

FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 17 - numero 161 - febbraio 2024



IL RITORNO DEL GIAPPONE

OBBLIGAZIONI: IL PUNTO DI SVOLTA



BANCA
GENERALI
PRIVATE

M&SANTINI



Foto: Stefano Guindani

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

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



Inquadra il QR Code
e scopri le nostre storie.



GRAZIE SANDRO di Giuseppe Riccardi



Inizio questo editoriale con una parola: GRAZIE. Consentitemi di ringraziare Alessandro Secciani, il nostro Direttore. Grazie Sandro. Grazie per aver condiviso tanta strada, grazie per aver sposato un sogno, perché di ciò si trattava, nel lontano 2008. Ci siamo conosciuti, ti ho fatto vedere due pagine di progetto e ti ho raccontato cosa avevo in testa. Non hai esitato un secondo, sei salito a bordo e insieme siamo arrivati al numero 161. Hai fatto crescere tante persone in redazione, ci siamo sempre confrontati con estrema trasparenza e i risultati sono lì a testimoniare il successo della nostra avventura. Mi rassicura il fatto che, pur giustamente regalandoti, dopo tanti anni, un pò più di tempo per te e la tua famiglia, continuerai a collaborare con noi, dando così continuità al nostro giornale.

La continuità è necessaria anche nel mondo della consulenza finanziaria. Secondo alcune indagini, per un giovane che esca dall'università con un'ot-

tima preparazione finanziaria di base e desideri fare il consulente finanziario sono necessari almeno sei anni per affermarsi (vedere l'inchiesta a pagina 68). Si tratta, del resto, di un periodo che deve affrontare anche un commercialista o un avvocato alle prime armi.

Peccato, però, che se il mondo è pieno di neolaureati che desiderano diventare avvocati o commercialisti di successo, sono molto meno coloro che pensano di vivere di consulenza finanziaria, anche se si tratta di un lavoro che ha avuto un riconoscimento sociale molto forte. E con un grande vantaggio: l'advisor, anche se si muove con una visione imprenditoriale, ha alle spalle una società, spesso importante, che lo sostiene. Viene offerta non solo un'ampia formazione tecnica, ma anche un affiancamento di un senior esperto che dà un'istruzione sul campo e fa capire in concreto come si tratta con il cliente, come se ne conquista la fiducia e come si riesce a interpretare le ne-

cessità finanziarie di una famiglia. Un avvio molto privilegiato a una libera professione.

Eppure, nonostante tutto ciò, è ancora difficile per le società portare avanti l'indispensabile ricambio generazionale. È vero che un consulente finanziario ha una parte commerciale molto forte, spesso vista negativamente, ma non è che un giovane avvocato o commercialista trova i clienti già pronti: ogni libera professione ha una componente commerciale. Ma allora perché mancano i giovani consulenti? Non è una risposta facile, ma probabilmente le reti debbono fare di più sul piano della comunicazione. Sarebbe bene realizzare un'ampia campagna pubblicitaria sul valore di un lavoro sempre più importante. E avrebbe un senso che a farlo fossero tutte le società insieme, consorziate per un obiettivo comune: mettere in primo piano il consulente.



SEDICI ANNI DI SFIDE CULTURALI di Alessandro Secciani

Dopo 16 anni alla guida di Fondi&Sicav, lascio volontariamente la direzione per evidenti raggiunti limiti di età. Ho passato in questo giornale un po' meno di un quinto della mia vita e non è stato un caso, visto che precedentemente ho diretto diverse altre pubblicazioni. Chiaramente ho trovato in questa testata un ambiente e una soddisfazione personale e professionale che non avevo mai avuto prima. Ma che cosa c'è stato di così interessante a Fondi&Sicav? Che cosa mi ha spinto a impegnarmi in un mensile di analisi finanziaria per

tanto tempo? Ecco, credo che il bello di chi lavora a contatto dei mercati sia di godere del punto di osservazione più importante sul mondo. I mercati sono un termometro e, come tutti termometri, si limitano a dare un semplice dato sulla salute: ovviamente sta a chi osserva cercare di capire i perché di un'oscillazione in positivo o in negativo. E a influenzare i mercati possono essere motivi diversissimi: non soltanto l'economia, ma anche la geopolitica, la politica, la psicologia collettiva, la cultura, la tecnologia e tanti altri elementi. Tentare di capire i listini significa mettere insieme tutto ciò che si muove nel mondo e comprendere se un avvenimento entrerà a fare parte della storia e avrà conseguenze a

lungo termine oppure se si spegnerà in pochi giorni. Non è facile, ma è una sfida culturale bellissima. Si tratta di affiancare alla storia contemporanea la storia attuale e persino la storia futura. Spero di essere stato all'altezza di questo compito. E non posso che ringraziare i lettori, i collaboratori e l'editore che mi hanno consentito di provarci.

PS. I lettori più masochisti, comunque, stiano tranquilli: non scomparirò del tutto e continuerò a fare qualche danno. Manterrò la responsabilità della parte Consulenti & Reti e darò una mano alla nuova direttrice Pinuccia Parini, anch'essa con noi da diversi anni e che ho da subito suggerito all'editore per la guida di Fondi&Sicav.

SOMMARIO

Numero 161
febbraio 2024
anno 17

direttore
Giuseppe Riccardi

coordinamento redazionale
e direttore responsabile
Alessandro Secciani

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

progetto grafico e impaginazione
Elisa Terenzio, Stefania Sala

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

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

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

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

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

immagini usate su licenza di
Shutterstock.com

3 EDITORIALE

6 GEOPOLITICA
Argentina: svalutazione, austerità e riforme radicali

8 OSSERVATORIO ASIA
Indonesia, tre candidati in lotta per il potere

10 FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE
Alessandro Tentori, cio Europe, Axa investment managers
«Nessuna recessione nel 2024»

Marco Valli, global head of research chief european economist, UniCredit
«Parola d'ordine, cautela»



14 GIAPPONE
Un insperato ritorno

28 LOMBARD ODIER IM
Investire nei brand

30 INVESCO RACCONTA
Un'economia decisamente "POP"

33  FOCUS BOND
Il ritorno del carry

48 POLIMI
Nuove opportunità di sinergia e innovazione

51 OSSERVATORIO RISCHIO
La sfida dell'AI sui mercati

54 EDUCAZIONE FINANZIARIA
Pape Satàn, pape Satàn!

56 OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE
Forte ripresa in vista

59 VOCI DAI MERCATI
Flessibile, attivo ed Esg

60 LA FINANZA E LA LEGGE
Sdoganato l'Etf spot su bitcoin

63 CONSULENTI&RETI
Enrico Maria Cervellati

«Tanta Ai nel futuro dei consulenti»

68 INCHIESTA
Sei anni per partire, ma c'è chi è più veloce

73 FEDERICA DOSSENA
Più educazione per maggiore consapevolezza





Reddito fisso? Ci pensiamo noi.

Decisioni basate sulla ricerca

Un approccio intenso e indipendente ci permette di conoscere a fondo le dinamiche settoriali, con l'obiettivo di generare rendimenti solidi e sostenibili.

Progettati per avere successo

La nostra presenza e il nostro accesso ai mercati a livello globale consentono una valutazione approfondita degli emittenti. Grazie alla nostra agilità, offriamo valore aggiunto ai vostri portafogli attraverso la selezione titoli.

Ampia gamma prodotti

Offriamo un'ampia gamma di strategie, dal credito tradizionale ad aree specializzate come i mercati emergenti e le soluzioni liability-driven.

Esperienza consolidata nell'impact investing

Siamo stati tra i primi a lanciare fondi di tipo social bond.* Questo spirito pionieristico aiuta noi e voi ad anticipare le esigenze dei clienti di oggi.

Per tutte le informazioni visita
columbiathreadneedle.it



*Fonte: Columbia Threadneedle Investments. La strategia UK Social Bond è stata lanciata nel dicembre 2013 e la strategia European Social Bond nel maggio 2017.

