Sono queste le caratteristiche principali dell'operatività di **Flossbach von Storch**. A parlarne è il portfolio director equities **Kubilay Yalcin**.

#### **Qual è il vostro approccio all'investimento azionario?**

«Noi ci definiamo una società di asset management agnosta per quanto riguarda i benchmark. I nostri portafogli sono infatti costruiti con un approccio rigorosamente bottom up, senza alcuna discriminazione o filtri per quanto riguarda i settori di appartenenza. Inoltre, non ricorriamo all'uso di metodologie quantitative: utilizziamo la nostra ricerca proprietaria, con un team composto da 30 analisti che operano con un approccio ormai consolidato. Infatti, esaminiamo vari fattori per valutare la qualità di un'azienda che, per noi, deriva dalla forza e dalla prevedibilità della crescita dei flussi di cassa attesi. La verifica della qualità e la sua integrazione nelle valutazioni delle aziende sono la base delle nostre decisioni d'investimento. La valutazione del rapporto rischio/rendimento che ne deriva si basa su una distribuzione di probabilità risultante dalla nostra analisi proprietaria. Inoltre, concepiamo il rischio come una variabile economica, come il rischio di perdite permanenti contrapposto alle fluttuazioni di breve termine. In caso positivo, il titolo viene inserito in un gruppo di 160 azioni, che rappresenta l'universo investibile per i nostri portfolio manager. Tengo a precisare che noi siamo investitori con un orizzonte di medio e lungo periodo, quindi, né inseguiamo mode

estemporanee, né eliminiamo dalle nostre scelte una società solo a causa di problemi contingenti che non impattano i fondamentali di lungo periodo. Dato il nostro approccio, per noi è vitale incontrare spesso il management delle realtà presenti in portafoglio».

#### **Quali caratteristiche volete perché un gruppo entri fra le vostre scelte?**

«Cerchiamo aziende che siano dotate di forti cash flow, un notevole potenziale di crescita e un'elevata visibilità dei già citati flussi di cassa. Inoltre, per noi la disciplina in termini di valutazioni è irrinunciabile: un'azione acquistata a un prezzo troppo elevato difficilmente potrà generare i rendimenti che cerchiamo. Ciò non toglie che, se un business presenta metriche non basse, ma comunque giustificate dal suo potenziale, possiamo ugualmente costruirvi una posizione: nel segmento della tecnologia è possibile individuare società con questo profilo».

#### **Quale tipo di gruppi presenta per voi le migliori occasioni?**

«Il caso della tecnologia, trainata da una crescita strutturale e driver fondamentali favorevoli, è interessante. Tuttavia, per citare un trend attuale, le prospettive dei titoli prediletti dal clamore intorno all'Ai potrebbero essere nebulose. Per certi versi, ciò ricorda quanto è successo durante la prima ondata di internet nel 1999 con l'ascesa di nomi privi di profitti (e in molti casi anche di fatturati rilevanti), poi spariti velocemente. Al giorno d'oggi è ancora troppo presto per avere un'idea precisa di quali saranno le Amazon o le Alphabet dell'Ai. Al contempo, però, nell'alveo dell'It si trovano oggi gruppi di software e di



**KUBILAY YALCIN**  
portfolio director equities  
**Flossbach von Storch**

servizi informatici con una posizione competitiva molto elevata e margini notevoli caratterizzati da forte visibilità, in quanto alcune di queste aziende si stanno spostando verso un modello incentrato sull'abbonamento».

#### **Dall'altra parte, vedete opportunità nel settore manifatturiero?**

«Sì, in particolar modo ci posizioniamo su quei gruppi che hanno sviluppato beni, servizi e tecnologie praticamente irrinunciabili per i clienti. Ciò conferisce loro un vantaggio competitivo che permette di superare meglio di altri le fasi di contrazione, che, di conseguenza, possono essere anche l'occasione per aumentare le nostre posizioni a valutazioni più contenute. Ci tengo a precisare, infatti, che noi evitiamo di fare market timing, perché è praticamente impossibile prevedere il futuro. Nessuno, ad esempio, nel 2019 avrebbe immaginato che di lì a poco saremmo andati incontro a una pandemia disastrosa. Perciò, investire con il nostro stile costituisce anche un pilastro per la nostra gestione del rischio».

#### **Possiamo approfondire quest'ultimo aspetto?**

«Pensiamo, ad esempio, allo scoppio dell'inflazione nell'ultimo biennio: quando è diventato chiaro che cosa stava succedendo, sempre più investitori e analisti hanno cominciato a concentrarsi su quelle società dotate di un forte potere di imporre i propri prezzi. Noi riteniamo, però, che, selezionando le aziende con i criteri esposti in precedenza, andiamo a scegliere titoli che sono in grado di superare con successo ogni scenario di mercato a lungo termine, persino quelli che ancora non prevediamo».

### IL REGISTRO DEI TITOLARI EFFETTIVI

## Gli aspetti generali e le iniziali criticità

di **Lorenzo Macchia** (Zitiello Associati)



Dopo anni di gestazione, il 9 ottobre 2023 è stato pubblicato in gazzetta ufficiale l'ultimo atto normativo che sancisce l'avvio dell'operatività del registro dei titolari effettivi.

Le imprese dotate di personalità giuridica (Spa, Srl, Sapa e Soc. Coop.), le persone giuridiche private, nonché i trust e gli istituti giuridici affini al trust, dovranno comunicare all'ufficio del registro delle imprese i dati e le informazioni relative alla titolarità effettiva entro l'11 dicembre 2023, affinché quanto trasmesso venga iscritto nelle apposite sezioni del suddetto registro.

L'Italia, con questo ultimo passo, seppure in ritardo rispetto ad altri stati membri, ha dunque istituito il registro dei titolari effettivi, in attuazione della Direttiva 849/2015 (cosiddetta. IV Direttiva Antiriciclaggio), come modificata dalla Direttiva 849/2018.

#### UN TASSELLO FONDAMENTALE

La costituzione a livello nazionale di una banca dati della titolarità effettiva dei soggetti giuridici sopra elencati è da considerare, nelle intenzioni del legislatore comunitario, un tassello fondamentale nella lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo. Peraltro, i dati e le informazioni in merito alla titolarità effettiva, che andranno a popolare il registro italiano, saranno accessibili anche ai soggetti esteri in virtù del sistema di interconnessione dei registri dei titolari effettivi (cosiddetto BORIS) elaborato dall'Unione Europea, che consente di reperire informazioni di imprese, persone giuridiche, trust e istituti giuridici registrati presso i registri nazionali dei paesi dell'Ue, Islanda, Liechtenstein e Norvegia. Sono previste due sezioni, quella autonoma e quella speciale. La prima accoglie i dati e le informazioni sulla titolarità effettiva delle imprese dotate di personalità giuridica e delle persone giuridiche private, mentre la seconda reca le informazioni sulla titolarità effettiva dei trust produttivi di effetti giuridici rilevanti a fini fiscali, nonché degli istituti giuridici affini, stabiliti o residenti in Italia.