Per scopi di marketing. Rilasciato da Threadneedle Management Luxembourg S.A. e registrato presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), 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. WF1908018 (01/24)

Argentina: svalutazione, austerità e riforme radicali

a cura di Mark William Lowe

Secondo Kristalina Georgieva, responsabile del Fondo Monetario Internazionale, «l'economia argentina è in una situazione così grave che ha bisogno di una scossa. Il presidente Milei e la sua squadra stanno facendo esattamente ciò». In quanto economista esperta, la direttrice generale del Fondo è più che qualificata per commentare il programma radicale del presidente argentino. Tuttavia, in patria non tutti sono d'accordo. Da quando si è insediato, il 10 dicembre 2023, il presidente Javier Milei ha ottenuto il primato di avere provocato uno sciopero nazionale in meno di due mesi. Una nota più positiva è che la terza economia dell'America Latina ha concluso un accordo con il Fondo Monetario Internazionale (Fmi) per sbloccare 4,7 miliardi di dollari nell'ambito di un piano di ristrutturazione del debito. Attualmente, la travagliata nazione sudamericana sta affrontando sfide economiche terribili in seguito a decenni di debito e cattiva gestione finanziaria. L'inflazione ha superato il 160% su base annua e circa il 40% degli argentini vive in povertà. L'accordo, frutto dell'approvazione da parte del Fmi di una serie di politiche volte a ripristinare la stabilità macroeconomica, rimette in carreggiata il pacchetto di salvataggio di ben 44 miliardi di dollari negoziato dalla precedente amministrazione del presidente Alberto Fernandez.

ECONOMIA CON LA MOTOSEGA

L'obiettivo dichiarato da Javier Milei, durante la sua campagna elettorale, è stato

«prendere a colpi di motosega» la politica fiscale e ricostruire l'economia dalle fondamenta. È stato eletto sulla scia dell'insoddisfazione degli elettori nei confronti di un'élite politica ritenuta responsabile di iperinflazione endemica, di una moneta in caduta libera e di una povertà crescente. In sostanza, i suoi sostenitori avevano ben poco da perdere. Milei, un outsider di destra che si descrive come "anarco-capitalista", ha già varato una serie di misure per tagliare la spesa pubblica e rivedere l'economia. A poche settimane dal suo insediamento, ha presentato al Congresso un pacchetto legislativo incentrato sulla privatizzazione di oltre 40 aziende pubbliche e sull'imposizione di restrizioni al diritto di riunione e di manifestazione. Allo stesso tempo sono stati annunciati piani per ridurre il valore del peso argentino di oltre il 50% rispetto al dollaro statunitense e una serie di misure di austerità che vanno dalla cancellazione di una serie di appalti pubblici all'abolizione di un certo numero di sussidi. Mentre il Fondo Monetario Internazionale ha apprezzato le proposte della nuova amministrazione, lo stesso non si può dire dell'opposizione. Nel difendere le sue proposte, Milei ha affermato che non c'è

tempo per approcci graduali e che l'unica possibilità per l'Argentina di tornare alla prosperità è una politica di rigorosa austerità. Come dimostrato durante il World Economic Forum di Davos, per il momento il presidente sembra godere del sostegno e della fiducia da parte della comunità internazionale. Tuttavia, la "terapia

“*La travagliata nazione sudamericana sta affrontando sfide economiche terribili a seguito di decenni di debito e cattiva gestione finanziaria. L'inflazione ha superato il 160% su base annua e circa il 40% degli argentini vive in povertà*”

d'urto" di Milei è un enorme azzardo che rischia di alienare i principali sostenitori interni e di pregiudicare la sua amministrazione.

INVERSIONE DI ROTTA SUI BRICS

Durante il vertice dei Brics tenutosi a Johannesburg nell'agosto 2023, era stato deciso che l'Argentina sarebbe entrata a fare parte del gruppo economico all'inizio del 2024. Tuttavia, poco dopo il suo insediamento, il presidente Milei ha scritto ai leader di Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica, spiegando che i tempi per l'adesione del suo Paese non erano maturi.

Milei ha anche dichiarato che l'approccio della sua amministrazione agli affari esteri «differisce per molti aspetti da quello del governo precedente. In questo senso, alcune decisioni prese dalla passata amministrazione saranno riviste». Le scelte da rivedere, cui si fa riferimento nella lettera, sono abbastanza chiare: Milei intende perseguire una politica estera allineata a quella dei paesi occidentali e non impegnarsi per costruire legami con altre nazioni in via di sviluppo.

Tuttavia, nonostante una serie di dichiarazioni in cui afferma che la sua strategia sarà perseguire un maggiore allineamento con le «nazioni libere dell'Occidente», piuttosto che con paesi governati «dal comunismo», come la Cina e il vicino Brasile, il presidente ha lasciato la porta aperta alla collaborazione con il gruppo dei Brics. Nonostante abbia descritto il governo cinese come un assassino e dichiarato di non volere lavorare con i comunisti, Milei ha comunque affermato che l'Argentina cercherà di intensificare i legami bilaterali con i paesi Brics per aumentare i flussi commerciali e di investimento, senza entrare effettivamente nel gruppo.

Sebbene la posizione di Milei possa sembrare contraddittoria, dato che una delle sue promesse elettorali era di tagliare i legami con Cina e Brasile, il suo tono conciliante, da quando è entrato in carica, è assolutamente pragmatico: i due stati sono i principali partner commerciali dell'Argentina. Per quanto riguarda le «nazioni libere dell'Occidente», il commercio con gli Stati Uniti, in particolare, è in rapida crescita ed è quindi imperativo che l'amministrazione attuale riesca a mantenere un rapporto solido con tutti questi tre paesi.

PASSI DECISIVI

Dopo la riunione con Milei a Davos, Kristalina Georgieva ha scritto su X di avere avuto un «ottimo incontro con il presidente argentino», aggiungendo che «abbiamo parlato delle profonde sfide economiche e sociali dell'Argentina e dei passi decisivi che si stanno compiendo per ridurre l'inflazione, promuovere la crescita guidata dal settore privato e utilizzare le scarse risorse pubbliche per aiutare le persone più vulnerabili». I suoi commenti sono stati una netta approvazione per il nuovo presidente radicale, tuttavia le sfide che Milei deve affrontare

richiedono più del sostegno della Georgieva: se si vuole introdurre con successo il consolidamento fiscale necessario per porre fine al ciclo perpetuo di prestiti eccessivi, iperinflazione, default e instabilità, è necessario il pieno sostegno del Congresso, un requisito che, al momento, non è garantito.

CONCLUSIONI

Milei non ha fatto mistero del fatto che la situazione diventerà più difficile prima di migliorare, una considerazione che non sfugge ai cittadini argentini che soffrono di più. Per gli standard dell'America Latina, i rischi per la sicurezza sono stati relativamente bassi in Argentina. Tuttavia, le politiche del nuovo presidente potrebbero avere un effetto negativo significativo sul quadro di sicurezza del Paese.

Le sue politiche di taglio del bilancio, molto controverse, porteranno gravi disagi a un'economia che ha vissuto decenni di spese populiste. Con ogni probabilità ci sarà una contrazione nel 2024 e l'inflazione continuerà a salire.

In questo contesto, c'è il rischio non solo di disordini sociali, comprese proteste violente, ma anche, come è accaduto du-

rante l'ultima grande crisi economica argentina del 1998-2002, di un aumento di crimini come rapimenti ed estorsioni. Le necessarie misure di austerità potrebbero anche portare a una situazione in cui i manifestanti prendono di mira aziende e istituzioni finanziarie straniere. Una considerazione che non faciliterà l'obiettivo di Milei di aumentare notevolmente gli investimenti stranieri.

La pura realtà è che chiunque voglia investire in Argentina ora non si imbatte nell'oasi libertaria cui Milei aspira, ma piuttosto nella cruda realtà di una nazione alle prese con tassi di inflazione sconcertanti, scarsità di credito accessibile e un esodo di multinazionali. Il presidente non può essere ritenuto responsabile di questa situazione: egli è la conseguenza e non la causa del malessere del paese, ma sarà giudicato in base alla sua capacità di ribaltare la situazione. Ciò richiede non un atteggiamento ideologico, ma un progetto coerente che descriva nel dettaglio le strategie fiscali, monetarie e commerciali che daranno forma alla traiettoria dell'Argentina oltre i primi tumultuosi mesi di crisi.