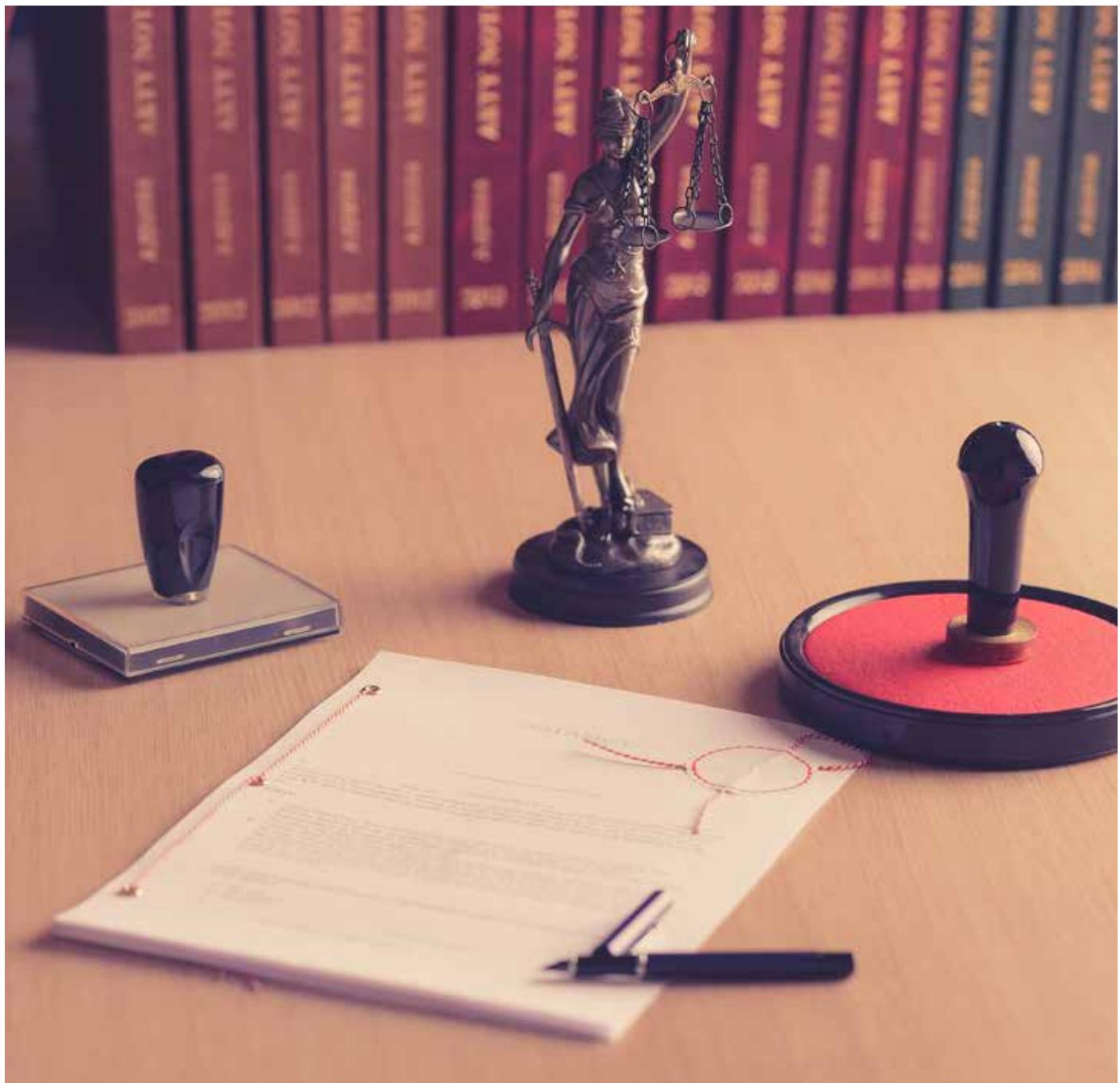
L'accesso alle due sezioni è consentito a determinate Autorità, individuate dal d.lgs. 231/2007 (cosiddetto Decreto Antiriciclaggio), impegnate nella lotta al riciclaggio e al finan-

*Le imprese dotate di personalità giuridica (Spa, Srl, Sapa e Soc. Coop.), le persone giuridiche private, nonché i trust e gli istituti giuridici affini al trust, dovranno comunicare all'ufficio del registro delle imprese i dati e le informazioni relative alla titolarità effettiva entro l'11 dicembre 2023, affinché quanto trasmesso venga iscritto nelle apposite sezioni del suddetto registro*

ziamento del terrorismo (Mef, Direzione nazionale antimafia e antiterrorismo, etc.) nonché ai soggetti obbligati al rispetto della normativa antiriciclaggio nei rapporti con la propria clientela, tra cui gli intermediari bancari e finanziari come banche, Sim, Sgr, etc.

#### INFORMAZIONI E DATI IN FORMA RIDOTTA

Inoltre, è previsto un accesso con rilascio di informazioni e dati in forma ridotta da parte di qualunque persona fisica o giuridica, compresa quella portatrice di interessi diffusi, titolare di un interesse rilevante e differenziato, nei casi in cui la conoscenza della titolarità effettiva sia necessaria per curare o difendere un interesse corrispondente a una situazione giuridicamente tutelata. Sul punto è doveroso ricordare che la normativa comunitaria e quella italiana prevedevano, originariamente, che l'accesso alla sezione autonoma fosse libero senza la necessaria presenza anche di un interesse rilevante e differenziato in capo al soggetto privato. Tuttavia, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, con la famosa sentenza del 22 novembre 2022 (Cause riunite C-37/20



e C-601/20), ha statuito l'invalidità della disposizione della IV Direttiva Antiriciclaggio che prevedeva che le informazioni sulla titolarità effettiva delle società e delle altre entità giuridiche fossero accessibili al pubblico indistintamente, senza limitazioni. Di conseguenza, il Mef ed il MiMit, seguendo la giurisprudenza della Corte Costituzionale che stabilisce che dalla pronuncia della Cgve deriva la necessaria disapplicazione delle norme di diritto interno contrastanti con essa, hanno statuito in alcuni decreti attuativi la disapplicazione delle corrispondenti norme interne emanate in virtù della disposizione della IV Direttiva Antiriciclaggio dichiarata invalida.

#### **LE LIMITAZIONI ALL'ACCESSO AI DATI**

Non solo. I due ministeri hanno ritenuto necessario limitare l'accesso ai dati sulla titolarità effettiva delle imprese e delle persone giuridiche private ai soggetti titolari di un interesse

giuridico rilevante e differenziato, analogamente a quanto previsto per l'accesso ai dati e alle informazioni sulla titolarità effettiva dei trust e degli istituti giuridici affini.

La normativa di settore concede comunque ai titolari effettivi uno strumento diretto di tutela teso a limitare o vietare l'accesso alle informazioni da parte dei soggetti privati. In circostanze eccezionali, come l'esposizione del titolare effettivo a un rischio sproporzionato di frode, rapimento, ricatto, estorsione, molestia, violenza o intimidazione, ovvero qualora il titolare effettivo sia una persona incapace o minore d'età, l'accesso al registro da parte del pubblico può essere escluso in tutto o in parte.

La Camera di commercio territorialmente competente verificherà caso per caso e previa dettagliata valutazione la natura eccezionale delle circostanze che giustifichi le limitazioni all'accesso del registro.

# MEDIOLANUM PRIVATE BANKING



Fausto Pinarello  
Cliente Mediolanum e Presidente  
di Cicli Pinarello, insieme alla bici  
con cui è stato stabilito il record dell'ora.

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

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

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

### MILANO

PALAZZO BIANDRÀ - Via S. Margherita, 1/A

### ROMA

Via dei Due Macelli, 66

**mediolanum**  
PRIVATE BANKING

# CONSULENTI &

# RETI



«Il nostro modello di remunerazione, in linea con la normativa Mifid, non prevede conflitto di interesse nel momento in cui il nostro consulente propone soluzioni di investimento al cliente.

I nostri Cf sono remunerati su quanto paga l'investitore, non sul pay-in che incassiamo come banca.