Per il momento, questa tabella di marcia non si è ancora vista.



Indonesia, tre candidati in lotta per il potere

a cura di **Pinuccia Parini**

Il 14 febbraio, la terza più grande democrazia al mondo, con una popolazione di circa 280 milioni di abitanti, andrà alle elezioni. L'Indonesia è chiamata a scegliere il nuovo presidente, il vicepresidente e i membri dell'assemblea consultiva del popolo, il parlamento bicamerale, composto dalla camera dei rappresentanti del popolo (Dewan Perwakilan Rakyat Republik Indonesia) e dal consiglio di rappresentanza regionale della Repubblica dell'Indonesia (Dewan Perwakilan Daerah). Il presidente in carica Joko Widodo non può più candidarsi per un terzo mandato a causa dei limiti stabiliti dalla costituzione indonesiana. Jokowi, come è soprannominato, lascerà la carica dopo 10 anni, durante i quali il Paese ha conosciuto un'importante evoluzione.

UNA CRESCITA SOLIDA

La Banca Mondiale, nel suo rapporto semestrale "Indonesia economic prospects", ha dichiarato che la crescita rimane solida, con l'inflazione in calo e la valuta stabile. Secondo le proiezioni, «l'incremento del Pil potrebbe diminuire leggermente, passando dal 5% di quest'anno a una media del 4,9% nel periodo 2024-2026, a causa della perdita di vigore del boom delle materie prime». I consumi privati dovrebbero essere il principale motore del Pil, con gli investimenti delle imprese e la spesa pubblica in aumento, grazie alle riforme e ai nuovi progetti governativi. L'inflazione è attesa in calo al 3,2% nel 2024 rispetto alla media del 3,7% del 2023, all'interno della fascia obiettivo della Banca d'Indonesia. «La diminuzione dell'inflazione riflette l'ammorbidimento dei prezzi delle materie prime e il ritorno a tassi di crescita normali della domanda interna dopo il rimbalzo post-pandemia. Allo stesso tempo, vi è una certa pressione al

rialzo sui prezzi dei generi alimentari a causa degli effetti di El-Niño, che potrebbe interrompere la produzione alimentare in alcune località. Le esportazioni di servizi dovrebbero beneficiare della continua ripresa del turismo, mentre il calo dei prezzi delle commodity e l'indebolimento della crescita globale ostacoleranno le esportazioni di beni. Le entrate statali, in percentuale del Pil, potrebbero aumentare con il concretizzarsi degli effetti delle riforme fiscali, mentre è possibile che la spesa pubblica torni gradualmente ai livelli pre-pandemia». Nonostante tutto, l'economia indonesiana, sempre rispetto a quanto riportato dalla Banca Mondiale, deve ancora recuperare la traiettoria precedente alla pandemia. I rischi ai quali è soggetta sembrano più legati al contesto globale: i tassi d'interesse più elevati per un più lungo periodo nelle principali economie rischiano di avere ricadute sulla domanda e aumentare i costi dei prestiti sui mercati mondiali.

LA SFIDA DEL PAESE

«L'Indonesia ha un'esperienza consolidata nell'affrontare gli shock e nel mantenere la stabilità economica», ha dichiarato il direttore Paese della **Banca Mondiale** per l'Indonesia e Timor Est, **Satu Kahkonen**. «La sfida per la nazione è basarsi su solidi fondamenti economici per ottenere una crescita più rapida, più verde e più inclusiva. Per raggiungere ciò, è importante continuare ad attuare riforme che eliminino le strozzature che limitano

l'efficienza, la competitività e l'aumento della produttività. In questo modo l'Indonesia potrà accelerare la crescita, creare nuovi e migliori posti di lavoro e realizzare la sua visione di diventare un paese ad alto reddito entro il 2045». Una sezione speciale del rapporto offre, inoltre, alcuni suggerimenti su come l'Indonesia possa accelerare la crescita economica e rafforzare la propria resilienza, rallentando al contempo le emissioni di gas serra. La transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e resistente al clima potrebbe infatti generare una nuova fase di cresci-

“ Il 14 febbraio, la terza più grande democrazia al mondo, con una popolazione di circa 280 milioni di abitanti, andrà alle elezioni. L'Indonesia è chiamata a scegliere il nuovo presidente, il vicepresidente e i membri dell'assemblea consultiva del popolo ”

ta economica e di riduzione della povertà. «Attraverso una serie di azioni mirate, l'Indonesia può stimolare i fattori trainanti della produttività e dell'efficienza, contribuendo a ridurre i costi a breve termine della riduzione delle emissioni e dell'adattamento, rafforzando al contempo le prospettive di crescita sul

lungo periodo», ha dichiarato **Habib Rab**, economista capo della **Banca Mondiale** per l'Indonesia e Timor Est.

IL CONFRONTO ELETTORALE

È all'interno di questo contesto benigno che si svolgerà il prossimo confronto elettorale. L'appuntamento per la popolazione indonesiana è particolarmente importante e complesso, perché riguarderà non solo la scelta del nuovo presidente, ma anche di 700 parlamentari nazionali e quasi 20 mila legislatori locali. Ma è il confronto per la carica più alta dello stato che raccoglie grande interesse, proprio per le caratteristiche del sistema politico locale. I candidati che si contendono la nomina alla presidenza sono tre: Prabowo Subianto (Advanced Indonesian Coalition), Anies Baswedan (Coalition of Change for Unity) e Ganjar Pranowo (Alliance of Political Parties Supporting Ganjar Pranowo).

I CANDIDATI

Prabowo Subianto, è un tenente generale dell'esercito in pensione, uomo d'affari e ministro della difesa in carica dal 2019. È entrato in politica nel 2004 per inseguire il suo sogno di diventare presidente della nazione e ha partecipato, sia alla tornata del 2014, sia a quella del 2019, vinte entrambe da Jokowi. Uomo estremamente abiente, sposatosi con una figlia di Suharto dalla quale si è separato, «promette di salvaguardare l'eredità dell'attuale presidente in materia di sviluppo», sostiene il settimanale Economist nel profilo che ne traccia. Prabowo «ha abbracciato non solo la Jokowiomics, ma anche il 36enne figlio di Jokowi, Gibran Rakabuming Raka, come suo vicepresidente». Il suo passato di militare presenta diversi lati oscuri, come il tentativo di sedare i moti per l'indipendenza di Timor Est con l'aiuto di truppe irregolari che gli sono valse diverse accuse di violazione dei diritti umani. È, tra i tre contendenti, il più conosciuto e sta raccogliendo il maggiore consenso.

Anies Baswedan è un accademico, attivista e politico indonesiano che ha ricoperto il ruolo di governatore di Giacarta dal 2017 al 2022. È stato rettore dell'Università Paramadina, prima di essere nominato ministro dell'istruzione e della cultura nell'amministrazione di Joko Widodo. È anche il fondatore di Indonesia Mengajar, un programma che seleziona, forma e assegna ai laureati una missione di insegnamento di un anno in tutto il Paese. Proveniente da una famiglia di attivisti politici musulmani, nel suo manifesto politico propone di creare un'«Indonesia giusta e prospera per tutti», sottolineando l'importanza dell'uguaglianza economica. Egli



sostiene che i frutti dello sviluppo economico indonesiano siano stati distribuiti in modo ineguale. Tuttavia, la sua carriera politica non è stata scevra da controversie. Durante il suo mandato di governatore di Giacarta, Anies, ad esempio, ha suscitato numerose polemiche per le sue dichiarazioni pubbliche, tra le quali l'utilizzo della parola «pribumi», proibita dalla legge, che indica i nativi dell'Indonesia ed è considerato un termine che rimanda alla discriminazione etnica. Con l'annuncio della sua candidatura ha cominciato a criticare alcune misure adottate dal presidente in carica.

Ganjar Pranowo è un politico, membro del partito nazionalista Indonesian democratic party of struggle (Pdi-P), ed è stato per due volte governatore della provincia di Giava Centrale, con «un approccio da uomo del popolo». Non proviene da una élite potente e non è neppure legato ai militari e, quindi, conta sull'appoggio del Pdi-P e del suo capo, Megawati Sukarnoputri, figlia del padre fondatore dell'Indonesia e lei stessa ex presidente.

Ganjar si trova ora in una situazione difficile, perché è all'interno del partito da cui proviene l'attuale presidente, che, però, ha deciso di non sostenerlo. Il suo manifesto politico è caratterizzato da un programma che si potrebbe definire populista e che ripropone la linea adottata quando era stato governatore di Giava. Ha costruito la sua reputazione con politiche a favore dei meno abbienti e, anche durante la sua campagna elettorale, non ha mancato di fare emergere questi tratti, concentrandosi su un'intensa campagna a contatto diretto con le persone e visitando le diverse comunità.

LA MANCANZA DI UN'IDEOLOGIA

Tuttavia, ciò che caratterizza il sistema politico del Paese è la natura non ideologica dei partiti presenti, che per la maggior parte si definiscono «nazionalisti» (in Indonesia è inteso come «non religioso»). Pur avendo la più numerosa

popolazione musulmana al mondo (l'87%), l'islam non è religione di stato.

La transizione democratica dell'Indonesia («Reformasi»), tra la fine degli anni '90 e l'inizio dello scorso decennio, è stata un successo, dal quale sono nati numerosi partiti senza però chiare connotazioni di orientamento, tranne qualche limitata eccezione. La generale assenza di un'ideologia fa sì che il governo del paese sia diventato una condivisione del potere tra gruppi e che la governance sia uno strumento attraverso il quale trarre benefici dal ruolo ricoperto. Non è un caso che, proprio per queste ragioni, i partiti sono sempre aperti a nuove alleanze, che sono perlopiù dettate dalla necessità di consolidare legami tra élite. A tale proposito, basta ricordare che lo sfidante di Jokowi nelle precedenti elezioni, Prabowo Subianto, è entrato nel governo nel 2019.

IN ATTESA DEI RISULTATI

Ora non resta che attendere l'esito del confronto elettorale. Secondo la legge indonesiana, un candidato alle presidenziali ha bisogno della maggioranza dei voti espressi per essere eletto. Se nessun candidato ottiene il 50%, i primi due classificati parteciperanno a un ballottaggio che si terrà a giugno 2024. Il presidente in carica ha espresso il suo sostegno per il ticket Gibran-Prabowo. Qualunque sia il risultato, la questione chiave è quale indirizzo il Paese deciderà di intraprendere e di quanto le ingerenze politiche possano generare una crisi di fiducia nello stato di diritto. Inoltre, rimane l'ombra della decisione presa dalla Corte costituzionale indonesiana. Quest'ultima ha ritenuto ammissibile la candidatura di Gibran Rakabuming Raka, nonostante non abbia compiuto almeno 40 anni, condicio sine qua non in Indonesia si può correre per la carica di vicepresidente. L'Indonesia è una giovane democrazia che presenta, però, diverse fragilità.

FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

ALESSANDRO TENTORI

CIO EUROPE

AXA INVESTMENT MANAGERS

Nessuna recessione nel 2024

a cura di **Pinuccia Parini**



Lo scorso anno vi attendevate una recessione che, di fatto, non c'è stata. Qual è la vostra view per il 2024?

«Nel 2024 non parliamo più di recessione, soprattutto negli Stati Uniti, e siamo allineati al consenso degli analisti. Un'ulteriore nota di ottimismo è che, mentre il mercato sconta una politica monetaria aggressiva, sia a Washington, sia a Francoforte, con un taglio dei tassi d'interesse già a marzo, noi ci attendiamo che ciò avvenga nella seconda metà dell'anno e in misura molto più moderata. Le ragioni di questa nostra lettura risiedono nel valutare non necessaria una gestione così proattiva del ciclo economico: ci aspetta una fase di normalizzazione di quell'orientamento molto restrittivo che è stato necessario per riportare l'inflazione su una traiettoria di convergenza. Poiché l'inflazione sta già dando segnali di ammorbidimento e la crescita per il 2024 sarà inferiore a quella del 2023, non vi è al momento il bisogno di ridurre celermente i tassi d'interesse».

I recenti dati macro, in particolare l'indice dei prezzi al consumo americano di dicembre, corroborano ulteriormente questa vostra lettura?

«Se i recenti dati americani, molto positivi, continuassero e inviassero segnali che l'inflazione potrebbe stabilizzarsi sopra il target, saremmo pronti a rivedere la nostra visione sull'andamento dei tassi ed, eventualmente, modificarla. Per il momento, se posso esprimere il mio parere, vedo una serie di numeri, sia basati su sondaggi, sia di natura macroeconomica, che potrebbero fare presagire un'economia più forte delle stime attuali che prevedono il Pil in salita dell'1,3%. Forse il consenso è ancora troppo cauto».

Ma come ci si può spiegare un'economia così resiliente con un cospicuo e accelerato aumento dei tassi d'interesse?

«Penso che ci siano due considerazioni da fare che, forse, potrebbero spiegare questo fenomeno. La prima, che è più osservabile, riguarda la tenuta dei consumi, nonostante il livello di risparmio delle famiglie che è visto in fase di decumulo o già esaurito, a seconda dei diversi pareri, dopo gli eccessi del periodo post Covid. La ragione di ciò è probabilmente da ricercare nel mercato del lavoro che, al momento, registra piena occupazione: il reddito disponibile reale sale e compensa la riduzione di quanto precedentemente risparmiato. La seconda considerazione, invece, è più una congettura di cui parlano alcuni membri delle banche centrali (è il caso di Christopher Waller, membro della Federal Reserve Board of Governors, nel suo il discorso tenuto lo scorso 16 gennaio). In base a quest'ultima visione, la tenuta dell'economia del 2023 sarebbe riconducibile a uno shock di produttività dovuto all'introduzione di nuove tecnologie, come il machine learning e l'intelligenza artificiale, che hanno aumentato il grado di efficienza delle aziende nella gestione del business e nella velocità di prendere le decisioni. Non vi sono ancora evidenze certe: la produttività totale dei fattori sta aumentando, ma è ancora troppo presto per esprimere un giudizio inconfutabile. Tuttavia, se così fosse, si potrebbero rilevare alcune analogie con quanto avvenuto nel 1995 con l'avvento di internet, che portò a circa sette anni di crescita sopra il potenziale negli Usa e in Europa».

Dalle sue considerazioni emerge uno scenario benigno per l'inflazione. Quali sono i rischi attuali, soprattutto tenendo conto delle variabili geopolitiche?

«La crisi mediorientale sta mostrando alcune ripercussioni, tra le quali l'interruzione del Canale di Suez. È uno stress nel sistema relativamente recente; certamente, se perdurasse, avrebbe notevoli ripercussioni sull'inflazione e sulla produzione. Infatti, gli effetti di

uno shock sull'offerta hanno un impatto, sia sulle quantità prodotte, sia sui prezzi: potrebbe innescarsi di nuovo la narrativa della stagflazione, circolata in passato per qualche tempo e poi definitivamente abbandonata. Questo, però, non è l'unico rischio per l'inflazione e, sul nostro radar, ne abbiamo identificati altri due. Il primo è la dinamica dei salari, in particolare in Europa, mentre il secondo è il miglioramento delle condizioni finanziarie che si è osservato, a partire da novembre, in alcuni indici che offrono un'approssimazione della situazione di mercato: sembrano essere equivalenti, nel caso degli Usa, a 125 punti base di taglio dei tassi d'interesse. Ciò è quanto si evince da una serie di indicatori sintetici tra i quali quello pubblicato dalla Federal Reserve di Chicago».

Quali sono le ragioni di questa sua ultima osservazione?