Tutto ciò, insieme alla sinergia, è un valore-pilastro del nostro modello del quale onestamente

andiamo orgogliosi. Con questa modalità di remunerazione, il Cf sceglie il prodotto migliore per il cliente e non opera, magari anche inconsciamente, in funzione della base imponibile più alta su cui percepisce le provvigioni. Una delle prime conseguenze, in coerenza con la nostra politica di "no conflitto di interesse", è che non diamo budget di prodotto ai nostri consulenti»

**STEFANO QUAINI**  
responsabile area wealth banker  
Banco di Desio

**STEFANO QUAINI**  
responsabile area wealth banker  
Banco di Desio

CONSULENTI &  
RETI

# Una sfida su tutto il mercato

a cura di Alessandro Secciani

Dopo quasi 30 anni passati con diversi ruoli nel gruppo Credem-Euromobiliare, dove aveva alla fine l'incarico di district leader Centro Nord di Banca Euromobiliare, **Stefano Quaini**, 56 anni, ha fatto il grande salto e ha accettato di costruire quasi dal nulla la nuova rete di consulenti di **Banco Desio**, che l'ha nominato responsabile area wealth banker. In realtà, l'istituto brianzolo aveva già una piccola rete di advisor, che erano stati ereditati dalla Banca Popolare di Spoleto quando era stata acquisita, ma la scelta compiuta dal management di Desio è stata di muoversi in prima persona ed entrare in forze nella consulenza finanziaria. Certamente, ha influito nella decisione il fatto che le filiali sono profondamente radicate in una delle aree più ricche d'Italia, ma non mancano le ambizioni e l'idea è creare una rete che sia presente a livello nazionale.

A parlare di questa sfida con grande entusiasmo è lo stesso Quaini, che racconta come si muoverà negli anni a venire e gli obiettivi principali che si è dato.

**Iniziamo con una domanda personale: lei ha lasciato una società importante e con una grande tradizione come Credem-Euromobiliare. Che cosa l'ha spinta ad affrontare l'attuale sfida?**

«Banco Desio è una banca privata con un azionariato stabile e da anni al vertice nel panorama bancario italiano per solidità patrimoniale e indici di redditività. L'ultimo bilancio 2022, chiuso con un utile di 81,5 milioni di euro (+48% rispetto 2021), un Roe del 7,8% (+2,5 punti rispetto all'anno precedente), la semestrale 2023 con un utile di 193,3 milioni di euro (+257% rispetto allo stesso periodo del 2022) e un Roe dell'8,8% sono un'ulteriore conferma del livello di eccellenza nel settore. Questi dati sono il primo elemento che mi ha fatto scegliere Banco Desio e credo che saranno oggetto di attenzione e valore anche per le persone che sceglieranno il nostro progetto. Inoltre, da circa tre anni alla direzione della banca è stato nominato Alessandro Decio, che ha portato nuove competenze, innovazione, nuovi prodotti e alleanze e strategie di business nelle quali rientra certamente la valorizzazione della rete dei consulenti finanziari. È



stato lui a convincermi della centralità, dell'importanza e dell'ambizione del "progetto consulenza finanziaria" all'interno della banca».

**Quale situazione ha trovato al suo arrivo e quali sono gli obiettivi a medio termine che la società si è data nel campo della consulenza finanziaria?**

«La rete dei Cf era già presente in Banco Desio ed è stata ereditata con l'acquisizione della Banca Popolare di Spoleto. In questi ultimi anni era sotto

il coordinamento dell'area private banking, ma non era un canale autonomo. Con la decisione di valorizzare la rete di consulenti all'interno della banca è stata creata, nella direzione wealth, un'area consulenti finanziari che mi è stata affidata in funzione delle mie esperienze pregresse, con l'obiettivo di sviluppare il business in forte sinergia con l'istituto. Questo modello di servizio ci ha portati a ottenere ottimi risultati e lo consideriamo vincente. A oggi la rete è composta da circa 60 professionisti con masse pari a 900 milioni di euro (alla

fine del 2022 erano 600 milioni circa) e puntiamo a raggiungere e superare il miliardo di Aum entro la fine dell'anno. Il piano industriale prevede di avere entro il 2024 una rete con circa 80 professionisti e masse per 1.350 milioni circa. Per noi, naturalmente, è imperativo crescere, ma vogliamo farlo in modo costante nel tempo, creando valore per la banca, per i consulenti e per i clienti in una logica "win-win", puntando alla qualità a discapito della quantità. Nell'ultima convention che si è svolta a inizio ottobre, abbiamo constatato, visto il nostro

trend di crescita, che non siamo più una startup, ma una rete strutturata e con tutti gli strumenti per potere competere sul mercato».

**Banco Desio è una realtà radicata soprattutto sul territorio, ma ha anche una rete di filiali, sia nelle principali città, sia in località meno importanti nell'Italia settentrionale e centrale. Pensate di ampliare ancora la vostra espansione territoriale? Avete intenzione di essere presenti in tutta Italia con la vostra struttura di consulenza? Qualora si presenti un consulente che opera in un'area dove voi non avete ancora una filiale, siete interessati ugualmente a farlo collaborare?**

«Il rapporto con le filiali è assolutamente sinergico e sperimentato da anni ed è uno dei motivi per cui si è deciso di potenziare il canale consulenti finanziari. Ciò che il Cf produce in termini di masse e redditività finisce nel budget della filiale, che ha quindi tutta la convenienza a supportare il consulente nelle sue attività. I nostri professionisti lavorano nelle filiali della banca senza pagare nulla per la postazione e l'ufficio, così come non pagano la dotazione di strumenti tecnologici che vengono messi a loro disposizione. Puntiamo prima di tutto a rafforzare la rete dove siamo già presenti, visto che il nostro modello prevede la sinergia e la prossimità con la filiale, però, se si creassero alcune opportunità di valore, saremmo disponibili a valutare anche l'apertura di nuove filiali dove non siamo già presenti. L'hashtag “insiemesi-cresce”, che uso spesso sui social, non è solo uno slogan, ma la realtà che si vive all'interno della nostra rete e del Banco».

**Come si diventa consulenti di Banco Desio? Quali caratteristiche deve avere un professionista che viene a lavorare con voi?**

«Stiamo selezionando in questo momento consulenti finanziari che prima di tutto sposino il nostro modello di sinergia e che comprendano le opportunità che questo modello può offrire, sia a loro, sia alla loro clientela. Crediamo

che il futuro di questa professione non possa più limitarsi a gestire gli attivi del cliente. Il nostro consulente deve avere l'ambizione di diventare leader della relazione e percepire i bisogni che l'investitore può manifestare: dal mutuo alle carte di credito, dal finanziamento della propria attività ai problemi assicurativi sino a operazioni di finanza straordinaria o di passaggio generazionale. Tutti questi bisogni possono essere soddisfatti in Banco Desio grazie alle filiali della rete commerciale e alle partnership che abbiamo stipulato con studi professionali di eccellenza. Dal punto di vista del portafoglio personale, i nostri target sono Cf o bancari che vogliono intraprendere la scelta imprenditoriale con un portafoglio minimo di 15-20 milioni».

**Che cosa offrite in più e di diverso rispetto alle altre reti? Che cosa stimola un consulente a fare il salto e a venire a lavorare con voi?**

«Il nostro modello di remunerazione, in linea con la normativa Mifid, non prevede conflitto di interesse nel momento in cui il nostro consulente propone soluzioni di investimento al cliente. I nostri Cf sono remunerati su quanto paga il cliente, non sul pay-in che incassiamo come banca. Tutto ciò, insieme alla sinergia, è un valore-pilastro del nostro modello del quale onestamente andiamo orgogliosi. Con questa modalità di remunerazione, il Cf sceglie il prodotto migliore per il cliente e non opera, magari anche inconsciamente, in funzione alla base imponibile più alta sulla quale percepisce le provvigioni. Una delle prime conseguenze, in coerenza con la nostra politica di “no conflitto di interesse”, è che non diamo budget di prodotto ai nostri consulenti: sono liberi di scegliere la soluzione di investimento che ritengono più adeguata al profilo finanziario di chi investe, senza forzature. I nostri professionisti, inoltre, sono remunerati su tutti i prodotti che collocano, quindi non solo su strumenti finanziari-previdenziali, ma anche su strumenti bancari (conti correnti, carte di credito, mutui, finanziamenti), polizze ramo danni e su segnalazioni che generano operazioni

di natura straordinaria (cambio generazionale, finanza straordinaria, etc.)».

**Quale portafoglio prodotti ha a disposizione un vostro consulente?**

«Per quanto riguarda il nostro catalogo prodotti, riteniamo che sia completo e in grado di soddisfare qualsiasi richiesta: abbiamo in collocamento circa 20 case terze, collaboriamo con tre compagnie assicurative, abbiamo una partnership con Anthilia Sgr per tutto il mondo dei Pir e della finanza alternativa, accordi di collaborazione con i migliori studi professionali di settore per tutto quanto concerne operazioni di finanza straordinaria e, naturalmente, la possibilità di accedere al credito, sia per operazioni di privati (mutui, prestiti personali, etc), sia di imprese, grazie alla banca commerciale. Abbiamo, inoltre, un grande valore aggiunto nell'Ufficio delle gestioni patrimoniali, guidato da Massimo Bergonzi, che può offrire un'ampia gamma di gestioni monolinea e multilinea, sia in titoli, sia in fondi, e che ha ricevuto negli anni numerosi riconoscimenti per le performance ottenute. La struttura di Bergonzi negli anni si è fatta sempre apprezzare per lo stile di gestione e per il servizio che consente anche personalizzazioni per la clientela evoluta e top. In futuro, la Retail investment strategy porterà sicuramente a diminuzioni dei margini in questo settore e il consulente avrà, secondo noi, a disposizione tre strumenti: consulenza evoluta, gestioni patrimoniali e diversificazioni dei ricavi. Da noi il consulente può trovare tutto ciò, perché, oltre alla consulenza evoluta e alle gestioni patrimoniali di eccellenza, noi possiamo anche fornire una diversificazione dei ricavi importante, grazie alla sinergia con la banca commerciale».

**Pensate di offrire consulenza evoluta o puntate soprattutto sulla consulenza tradizionale?**

«Riteniamo la consulenza evoluta indispensabile per il lavoro dei nostri consulenti e per i clienti: partiremo entro il primo trimestre del 2024 con una consulenza evoluta sviluppata in collaborazione con Prometeia. Alcuni nostri consulenti stanno finendo proprio questi giorni i test prima della messa in pro-

duzione: utilizziamo la rete come tester proprio nella logica di squadra, in quanto sono loro gli utilizzatori finali e quelli che hanno il contatto diretto con il cliente finale e ci possono suggerire in anteprima evoluzioni cui magari gli uffici centrali non hanno pensato. La piattaforma fornirà supporto a clienti e consulenti, sia su temi finanziari, sia previdenziali».

**Nel caso che si presenti un giovane, magari con una buona competenza finanziaria, ma alle prime armi come consulente, che cosa rispondete?**

«Attualmente non abbiamo una struttura dedicata per fare crescere persone che vogliono iniziare da zero la professione; siamo invece aperti alla selezione, anche e soprattutto in un'ottica di cambio generazionale della rete, di giovani che abbiano già maturato una buona competenza finanziaria. Prevediamo per loro corsi formativi e l'affiancamento a consulenti senior per un'ulteriore crescita professionale. Abbiamo già alcune situazioni con queste caratteristiche in rete».

**Quali servizi offrite al cliente imprenditore? Gestite anche operazioni di finanza straordinaria per i clienti che hanno un'azienda?**

«Con i servizi che offriamo possiamo “servire” tutti i target di clientela, ma è innegabile che, potendo contare su una forte sinergia con la banca commerciale, imprenditori e liberi professionisti trovano nel nostro consulente un partner che può offrire loro consulenza a 360 gradi, sia sugli asset attivi, sia su quelli passivi, con finanziamenti a imprese e ad attività imprenditoriali. Oltre alla collaborazione con Anthilia Sgr, abbiamo accordi con importanti studi professionali ai quali i consulenti e i clienti si possono rivolgere per impostare e trovare soluzioni di finanza straordinaria o cambio generazionale».

**Offrite ai vostri clienti strumenti finanziari alternativi e prodotti illiquidi? Avete intenzione di ampliare l'offerta e collegare il risparmio all'economia reale?**

«Il nostro modello prevede un'architet-

tura aperta, quindi collochiamo le migliori sicav di terzi. Sul tema, però, degli investimenti legati all'economia reale, abbiamo ritenuto fondamentale entrare in partnership con Anthilia Sgr, che è leader in Italia ed è uno dei migliori player in Europa nel campo del private debt-Pir. Di conseguenza, la collaborazione con loro va nella direzione di scegliere sempre alleanze di eccellenza che possano dare valore aggiunto alla rete e ai clienti. Ai nostri consulenti fornisce, quindi, gli strumenti che ci mancavano per fare partecipare i clienti agli investimenti nell'economia reale con prodotti efficienti e che creino valore nel tempo».

**Esg: quanto è importante per voi? Ma soprattutto, quanto vengono richiesti dalla clientela i prodotti sostenibili?**

«Il tema Esg non crediamo possa essere più considerato un'opzione per un'azienda che punta all'eccellenza negli attuali mercati. L'attenzione ai cambiamenti climatici e alle disuguaglianze sociali si intensifica in tutto il mondo, creando nuovi rischi, ma anche nuove opportunità. Nel corso degli ultimi anni, le tematiche Esg hanno progressivamente assunto un ruolo chiave nella proposta di investimento del Banco Desio. La gamma di prodotti che noi offriamo si è ampliata, sia sul fronte del numero di fondi e sicav che collochiamo, sia attraverso una specifica linea di investimento di gestione patrimoniale articolo 8 lanciata nel 2018. Inoltre, vista l'importanza che ha per noi, nel corso del 2024 lanceremo un'altra linea di gestione patrimoniale sempre Esg. Dal canto loro, i

clienti del Banco hanno dimostrato una crescente attenzione e consapevolezza verso tematiche legate alla sostenibilità, come si evince dall'aumento della raccolta sui temi Esg che abbiamo registrato negli ultimi due anni».

**Avete presentato nella vostra ultima convention il nuovo brand identity della rete wealth banker. Può spiegare il motivo di questa scelta?**

«La dicitura consulenti finanziari è normativamente e formalmente corretta, però non ci contraddistingueva rispetto alle altre reti e soprattutto non trasmetteva i nostri valori. Stiamo lavorando sulla comunicazione della rete e ci sembrava giusto partire da come ci presentiamo al mercato e ai nostri clienti. Abbiamo, quindi, individuato insieme all'Ufficio comunicazione, diretto da Monica Monguzzi, i quattro valori distintivi nei quali si riconosce la nostra rete e che riteniamo siano: solidità, innovazione, leadership della relazione e sinergie. La solidità è rappresentata della presenza sul logo del nome Banco Desio (i dati presentati all'inizio lo testimoniano). L'innovazione è rappresentata dalla W presente su logo, perché come area Cf siamo all'interno della Direzione wealth della banca, cioè la struttura che ha il compito di trovare prodotti innovativi e soluzioni di mercato all'avanguardia. La leadership della relazione e sinergie è evidenziata dal nome banker e manifesta la centralità del nostro consulente, sia nella relazione con le persone, sia nel rapporto con la banca commerciale che lo aiuta e lo supporta a soddisfare tutti i bisogni del cliente».