«Quando i tassi dovevano salire, sia la Fed, sia la Bce avevano fatto emergere questo tema, ossia non considerare solo le decisioni di politica monetaria, ma guardare a come i mercati traducevano le misure annunciate. La stessa osservazione è valida tuttora: se, effettivamente, da novembre ci fosse stato un miglioramento significativo delle condizioni finanziarie, è possibile che tra 6-12 mesi, quando saranno esauriti i ritardi di trasmissione della politica monetaria, ci si trovi di fronte a un profilo di inflazione e di crescita più sostenuto».

Ci sono però altri indicatori, come il Nfib, che mostrano un consistente aumento dei costi di finanziamento per le aziende. Come lo spiega?

«È il sondaggio della National federation dell'indipendent business che sottopone agli imprenditori una serie di domande, tra le quali una sulle condizioni di finanziamento, da cui emerge che, dal 2020 al 2023, i tassi di interesse pagati dalle piccole-medie aziende hanno evidenziato un aumento dal 5% al 10% attuale (dato su dicembre 2023). È un dato che preoccupa? Può essere, ma la vera domanda da porsi è come mai l'economia non sia andata in recessio-

ne, nonostante l'aumento di 525 punti base da parte della Fed. Ritorniamo quindi alla congettura precedente sul possibile effetto causato dall'introduzione di una nuova tecnologia. Bisognerebbe chiedersi se, a questo punto, gli imprenditori abbiano assunto decisioni più informate che hanno loro permesso una gestione del business molto più rapida, anche di fronte all'aumento repentino dei costi di finanziamento».

Il 2024 è anche un anno di appuntamenti elettorali importanti, tra i quali le presidenziali americane e le elezioni europee. Che cosa vi attendete?

«Personalmente, non mi aspetto cambiamenti di politica fiscale, perché non pensiamo che si ritorni al 2010, quando Christine Lagarde, allora a capo del Fondo Monetario Internazionale, predicava austerità, anche perché gli stati, negli ultimi 15 anni, hanno aumentato di molto la loro impronta sull'economia: sono più grandi in termini di Pil grazie anche alla crescita del debito. Penso che, al di là degli slogan politici, le decisioni più importanti riguarderanno la politica monetaria, quindi l'indipendenza delle banche centrali, e i nuovi strumenti, quali le valute digitali, senza ovviamente dimenticare la geopolitica. Nello specifico, un nuovo inquilino alla Casa bianca, dello schieramento avverso a quello attuale, potrebbe connotare diversamente la politica estera americana, con ripercussioni anche sul Vecchio continente. Inoltre, se Trump fosse rieletto, non è escluso un distanziamento dai target di decarbonizzazione, ma va anche detto che, ormai, sulle tematiche ambientali, siamo in una fase di laissez-faire purtroppo abbastanza tollerato dalla politica. Per quanto riguarda l'Europa, la chiave di lettura è capire come sarà il patto di stabilità e crescita, ossia quale sarà la capacità di ingerenza delle regole di Bruxelles sui singoli stati. Il caso tedesco, per esempio, con il pronunciamento della corte costituzionale del paese, potrebbe essere contenuto dalla decisione organica della Commissione europea, che farà in modo che non ci siano interferenze da parte dei membri dell'Unione».

MARCO VALLI

GLOBAL HEAD OF RESEARCH
CHIEF EUROPEAN ECONOMIST
UNICREDIT

Parola d'ordine, cautela

a cura di Pinuccia Parini

A livello globale, per il 2024, vi attendete una crescita del 2,7%. Quali sono le ragioni che sostengono le vostre previsioni?

«Il nostro outlook per quest'anno è improntato alla cautela per una serie di fattori che riteniamo possano influire al ribasso sulla crescita. Nello specifico, pensiamo che l'effetto delle politiche monetarie restrittive non si sia ancora pienamente trasferito all'economia reale. Inoltre, l'eccesso di risparmi che aveva sostenuto i consumi, sta gradualmente esaurendosi: in Eurozona è evaporato, mentre negli Usa è in diminuzione, ad eccezione della fascia dei redditi più elevati che ha, però, una propensione marginale al consumo,

inferiore alla media. A tutto ciò vanno aggiunti altri due elementi: la politica fiscale, che è destinata a normalizzarsi sulle due sponde dell'Oceano, in particolare negli Stati Uniti, dove era stata molto espansiva, mentre nell'Eurozona è probabile che l'impatto sia più sentito nel 2025, e l'incognita del commercio globale, in calo di circa il 2% nel 2023 e atteso in stabilizzazione quest'anno».

Tuttavia, la manifestazione degli effetti del rialzo dei tassi era attesa prima di quanto non sia avvenuto. Che cosa è successo?

«È una domanda cui è complesso rispondere in modo univoco. Ciò che è avvenuto è che la trasmissione dei rial-



zi dei tassi alla dinamica dei tassi bancari è molto rapida, ma non così è stato, in successione, all'economia reale: ciò vale nell'Eurozona, ma soprattutto negli Stati Uniti, dove, ad esempio, la maggior parte dei mutui è stata erogata a tassi fissi. Basterebbe raffrontare i dati dell'area euro sui tassi bancari applicati ai prestiti alle società non finanziarie con la spesa netta per interessi delle imprese, come percentuale dei loro profitti operativi, per rendersi conto che, per il momento, l'impatto sugli utili è ancora moderato».

Quali sono le ragioni di questo comportamento?

«Potrebbe essere ascrivibile al fatto che le aziende avevano a disposizione un cuscinetto di liquidità robusto, che hanno preferito impiegare di fronte a un repentino rialzo dei tassi, senza ricorrere alle banche o al mercato dei capitali. Oppure, un'altra ipotesi è che una parte dei prestiti in essere non è ancora scaduta e, quindi, rinnovata a tassi più alti. Non va inoltre dimenticato che, nei passati due anni, le società hanno generato utili molto elevati che hanno più che compensato la maggiore spesa per interessi e sono stati portati in parte a riserva. In sintesi, è stata utilizzata la capacità di generare flussi di cassa per sostituire prestiti il cui costo sarebbe stato oneroso. Tuttavia, il quesito non è di facile risoluzione ed è oggetto di profonde discussioni all'interno delle stesse banche centrali, ossia quanto delle politiche monetarie restrittive sia già passato a valle o sia in attesa di esserlo. A oggi è emerso che, in base ai modelli econometrici utilizzati, il risultato può variare in modo significativo ed è per questa ragione che, solitamente, le banche centrali ne aggregano di diversi tipi per trarre poi indicazioni generali».

Data la vostra lettura del contesto economico, quali sono le preoccupazioni e quali, invece, potrebbero essere le sorprese positive?

«Seguiamo con attenzione la geopolitica, la cui evoluzione è però difficilmente prevedibile, perché potrebbe avere diverse implicazioni negative: al

ribasso sulla crescita e, potenzialmente, al rialzo sull'inflazione, soprattutto per le economie aperte. È un aspetto indispensabile da monitorare, in particolare per l'area euro, visto che gli Stati Uniti, per una serie di fattori economici, energetici e geografici, sono un'economia più chiusa. Per quanto riguarda, invece, le sorprese positive, pensiamo che potrebbero venire dal mercato del lavoro, che sta tenendo, e dai salari reali in crescita: due elementi a sostegno della fiducia dei consumatori».

Parlando di geopolitica, la crisi in Medio Oriente rischia di avere ripercussioni negative sulle catene di approvvigionamento?

«Nessuno sa veramente se ci sarà un'escalation del conflitto. L'aumento dei prezzi dei trasporti, guardando al Freight baltic index, c'è stato, ma è più contenuto rispetto a quanto avvenuto durante la pandemia. Potrebbe diventare più significativo, ma è difficile simularne l'impatto macro: la situazione attuale è diversa da quella del 2021 e del 2022, quando la domanda globale di beni manufatti era più elevata e c'era un maggiore quantità di risparmio delle famiglie, con conseguente superiore capacità di spesa. Non è quindi da escludere che, a differenza del passato, più aziende potrebbero essere costrette ad assorbire nei loro bilanci una quota di questi maggiori costi».