# L'altra metà del patrimonio

di Alessandro Secciani

**Le donne costituiscono il 47% dei sottoscrittori di fondi, con un patrimonio medio di 43 mila euro, contro i 47 mila degli uomini: è un dato estremamente importante, che, nonostante tutti i problemi di genere, evidenzia la crescita della componente femminile in Italia. E, a sentire i manager delle società di distribuzione di prodotti finanziari, le investitrici sono spesso più fredde, razionali e capaci di reggere la volatilità rispetto alla parte maschile. Come afferma uno dei partecipanti all'inchiesta, «apprezzano in maniera particolare, se parliamo di azionario, le argomentazioni peculiari degli investimenti tematici che guardano ai grandi trend economici»**

Fino a pochi anni fa era scontato che nel mondo degli investimenti le donne fossero quasi solo comparse, con un ruolo finanziario all'interno delle famiglie abbastanza secondario rispetto al marito. La vulgata, anche nei nuclei familiari nei quali a lavorare erano donne e uomini, era che a prendere le decisioni fossero soprattutto i maschi, anche per

quei beni che erano di proprietà della moglie. Ma, per fortuna, i dati stanno smentendo totalmente questa visione. Una ricerca sul risparmio gestito di Bnl-Bnp Paribas su dati Assogestioni, che Fondi&Sicav ha pubblicato nel numero scorso, ha evidenziato che oggi tra i sottoscrittori di fondi comuni, (quindi si parla di risparmio gestito, certamente più evoluto rispetto all'acquisto di obbligazioni) le donne sono il 47%, contro, evidentemente, il 53% degli uomini. In pratica si è vicini a una parità tra i due generi. Anche il portafoglio medio, in rapporto a quello maschile, è sempre più vicino: 47 mila euro per gli uomini, 43 mila per le investitrici.

A questo punto vale certamente la pena cercare di capire il fenomeno al di là dei semplici numeri. Il cliente donna ha caratteristiche sue proprie rispetto all'investitore uomo? E quali sono le richieste e i bisogni che una cliente manifesta solitamente al suo consulente finanziario? È vero che le donne sono più prudenti o si tratta di uno stereotipo ormai ampiamente superato? Secondo **Maria Ameli**, responsabile del corporate, real estate e art advisory di **Banca Generali**, le investitrici sono tendenzialmente più razionali rispetto agli



**MARIA AMELI**  
**responsabile del corporate,  
real estate e art advisory**  
**Banca Generali**

*«In generale, venendo alla forma mentis finanziaria, le clienti donna hanno uno sguardo di lungo periodo e questo è un enorme vantaggio per il consulente, che può maggiormente contribuire al loro successo finanziario: com'è noto, infatti, il tempo è un fattore fondamentale per la buona riuscita dell'investimento»*

**MARIA AMELI**

uomini e sono spesso persone con le quali i consulenti lavorano meglio. «In Banca Generali assistiamo a una crescente percentuale di clienti donne interessate a una consulenza finanziaria evoluta a 360 gradi. Il fenomeno è in corso da qualche anno. Ha subito un piccolo rallentamento nel corso della pandemia, che ha avuto un impatto sulle famiglie e, principalmente, sulle figure femminili che sono state chiamate maggiormente alla cura, ma ora sta proseguendo a un ritmo sostenuto. In generale, venendo alla forma mentis finanziaria, le investitrici hanno uno sguardo di lungo periodo e questo è un enorme vantaggio per il consulente, che può maggiormente contribuire al loro successo finanziario: com'è noto, infatti, il tempo è un fattore fondamentale per la buona riuscita dell'investimento».

## **MAGGIORE FREDDEZZA**

Un quadro non molto diverso viene fornito da **Michele Cicoria**, responsabile marketing e sviluppo rete di **Bnl Bnp Life banker**, che mette in risalto una maggiore freddezza e capacità di affrontare anche le fasi difficili dei mercati: «Una rappresentazione, che vede il numero dei sottoscrittori di fondi comuni bilanciato per genere, è riscontrabile anche nella nostra base clienti. Così come abbastanza allineato risulta il profilo di rischio, che non trova, quindi, un livello di maggiore prudenza tra le investitrici rispetto agli uomini. Le donne, piuttosto, si approcciano con maggiore cautela nella fase iniziale del rapporto con il consulente di riferimento, ma ciò non si traduce necessariamente in una ridotta tolleranza alla volatilità. Anzi, vivono con minore emotività la volatilità dei mercati tipicamente più rischiosi, perché si dimostrano più disciplinate nella declinazione all'interno del portafoglio di investimento, sottoscrivendo più piani di accumulo. Minore emotività e maggiore disciplina sono figlie delle principali richieste che formulano, manifestando i propri bisogni, al consulente. Tra questi l'integrazione al reddito, ma anche richieste figlie di una sensibilità rispetto ai temi di investimento».

Interessante anche il fatto che spesso sono investitrici molto evolute: «Apprezzano in maniera particolare, se parliamo di azionario, le argomentazioni peculiari degli investimenti tematici che guardano ai grandi trend economici. È ricorrente, talvolta imprescindibile, che questi parlino di sostenibilità», specifica Cicoria.



**MICHELE CICORIA**  
**responsabile marketing  
e sviluppo rete**  
**Bnl Bnp Life banker**

*«Le donne si approcciano con maggiore cautela nella fase iniziale del rapporto con il consulente di riferimento, ma ciò non si traduce necessariamente in una ridotta tolleranza alla volatilità. Anzi, vivono con minore emotività la volatilità dei mercati tipicamente più rischiosi, perché si dimostrano più disciplinate nella declinazione all'interno del portafoglio di investimento»*

**MICHELE CICORIA**





**ROSSANA RUSSI**  
consulente finanziario  
**Copernico Sim**

*«La risparmiatrice è di solito più pragmatica nelle scelte di investimento.*

*Attenta a comprendere e condividere le scelte, si affida maggiormente all'esperienza del consulente. Il livello di esperienza e di educazione finanziaria per le donne sta salendo sensibilmente nel tempo rispetto a una volta, grazie al fatto che le attività di rilievo stanno diventando finalmente appannaggio anche del mondo femminile»*

**ROSSANA RUSSI**

## PIÙ RESPONSABILITÀ

Una visione un po' più tradizionale viene fornita da **Rossana Russi**, consulente finanziario di **Copernico Sim**, che evidenzia soprattutto la visione classica della donna investitrice, che opera con uno sguardo rivolto alle necessità familiari: «Sì, il mondo femminile rappresenta una percentuale in crescita tra gli investitori. Le donne che hanno la responsabilità dei propri risparmi a tutela di loro stesse e dei loro figli sono sempre più frequenti a causa delle separazioni e dei divorzi che avvengono più spesso nella nostra società. Le donne sono molto attente alla privacy, alle informazioni ricevute e alla continuità gene-

razione dei propri risparmi qualora ci siano dei figli e, in caso di famiglie mono-nucleo, alla preservazione dei beni».

Un quadro della donna investitrice abbastanza in linea con le aspettative viene fornito anche da **Gianluca La Calce**, responsabile marketing e sviluppo offerta di **Fideuram-Intesa Sanpaolo Private Banking**, e che conferma l'importanza crescente del genere femminile nel mondo degli investimenti, ma mette in rilievo, come caratteristica principale, l'attenzione al rischio. «Possiamo sostanzialmente confermare il dato della ricerca; in particolare, nel nostro caso, il 44% dei sottoscrittori dei fondi è costituito da donne. Questo dato è assolutamente coerente con le percentuali della nostra base clienti, nella quale le investitrici rappresentano una quota del 45%. Per quanto riguarda le richieste e i bisogni specifici delle donne, possiamo evidenziare la minore propensione al rischio (circa il 60% del cluster femminile è concentrato sui due profili di rischio più bassi rispetto al 46% degli uomini – fonte profili Mifid). In genere, possiamo dire che le clienti mettono al primo posto la sicurezza per il futuro proprio e della famiglia con progetti meno rischiosi e di più lungo periodo. Un ulteriore elemento di differenziazione che possiamo segnalare è il maggiore livello di interesse per i temi della sostenibilità e gli investimenti Esg».