Tornando alla crescita globale, vi preoccupa lo stato di salute della Cina?

«Siamo molto cauti, perché non vediamo, nel breve, inversioni di tendenza nel mercato immobiliare e non pensiamo che arriveranno piani d'aiuto consistenti da parte del governo. Poiché la casa è una componente importante degli investimenti delle famiglie cinesi, la crisi del settore incide direttamente sulla fiducia dei consumatori. A ciò vanno aggiunti diversi fattori strutturali, quali la demografia, che pesa sul tasso di crescita potenziale dell'economia, e l'incertezza causata dalle politiche governative. Per colpire alcune sacche di speculazione, perseguire il bene comune e favorire la crescita del mercato domestico (dalla transizione energe-

tica all'autosufficienza nel settore dei semiconduttori), Pechino ha introdotto restrizioni e controlli che rendono precaria la visibilità per lo sviluppo del business imprenditoriale. Questa situazione scoraggia gli investimenti stranieri, sia diretti, sia indiretti».

Il 2024 è un anno elettorale, con Taiwan che ha dato il via a un'agenda ricca di appuntamenti. Che cosa ne pensate?

«L'appuntamento più importante è, senza ombra di dubbio, le presidenziali americane. Che cosa potrebbe cambiare dal 2025 è tema di confronto. Indipendentemente dall'esito finale, noi crediamo che sulla politica fiscale non ci sia spazio per un ulteriore stimolo significativo, vista la situazione del deficit e del debito del Paese. Inoltre, sarebbe una misura che entrerebbe in conflitto con l'azione restrittiva della Fed. Ciò che potrebbe cambiare e avere forti conseguenze sullo scenario internazionale è la politica estera, con la possibilità che il ruolo degli Stati Uniti venga ridiscusso su una serie di questioni, che vanno dalla Nato al conflitto in Ucraina. Anche sul piano commerciale, c'è il rischio di accentuare un atteggiamento protezionista che avrebbe ripercussioni pure sull'Eurozona. A giugno ci saranno altresì le elezioni europee il cui risultato non dovrebbe portare a importanti cambiamenti».

Le banche centrali, nel decidere quando iniziare a tagliare i tassi, sono dinanzi a un nuovo dilemma?

«Non vedo un dilemma: le economie stanno tenendo e l'inflazione sta scendendo verso il target delle banche centrali. Crediamo che, sia la Bce, sia la Fed taglino i tassi a partire da giugno, rispettivamente di 75 e 125 punti base nel corso di quest'anno. Il ciclo di allentamento monetario dovrebbe poi proseguire nel 2025 verso livelli di neutralità, intorno al 2% per la Bce e al 3% per la Fed. Soprattutto in Eurozona, ci attendiamo, quindi, una discesa dei tassi più lenta di quanto prezzato dal mercato, visto che il mandato della Banca Centrale Europea è unicamente il controllo dell'inflazione».

Un insperato ritorno

di Boris Secciani

Nel 2012, in Giappone cominciava un nuovo periodo ricco di cambiamenti e, soprattutto, si è cercato di riavviare un dinamismo economico che per anni non si era visto nel paese. Questa fase è passata alla storia come Abenomics, dal nome del primo ministro che ha dato vita a tale politica: Shinzo Abe. Tuttavia, l'Abenomics, se si guardano i livelli di Pil raggiunti, non è stata un grande successo nei suoi primi 10 anni. A mostrare dinamismo, invece, è stato il mercato azionario, che ha raggiunto di recente i suoi massimi da oltre 30 anni. Ma il recupero degli indici di borsa non è stato così lineare nel tempo e, se si cercassero le ragioni del forte rialzo del 2023, si potrebbero elencare le basse valutazioni dei titoli, ma, soprattutto l'accelerazione nell'ultimo periodo delle riforme corporate. Contestualmente, e non è di certo un fattore da ignorare, il Paese è uscito dalla deflazione che aveva pesato per molti anni sulla crescita: dal post pandemia ha mostrato una discreta vivacità nell'incremento reale del Pil e un'inflazione che, per quanto in aumento, non ha fatto registrare shock sui prezzi come in Occidente

Nel 2012 il compianto Shinzo Abe cominciava il suo secondo incarico da primo ministro del Giappone, dopo una breve e non particolarmente rilevante parentesi fra il 2006 e il 2007. Probabilmente, pochi, all'epoca, avrebbero immaginato, in una nazione abituata a continui avvicendamenti ai vertici del governo, che quel mandato sarebbe durato otto anni e avrebbe reso il leader del Partito liberal democratico (Ldp), assassinato nel 2022, il premier al potere per maggiore tempo nella storia del Paese. Una simile anomalia è spia del fatto che si è trattato di un periodo fecondo di cambiamenti in una nazione spesso (e non completamente a torto) tratteggiata come conservatrice e avversa al rischio.

Gli ultimi 12 anni hanno, infatti, rappresentato un esperimento unico fra le economie avanzate, passato alla storia come Abenomics. Essenzialmente si è provato a riavviare un dinami-





simo economico che da oltre 20 anni era latitante.

Infatti, alla fine degli anni '80, il Sol Levante si trovava all'apice di un processo di modernizzazione e di crescita semplicemente stupefacente: il Pil complessivo risultava, sulla base di qualsiasi metrica, il secondo sul pianeta. A livello pro capite, il Giappone era superiore rispetto a quasi tutte le maggiori potenze occidentali e Tokyo sembrava avviata a diventare la capitale tecnologica, industriale e finanziaria della Terra, ipotesi che ha alimentato per un intero decennio cupe fantasie di imminente perdita del primato da parte dell'America.

Nella realtà, la storia ha preso una piega diversa: il collasso dei prezzi degli immobili e dei corsi azionari ha pesato enormemente nei due decenni successivi. Allo scoppio della bolla dei dorati anni '80 ha, inoltre, fatto seguito l'esplosione di problemi strutturali probabilmente irrisolvibili. Innanzitutto, la demografia continua a pesare come un macigno: la quota attuale di popolazione con più di 65 anni di età

(oltre il 29%) è la più elevata a livello globale e circa un cittadino nipponico su 10 ha più di 80 anni. L'età mediana supera i 49 e, anche in questo caso, si tratta di un primato mondiale. Di conseguenza, il totale dei giapponesi residenti è in calo da oltre 128 milioni nel 2010 ai circa 122,6 stimati per quest'anno. Neppure la timida apertura all'immigrazione, varata di recente, sembra minimamente in grado di scalfire la tendenza di lungo periodo.

UNA NUOVA REALTÀ

Dall'altra parte, le imprese locali si sono trovate a gestire una competizione sempre più agguerrita da parte dei concorrenti coreani e taiwanesi, capaci di salire rapidamente la scala del valore aggiunto globale in diversi settori, fino agli anni '90 pressoché dominati dalle aziende del Sol Levante. Era una nuova realtà che spesso non è stata ben gestita da imprenditori e manager locali, autori di scelte strategiche sbagliate. Basti pensare alla lentezza nell'adottare gli smartphone o le tecnologie digitali nella

televisione. Oggi, il processo di crescita di qualità e livello tecnologico sta cominciando a coinvolgere il gigante cinese, con esiti che sicuramente andranno a impattare in maniera enorme sull'economia globale. Il risultato è che il declino in termini di prosperità relativa per il Giappone è stato molto marcato. Basti pensare, infatti, che nel 2023 il Pil pro capite nominale ha registrato un livello intorno a 33 mila dollari: si tratta di una cifra di poco superiore a quella della Spagna, inferiore ai 37 mila circa italiani e pari, appunto, a Corea e Taiwan. Se, invece, questo indicatore viene tarato sulla base della parità del potere d'acquisto, l'Arcipelago risulta indietro rispetto a tutte le economie citate, a parte la Spagna. In pratica, Tokyo è oggi la capitale del più povero dei paesi ad alto reddito dell'Asia, un fenomeno che anche solo 15 anni fa era impensabile.