**Roberta Zurlo**, direttrice commerciale di **Banca Widiba**, non vede particolari differenze di comportamento tra generi: «In Banca Widiba non si fotografano particolari distinzioni tra le caratteristiche delle clienti donne e dei clienti uomini. Si nota, infatti, che la penetrazione dei prodotti fondi e sicav è similare tra i sessi, così come piuttosto omogenea risulta la presenza di investitori e investitrici con reddito superiore a 50 mila euro. Si evidenzia solo una leggera differenza, di appena tre basis point, sugli investimenti in risparmio amministrato tra uomini e donne».

## L'EDUCAZIONE FINANZIARIA

Uno dei maggiori problemi che i consulenti si trovano ad affrontare, sia per gli uomini, sia per le donne, è l'educazione finanziaria, solitamente abbastanza scarsa. Una risposta ottimista arriva da **Maria Ameli** di Banca Generali: «Il livello di educazione finanziaria è in crescita nel mondo femminile, che è sempre più attento alle dinamiche economiche ed è stato dimostrato che questo universo ha un alto grado di apprendimento a tutti i livelli e trasversalmente alle fasce d'età. Nell'ultimo decennio, le donne si sono avvicinate in misura maggiore al mondo degli



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

*«Per quanto riguarda le richieste e i bisogni specifici delle donne, possiamo evidenziare la minore propensione al rischio... In genere, possiamo dire che le clienti mettono al primo posto la sicurezza per il futuro proprio e della famiglia con progetti meno rischiosi e di più lungo periodo. Un ulteriore elemento di differenziazione che possiamo segnalare è il maggiore livello di interesse per i temi della sostenibilità e gli investimenti Esg»*

**GIANLUCA LA CALCE**

investimenti e della finanza, acquisendo una notevole dimestichezza, sia nel linguaggio, sia nel comportamento».

La maggiore consapevolezza finanziaria, però, secondo la manager di Banca Generali non ha portato a un maggiore ottimismo nei confronti della situazione economica. «In seguito alla crisi pandemica, abbiamo riscontrato nelle donne (numerose le imprenditrici tra le clienti di Banca Generali) un minore ottimismo rispetto al futuro che si riversa nell'approccio all'investimento, nel quale si fa ricorso a una maggiore prudenza e dove si nota una minore propen-



**ROBERTA ZURLO**  
direttrice commerciale  
Banca Widiba

*«In Banca Widiba non si fotografano particolari distinzioni tra le caratteristiche delle clienti donne e dei clienti uomini. Si nota, infatti, che la penetrazione dei prodotti fondi e sicav è similare tra i sessi, così come piuttosto omogenea risulta la presenza di investitrici e investitori con reddito superiore a 50 mila euro»*

**ROBERTA ZURLO**

sione al rischio. Le donne, tuttavia, hanno anche una maggiore consapevolezza rispetto alla necessità di avere un supporto finanziario professionale; quindi, sono più aperte nell'affidarsi a una figura esperta e specializzata. Purtroppo, si scontrano ancora con un gap salariale rispetto agli uomini più o meno pronunciato, fatto che ovviamente incide sulle singole scelte e sull'approccio all'investimento», afferma Ameli.

Su una linea di ottimismo, per quanto riguarda l'educazione finanziaria al femminile, si pone anche Rossana Russi, di Copernico Sim: «La risparmiatrice è di solito più pragmatica nelle scelte di investimento. Attenta a comprendere e condividere le scelte, si affida maggiormente all'esperienza del consulente. Il livello di esperienza e di educazione finanziaria per le donne sta salendo sensibilmente nel tempo rispetto a una volta, grazie al fatto che le attività di rilievo stanno diventando finalmente appannaggio anche del mondo femminile. Quanto alla presen-

za di imprenditrici, sì, ci sono diverse donne che fanno parte per lo più di imprese familiari, libere professioniste o medici».

### ELEMENTI SOCIALI

Michele Cicoria di Bnl Bnp Life bankers, non vede invece il maggiore o minore livello di educazione finanziaria collegato al genere, ma ad altri elementi, soprattutto di carattere sociale: «La differenza più evidente emerge nelle fasi iniziali del rapporto. All'inizio, la donna cerca e mostra più empatia rispetto all'uomo, perché ciò costituisce un elemento rassicurante, dato dall'immedesimazione nel vissuto e quindi nelle esigenze che ciascuna ha. Se parliamo di educazione finanziaria, la correlazione con un livello più o meno alto non è tanto collegata al genere. Piuttosto, è l'ambiente domestico e il lavoro che ognuna svolge a determinare le skill dell'investitrice. Un esempio è costituito proprio dalle imprenditrici, che sono abituate a un approccio strutturato e organizzato al lavoro e alla gestione del denaro, basato sulle competenze necessarie alla gestione di un'attività o di un'impresa: per questo motivo sono dotate di un livello di educazione finanziaria maggiore. Ma lo stesso discorso vale anche per gli uomini».

Non molto diversa, su questo piano, la visione di Roberta Zurlo di Banca Widiba: «Anche il livello di educazione finanziaria non risulta particolarmente influenzato dal genere, anche se, da quanto emerso dal progetto di ricerca "Donne e denaro: una sfida per l'inclusione"

avviato da Banca Widiba in collaborazione con l'Università Cattolica del Sacro Cuore su scala nazionale, emerge che, nonostante non ci siano differenze nelle percezioni di educazione finanziaria familiare, gli uomini valutano meglio le loro conoscenze finanziarie rispetto a quanto non facciano le donne. Infine, per ciò che riguarda la presenza di donne imprenditrici, Banca Widiba registra circa l'11% della customer base femminile».

Secondo Gianluca La Calce, di Fideuram Ispb, il forte problema dell'educazione finanziaria si pone per le investitrici in maniera ancora un po' più forte rispetto agli uomini, che tradizionalmente nelle famiglie hanno sempre gestito il denaro che entrava in casa. «Il mondo della finanza per molti anni e per ragioni storiche e culturali è stato appannaggio degli uomini e gradualmente si sta aprendo alle donne. Forse anche per questa ragione, se analizziamo esclusivamente i dati statistici, possiamo osservare che l'esperienza e la conoscenza negli investimenti è per le donne inferiore rispetto a quella degli uomini e anche la ricchezza media risulta ancora minore rispetto a quella maschile. Anche la percentuale di imprenditrici nella nostra base clienti è espressione del contesto Italia: abbiamo naturalmente clienti imprenditrici, ma in termini percentuali tuttora in misura minore rispetto agli imprenditori. Quanto agli investimenti, il cliente donna ha, come accennato prima, un investimento in prodotti con una minore componente di rischio».



# Spiegare con il pallone

a cura di Alessandro Secciani



**RINALDO RIZZI**  
consulente finanziario  
Sanpaolo Invest (gruppo Fideuram)

«Ipotizza di essere il presidente della tua società di calcio; hai a disposizione un determinato livello di budget, ovvero il tuo patrimonio con il quale compri una rosa di giocatori (le diverse tipologie di strumenti finanziari) che vengono schierati in campo secondo un modulo definito dal profilo di rischio che vuoi assumere, sulla base dei consigli di un buon allenatore (il tuo consulente finanziario)».

E ancora: «La caratteristica principale di un campionato di calcio è il fatto di essere composto da molte partite. Allo stesso modo il campionato dei tuoi investimenti è direttamente collegato alla durata dei tuoi progetti di vita. Ma perché è importante tenere in mente questa analogia anche riferendosi alla pianificazione finanziaria? Durante un campionato perdere una partita non vuole dire pregiudicare gli obiettivi stagionali, come d'altro canto vincerne una non deve farci illudere per una possibile vittoria finale: il campionato è un percorso che va affrontato con lucidità e competenza. Nei mercati finanziari, ciclicamente si verificano scenari negativi ed è in questi momenti che il risparmiatore spesso mette in discussione le proprie scelte di investimento. Così come quando il presidente di una squadra di calcio decide di cambiare il mister e l'intera rosa a gennaio, anche in finanza il risparmiatore potrebbe cadere nella tentazione di sostituire i propri strumenti per un temporaneo periodo sfavorevole».

E infine: «Nel gioco del calcio il difensore ha l'obiettivo di proteggere la propria squadra dall'offensiva avversaria, mentre l'attaccante ha il compito di segnare goal. Nella nostra finanza-formazione abbiamo attribuito il ruolo di difendere a tutti quegli strumenti finanziari che hanno come obiettivo preservare e proteggere il capitale dall'inflazione. Gli attaccanti, invece, sono rappresentati da tutte quelle idee di investimento mirate a generare performance e profitti. Così come nel calcio, ci sono difensori che coprono tutta la fascia o che hanno il vizzetto del goal, allo stesso modo in finanza esistono strumenti che nascono per la difesa, ma che permettono di puntare a rendimenti più interessanti e, dunque, di spingersi oltre il loro naturale compito. Il parallelismo che in finanza identifica difensori e attaccanti è quello del confronto tra obbligazioni e azioni».

Le frasi citate sono state prese dal libro «La finanza nel pallone», scritto da **Rinaldo Rizzi**, 43 anni, consulente finanziario di **Sanpaolo Invest (gruppo Fideuram)** che opera a Brescia e ha voluto realizzare uno strumento di educazione finanziaria di immediata lettura e alla portata di tutti, visto che è molto più facile trovare persone che si intendono di calcio piuttosto che di finanza. Ad avere contribuito a questa operazione è anche il fatto che Rizzi, che lavora in team da 15 anni con Marco Guana, ha tra i suoi clienti diversi calciatori che segue spostandosi in tutta Italia.



### Come le è venuta l'idea di scrivere questo libro?

«Mi è venuto in mente perché da tanti anni frequento il mondo dei calciatori. Anche il fratello del mio socio è un ex calciatore di serie A e da lì abbiamo cominciato con gli anni a sviluppare il lavoro nel mondo del calcio. Abbiamo così trovato il modo di spiegare in modo semplice a chi fa il calciatore di professione come gestire al meglio i propri flussi finanziari».

### Quindi questo progetto è nato più per operare nel mondo del calcio, che come strumento di educazione finanziaria generale?

«L'idea iniziale era di apprezzare i professionisti del pallone, ma poi anche con i clienti normali abbiamo trovato un beneficio a parlare di attaccanti e difensori. Diciamo, quindi, che questa iniziativa nasce dal calcio, ma poi abbiamo visto che, utilizzando le metafore calcistiche, si riusciva a rendere comprensibili anche concetti finanziari che normalmente le persone fanno fatica a capire. Paragonare un fondo azionario a un attaccante o un fondo obbligazionario a un difensore rendeva

immediatamente chiaro il loro uso in una politica di investimento».

glese, perché nel mondo del calcio le squadre hanno spesso una presenza di stranieri e mi piacerebbe poterlo dare anche a loro».

### A quanti clienti ha dato questo libro?

«Il libro si può acquistare su Amazon, ma a circa 300 clienti e 50 prospect l'ho regalato. Devo dire che, anche con chi non ci conosceva e non sapeva ciò che facevamo, questa iniziativa è tornata utile sul piano professionale. Utilizzare un linguaggio semplice e alla portata di tutti spesso permette di superare quella barriera iniziale che il consulente finanziario talora si trova ad affrontare. Questo libro ci ha aiutati spesso anche ad aprire nuovi rapporti e non soltanto con i calciatori. Anche se nel mondo del calcio ha creato un interesse pure negli spogliatoi. È stato certamente un veicolo che ci ha permesso di crescere».

### In pratica un buon strumento di marketing...

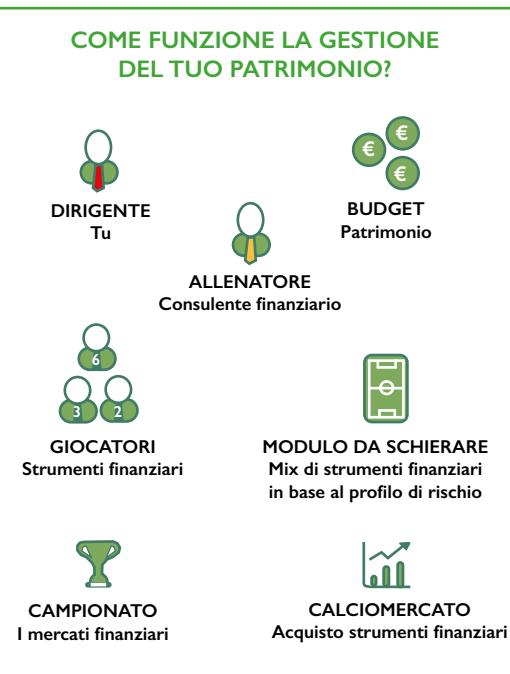
«Sì, sicuramente ha contribuito a darci una visibilità che normalmente è molto difficile da ottenere con il solo passaparola. Alcuni clienti mi avevano chiesto di procurare loro dei libri di finanza per potere investire consapevolmente, ma ho trovato solo testi molto complessi, difficili da leggere per una persona che non ha una cultura specifica. A quel punto, con il mio socio, abbiamo pensato di realizzare qualcosa di semplice, che scorra velocemente».

### Come sono i calciatori come investitori? Si è visto, anche recentemente, che alcuni sono abbastanza sprovveduti e non si sono dimostrati molto abili con il denaro guadagnato.

«I ragazzi con i quali lavoriamo hanno tutti la testa sulle spalle e pensano al futuro. È il problema di che cosa fare quando smetteranno se lo pongono già da subito. Molti sanno che cosa vuole dire fare sacrifici e hanno fatto tante rinunce per arrivare; sono persone molto solide. Alcuni professionisti restano con noi anche dopo che hanno smesso di giocare: diversi sono rimasti nel mondo del calcio con altri ruoli, mentre altri hanno aperto attività imprenditoriali».

### Quindi avete creato nuovi clienti partendo dal libro...

«Sì, ci ha portato diversi clienti, anche importanti. E su questa scia vogliamo continuare a lavorare, vogliamo migliorarci sempre di più. Stiamo preparando anche una versione in in-



# La sfida dell'Ai ai consulenti

di **Emanuela Zini**

Sono state più di 800 le persone che hanno partecipato alla 14° edizione annuale di Efpa Italia meeting, che si è tenuta il 12 e 13 ottobre al Centro congressi Villa Vittoria di Firenze. Grandi protagonisti di questa edizione sono stati l'intelligenza artificiale (Ai) e la tecnologia più in generale, che incideranno in maniera sempre più profonda sulla professione di consulente finanziario. E, soprattutto, porranno nuove sfide e la necessità di nuove competenze a chi dovrà certificare l'advisor del futuro. «Il mondo della consulenza finanziaria si trova di fronte a un cambiamento di portata rivoluzionaria», ha infatti affermato **Marco Deroma**, presidente di **Efpa Italia**. «L'intelligenza artificiale e quella generativa ci pongono ogni giorno davanti all'incognita del mutamento, con tutte le sfide e le conseguenze che l'accoglimento dell'Ai avrà per il settore. Efpa Italia, in linea con la sua mission, guarda al cambiamento in maniera propositiva». E questa visione ottimistica è stata condivisa da **Marica Branchesi**, ordinario di astrofisica presso il **Gran Sasso Science Institute**, che ha sottolineato più volte, con riferimento alla sua professione, che «guardando verso l'alto si riesce a comprendere meglio la realtà del quotidiano». Per porsi in maniera positiva verso le difficoltà che si prospettano è importante sapere andare oltre i problemi con i quali ci si confronta quotidianamente e per farlo è altrettanto rilevante lavorare come squadra.