Ma, più di ogni altro elemento, è la classifica dei Pil nominali complessivi a rendere l'idea dei decenni persi: infatti, nel 2010 per la prima volta la Cina sloggiò il Sol Levante dalla seconda posizione mondiale, detenuta fin dai primi anni '70, mentre l'anno da poco terminato ha visto la retrocessione al quarto posto e l'avanzamento di una Germania a sua volta in crisi e con una popolazione di poco superiore a due terzi di quella nipponica.

I dati appena riportati evidenziano che l'Abenomics non è stata un grande successo: nel decennio che va dalla fine del 2013 a quella del 2023 la crescita economica è stata +0,6% all'anno, un valore peraltro curiosamente identico a quello italiano. In pratica, le famose tre frecce che caratterizzavano questa politica di ripresa (iniezione di liquidità via quantitative easing, consolidamento fiscale e riforme strutturali per potenziare la competitività) non hanno scosso più di tanto la situazione, se non nell'ambito più improbabile, ossia il mercato azionario. All'inizio dell'era Abe, l'equity locale si trovava forse al punto più basso del proprio trentennale declino post-scoppio della bubble economy.

MIRACOLO IN BORSA

Le quotazioni del Nikkei 225 all'avvio dell'Abenomics si posizionavano intorno a 8.500, non molto al di sopra dei minimi di inizio 2009. La presenza degli investitori stranieri era praticamente scomparsa e anche l'appetito locale per gli asset ri-



AADISH KUMAR
international economist
T. Rowe Price



Chi investe in Giappone non dovrebbe trascurare la riforma della corporate governance in corso. Questi sforzi stanno producendo cambiamenti significativi che probabilmente influenzeranno i rendimenti azionari a lungo termine più della politica monetaria del Paese



schiosi si era ridotto al minimo. Da allora è cominciata una fase di recupero davvero impressionante con il benchmark che di recente ha superato quota 36 mila, il massimo da oltre un trentennio. Con una simile ripresa, l'attenzione degli istituzionali di tutto il pianeta è tornata a essere rilevante. Alla base di questo ormai più che decennale processo, si possono identificare diverse ragioni. Innanzitutto, le azioni giapponesi erano scese a livelli tali da renderle una gemma value in un ambiente che cominciava a vedere corsi sempre più elevati in quasi tutti i settori. Un bull market così

esteso, per intensità e durata, non avrebbe però potuto dischiudersi se non fossero state attuate serie riforme, soprattutto a livello corporate.

E proprio questo è l'ambito nel quale le politiche del Ldp vantano i maggiori successi: infatti, fino a pochi anni fa, Japan Inc. si caratterizzava per una scarsa cura degli interessi degli azionisti e per un atteggiamento estremamente prudentiale, il che si traduceva in Roe contenuti e in montagne di liquidità che sedevano inutilizzate nei bilanci. Da allora, molte cose sono cambiate e, peraltro, come ricorda **Aadish Kumar**, international economist di **T. Rowe Price**, il processo di modernizzazione è ancora in corso e continuerà a costituire uno dei pilastri della borsa di Tokyo nei prossimi anni: «Chi investe in Giappone non dovrebbe trascurare la riforma della corporate governance in corso. Questi sforzi stanno producendo cambiamenti significativi che probabilmente influenzeranno i rendimenti azionari a lungo termine più della politica monetaria del Paese. Di recente, le autorità nipponiche hanno raddoppiato le misure di riforma, focalizzandosi sul problema profondo dell'inefficienza del capitale tra le società locali».

L'effetto benefico dei cambiamenti in atto su margini e flussi di cassa viene rimarcato anche da **Devan Kaloo**, global head of equities di **abrdn**: «Il Giappone è un altro mercato che merita l'attenzione degli investitori a causa di un periodo di progressivo cambiamento strutturale. La recente riforma della corporate governance è stata ben accolta e, probabilmente, continuerà a stimolare il valore per coloro che puntano sull'equity. Insieme alla ripresa della spesa delle famiglie, riteniamo che le azioni giapponesi siano ben posizionate per aumentare i guadagni».

IL DECLINO DELLO YEN

Detto ciò, conviene scendere un minimo nel dettaglio, in quanto un periodo di ripresa così lungo è stato influenzato da dinamiche più complesse rispetto al binomio appena esposto: ha inciso in notevole misura anche un maggiore efficientamento, benché non si possa fare a meno di ricordare che i rendimenti delle azioni made in Japan, espresse in dollari, sono stati molto più contenuti rispetto a quelli degli Usa e in linea con quanto visto in Europa. Infatti,



DEVAN KALOO
global head of equities
abrdn



La recente riforma della corporate governance è stata ben accolta e probabilmente continuerà a stimolare il valore per coloro che puntano sull'equity



lo yen, un tempo un bastione di stabilità in Asia, nell'era dell'Abenomics ha evidenziato un progressivo e costante indebolimento che l'ha portato, nelle ultime settimane del 2023, ai minimi da un trentennio sul biglietto verde. Tutto ciò, peraltro, spiega anche i numeri piuttosto modesti in termini di Pil. Se si usa la divisa statunitense come metro di misura, si scopre, infatti, che l'Msci Japan, nel decennio terminato alla fine dello scorso dicembre, ha mostrato un rendimento del +5,34% all'anno e uno Sharpe ratio intorno a 0,35. Nello stesso arco cronologico l'Msci Europe ha registrato valori rispettivamente pari a +4,74% e 0,28. È interessante, però, analizzare quanto è successo nell'ultimo quinquennio, in pratica l'era del pre e post pandemia. Su questo orizzonte temporale i numeri sono stati meno favorevoli al Sol Levante,

Le difficili scelte della Boj

Tutti gli elementi dell'analisi sul Giappone permettono di comprendere che oggi, per chi investe da quelle parti, è arrivato il momento di affrontare una transizione tutt'altro che facile. L'inflazione e l'indebolimento estremo dello yen, tornato a essere una fonte gigantesca di finanziamento di carry trade verso investimenti denominati in dollari, costringono la Boj a scelte più hawkish. Dall'altra parte, però, non si può facilmente immaginare di stringere più di tanto i cordoni della borsa in un'economia gravata da un debito pubblico che, quest'anno, dovrebbe oscillare intorno al 264% del Pil. Il governo, come molte altre realtà, negli ultimi anni ha operato una politica fiscale piuttosto generosa grazie anche a un notevole aumento delle spese militari. Ma, nell'anno fiscale che inizia alla fine di marzo, è previsto un calo delle uscite complessive intorno al 2% a fronte di un aumento degli esborsi per interessi del 7%, per un totale di 27 trilioni di yen. L'obiettivo è arrivare a un pareggio del saldo primario nel 2025-2026: come si può capire, i margini sono piuttosto stretti da qualsiasi punto di vista.

UNO SCARSO SHOCK SUI PREZZI

A giocare a favore di Tokyo è però il fatto che, tutto sommato, il brutale shock sui prezzi visto in Occidente ha colpito in maniera contenuta il Sol Levante, fatto che ha permesso alla Bank of Japan di operare con un forte ritardo. Quest'ultima, dunque, si troverà a incrementare il costo del denaro in un momento in cui nelle maggiori economie sviluppate (e non solo) del pianeta sta cominciando a scendere, un aspetto ben sottolineato da Lukas Knüppel di Gam: «Cresce l'aspettativa che la Banca centrale giapponese nel 2024 ponga fine alla politica dei tassi di interesse negativi in vigore da tempo, però l'intervento sarà prevedibilmente abbastanza modesto. Di conseguenza, le azioni bancarie giapponesi si sono rivalutate parecchio nel 2023, toccando le quotazioni medie decennali. Se la Bank of Japan alzasse i tassi di interesse nel 2024, adotterebbe un orientamento divergente rispetto agli altri istituti centrali. Lo scenario economico globale è caratterizzato da un profondo rallentamento dell'inflazione e da un graduale calo della domanda dei mercati del lavoro: ciò potrebbe contribuire alla stabilizzazione dei tassi di interesse e a eventuali tagli ai tassi negli Stati Uniti e in altri paesi».