## LA FORZA DELL'ASCOLTO

Molto interessante anche il commento di **Coleman Kendall**, chief economist di **Marshfield**, che ha sottolineato che per i professionisti della consulenza finanziaria la

risposta migliore all'Ai è la capacità di ascolto del cliente, perché, per quanto possano essere raffinate e veloci le macchine, non sono dotate, e probabilmente non lo saranno nemmeno per i prossimi 50 anni, di intelligenza emotiva. Ecco, quindi, che questo tipo di approccio permette di dare all'investitore una risposta migliore di quella prodotta dall'intelligenza artificiale. In questa direzione si è posto anche il richiamo di **Giorgio De Rita** alla fiducia di cui continua a godere il settore dei servizi di consulenza finanziaria. È responsabilità dei professionisti non tradire l'aspettativa che i risparmiatori, in essere e potenziali, ripongono nei consulenti finanziari. «Avete la fiducia degli italiani, spendetela bene» ha concluso De Rita.

## UTILIZZO AGLI ALBORI

Un altro momento culturalmente molto importante è stato l'illustrazione dei risultati della ricerca «Ai: evidenze e prospettive per la consulenza finanziaria» da parte di **Nicola Ronchetti**, founder & ceo di **Finer Finance Explorer**, che ha evidenziato che l'utilizzo dell'Ai da parte dei professionisti del risparmio gestito è oggi ancora agli albori, principalmente come conseguenza di una scarsa conoscenza dello strumento. Tra le motivazioni di questo scarso ricorso all'intelligenza artificiale, anche la considerazione ampiamente diffusa che la consulenza finanziaria debba basarsi unicamente su interazioni personali: a dirlo è il 71% degli intervistati, trovando larga condivisione anche tra gli investitori (69%). Il timore dei professionisti è che, con l'avvento dell'intelligenza artificiale e delle tecnologie, la personalizzazione e l'omologazione dell'offerta

potrebbero rendere la consulenza personale un lusso per pochi. Al tempo stesso, la ricerca ha portato alla luce la percezione da entrambe le parti, professionisti e risparmiatori, che l'impatto dell'Ai sulla relazione Cf/Pb-cliente è ormai solo questione di tempo, massimo entro 5-10 anni, mentre per i professionisti top e investitori under 30 è ancora meno: entro i prossimi tre anni. Allo stesso modo, tra i professionisti c'è la convinzione diffusa che la rivoluzione portata dall'Ai consentirà grandi vantaggi competitivi, soprattutto per la gestione proattiva del cliente, a coloro che la sapranno adottare velocemente.

## EMPATIA E COMPETENZE

Interessanti anche gli interventi della tavola rotonda «Competenze per competere: un investimento sicuro», in apertura del secondo giorno del meeting, che ha visto protagonisti alcuni docenti universitari con diverse skill in ambito finanziario come Ruggero Bertelli, Claudio Cacciamani, Emanuele Maria Carluccio, Fabrizio Crespi, Debora Damiani, Massimiliano Marzo e Paolo Turrati. Nel nuovo scenario digitale, il supporto professionale del consulente finanziario non viene meno, ma, al contrario, assume ancora maggiore rilevanza per indirizzare le decisioni finanziarie dei risparmiatori. Competenza, finalizzata all'innovazione, intesa come sapere e sapere fare e che richiede una pianificazione strategica per mantenere un vantaggio competitivo. Il professionista deve lavorare, sia sull'aspetto tecnico, sia su quello umano; empatia e competenze sono due sfere con le quali il consulente deve avere dimestichezza: due condizioni necessarie e non sufficienti se prese singolarmente.

# FONDI & SICAV

conoscere per investire al meglio

**ISCRIVITI  
ALLA NOSTRA  
NEWSLETTER**



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

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

seguici



# Amundi Funds Net Zero Ambition

## Investi anche tu per supportare la transizione verso un'economia a zero emissioni di carbonio.



### Amundi Funds Net Zero Ambition

Una gamma completa di fondi d'investimento per accompagnare le aziende nella transizione verso un modello a basse emissioni di carbonio e al tempo stesso puntare a creare valore.

[amundi.it](http://amundi.it)

**La fiducia va meritata**

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

\*Fonte: IPE "Top 500 Asset Managers" pubblicato a giugno 2023, sulla base delle masse in gestione al 31/12/2022.

**INFORMAZIONI IMPORTANTI. Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il Prospetto e il Documento contenente le Informazioni Chiave (KID) prima di prendere una decisione finale di investimento.** La presente comunicazione contiene informazioni relative alla gamma Amundi Funds Net Zero Ambition. La società di gestione è Amundi Luxembourg S.A.. La presente comunicazione non costituisce né deve essere intesa come una ricerca in materia di investimenti, un'analisi finanziaria, una raccomandazione di investimento, un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o una proposta contrattuale. Investire comporta dei rischi. Il valore dell'investimento e il rendimento che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del disinvestimento, l'investitore potrebbe ricevere un importo inferiore rispetto a quello originariamente investito. I potenziali investitori devono esaminare se la natura, le caratteristiche e i rischi dell'investimento sono appropriati alla loro situazione. Per l'elenco completo dei rischi e dei costi e per ottenere ulteriori dettagli sul prodotto consultare il KID e il Prospetto, disponibili in lingua italiana sul sito internet [www.amundi.it](http://www.amundi.it) in formato elettronico e presso i collocatori. In caso di dubbi, rivolgersi ad un consulente finanziario. L'investimento potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori. I risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. La presente comunicazione non è rivolta alle "U.S. Person" secondo la definizione contenuta nel Regulation S della Securities and Exchange Commission («SEC») e nel Prospetto. Una sintesi delle informazioni sui diritti degli investitori e sui meccanismi di ricorso collettivo è reperibile in lingua inglese al seguente link: <https://about.amundi.com/legal-documentation>. Le informazioni sugli aspetti relativi alla sostenibilità sono reperibili al seguente link: <https://about.amundi.com/legal-documentation>. La società di gestione può decidere di ritirare la notifica delle disposizioni adottate per la commercializzazione di quote, anche, se del caso, in relazione a categorie di azioni, in uno Stato membro rispetto alle quali aveva precedentemente effettuato una notifica. Le informazioni ivi contenute sono aggiornate al mese di ottobre 2023. Questa comunicazione è stata redatta sulla base di fonti considerate affidabili alla data di redazione. È vietato copiare, riprodurre, tradurre, modificare e distribuire la presente comunicazione salvo previa autorizzazione scritta di Amundi. Si declina qualsiasi responsabilità per decisioni di investimento assunte sulla base delle informazioni contenute in questo documento. Amundi Luxembourg S.A., società di gestione autorizzata dalla CSSF con il n° RCSL B 57255 (société anonyme), con capitale di €17.785.525. Sede legale - 5, allée Scheffer, L-2520 Lussemburgo. | W