OBIETTIVI SENZA UN ECCESSO DI SOFFERENZA

Dunque, alla fine, gli obiettivi di contenere il caro-vita e di stabilizzare la moneta potrebbero essere ottenuti senza un eccesso di sofferenza, grazie a un graduale ritorno al New normal in America e in Europa, elemento che aiuta a mantenere a livelli ragionevoli lo scarto di rendimenti fra queste realtà sul money market e a livello obbligazionario: a tutto ciò si accompagna, invece, un minimo di brio a livello macro in Giappone. In pratica, il ritardo che si è visto nell'arrivo della legnata inflativa si è registrato anche a livello di evoluzione post-pandemica del Pil.

CRESCITA AL DI SOPRA DEL POTENZIALE

La ripresa è stata, infatti, prima lentissima, mentre nell'ultimo anno si è irrobustita proprio mentre in Occidente si cominciava a perdere colpi. **Alvaro Sanmartin**, chief economist di **Amchor Investments Strategies**, sostiene: «Il Giappone, da parte sua, potrebbe compiere ulteriori passi verso la normalizzazione monetaria non più tardi di aprile, una volta confermata un'evoluzione salariale sufficientemente dinamica. Ciò perché la crescita rimane al di sopra del potenziale, l'output gap è probabilmente già positivo, si conferma un significativo movimento al rialzo delle aspettative di prezzo delle famiglie e delle imprese, l'inflazione di fondo è ormai da molti mesi al di sopra dell'obiettivo del 2% e la politica fiscale continuerà a essere espansiva».



ALVARO SANMARTIN
chief economist
Amchor Investments Strategies

“
Il Giappone, da parte sua, potrebbe compiere ulteriori passi verso la normalizzazione monetaria non più tardi di aprile, una volta confermata un'evoluzione salariale sufficientemente dinamica
”





che ha messo a segno +7,31% annuale a fronte di +9,75% dell'Europa.

UN ECCELLENTE 2023

A determinare gli sviluppi post-2018 è stato un aumento di correlazione con l'andamento degli asset asiatici, che è stato pesissimo a partire dalla fine del 2020 a oggi; rispetto a questo trend, però, il Giappone è riuscito a staccarsi di nuovo, mettendo a segno un eccellente 2023, in cui si è avuta una crescita dell'Msci Japan in dollari del 20,77%. Questo groviglio di dati consente di identificare una serie di elementi che risulteranno cruciali per il futuro della borsa locale. Da una parte, infatti, sul Sol Levante continua a regnare una politica monetaria che costituisce un unicum planetario, dall'altra, l'economia nipponica si

trova a essere nelle sue componenti vitali sempre più intersecata con il resto dell'Asia. Quest'ultima caratteristica rappresenta senz'altro un'opportunità epocale, ma anche una fonte di problemi e tensioni, nei quali si intrecciano i rapporti con i vicini storicamente non facili e il fatto di essere uno dei maggiori alleati degli Stati Uniti. Infine, non vanno dimenticate le peculiarità delle aziende che compongono uno dei listini oggi più interessanti del globo. A questo punto, vale la pena cercare di evidenziare le opportunità e rischi di tutti questi fattori.

UNO SCENARIO DISCRETO

Il Paese è stato caratterizzato, a partire dagli anni '90, da una delle politiche monetarie più estreme del pianeta ed è

stato il pioniere dei tassi a zero e di ciò che sarebbe diventato il quantitative easing. Questo approccio ha portato alcune volte persino all'acquisto di azioni da parte della Bank of Japan, che è diventata nel mondo l'istituzione monetaria che ha più esperienza nel gestire uno scenario deflativo. A partire dal post pandemia, però, il quadro è cambiato non poco anche nell'Arcipelago, con una discreta vivacità, sia sul fronte dei prezzi, sia nella crescita reale del Pil. Quest'ultima ha infatti registrato +1,7% nel 2021 e circa +1% nel 2022, mentre nel 2023 questo indicatore dovrebbe essersi posizionato intorno a +1,6%. Il consensus vede un andamento simile anche quest'anno (nell'intervallo +1% e +1,2%). Si tratta di valori che, nell'ambito della calma piatta della realtà nipponica, sono tutt'altro che disprezzabili.

Dall'altra parte, il Paese ha subito l'impatto dello shock alle catene di fornitura e ai corsi dei prodotti energetici, dei quali è un grande importatore: di conseguenza, l'inflazione core, il dato cui la Banca Centrale preferisce guardare, è restata per tutto l'anno passato ben al di sopra del target del 2%.

Un paradigma, dunque, che negli ultimi anni è mutato molto rispetto all'ambiente in cui era stata concepita l'Abenomics e che viene ben sintetizzato dal team di analisi di **Eurizon**: «Il mercato giapponese, nel 2023, è stato caratterizzato da un'elevata inflazione, tassi relativamente bassi, uno yen che ha raggiunto i minimi degli ultimi 30 anni rispetto al dollaro e un forte attivismo da parte della borsa di Tokyo per migliorare l'efficienza delle imprese quotate nell'uso del loro capitale. Per il 2024 ci attendiamo che l'inflazione rimanga uno degli argomenti centrali. Prevediamo, inoltre, che il costo del denaro resti in buona parte lo stesso e che vi sia la possibilità di un rafforzamento della divisa».

SFASATURA CICLICA IN BORSA

Le conseguenze di questo parziale e tardivo aggiustamento potrebbero però risultare importanti sull'andamento dell'equity locale. Nella pratica, non è improbabile che si assista a un'importante rotazione settoriale nel futuro prossimo venturo. Innanzitutto, bisogna specificare che il listino di Tokyo presenta un elevato livello di ci-

La spinta dalla svalutazione

Nessun altro polo produttivo e tecnologico di importanza globale ha potuto contare, di recente, su una spinta così intensa da parte della svalutazione. Questo pilastro ha consentito di prolungare il momentum positivo dell'industria del Sol Levante ben oltre la ripresa fisiologica dai livelli catastrofici comuni in Europa circa 15 mesi fa. In pratica, l'ultimo anno dell'equity locale, anche in questo caso in un ambito di splendido isolamento, si è configurato come una continua cavalcata del value.

UN'INFLUENZA DETERMINANTE

La possibilità di un'incipiente mean reversion della valuta nazionale spinge Aadish Kumar, di T. Rowe Price, a ipotizzare anche in questo spicchio del globo il riavvio di un percorso di sovraperformance delle aziende con maggiore potenziale di crescita strutturale: «Il deciso calo del valore dello yen rispetto al dollaro statunitense è stato al centro dell'attenzione in Giappone per più di un anno e ha influenzato in modo determinante i solidi rendimenti sul mercato azionario nipponico. Attualmente, intorno ai minimi di molti decenni, la debolezza valutaria ha sostenuto in modo particolare l'indice Topix, che aggrega molti titoli di aziende esportatrici. A beneficiare della loro maggiore competitività sono stati soprattutto i produttori e le grandi multinazionali dell'auto. Ciò ha anche determinato una spinta del mercato da parte delle società value, che hanno sovraperformato in modo significativo le loro controparti growth. Tuttavia, se, a un certo punto, dovessimo assistere a un calo dei tassi d'interesse globali e a un rafforzamento dello yen, si presenterebbe un contesto particolarmente favorevole per le società growth».

clività generale e che è legato in maniera profonda al settore manifatturiero, anche negli ambiti più tecnologici. Di conseguenza, vale la pena partire ancora una volta con un confronto con il Vecchio continente, che forse nell'insieme dei mercati sviluppati è quello che più si avvicina alla realtà nipponica. Infatti, il sistema finanziario locale ha goduto, al pari dell'Europa, di una buona annata. Rispetto alle nostre parti, però, si è avuta una notevole sfasatura per quanto riguarda il comparto manifatturiero più tradizionale. Quest'ultimo era stato in Occidente il protagonista assoluto dell'ultimo trimestre del 2022 e nelle prime settimane dell'annata da poco terminata. Il Sol Levante, invece, ha manifestato una ripresa più spalmata nel tempo, che consente ora di godere di un rientro alla normalità dei corsi degli input produttivi, come sottolinea **Lukas Knüppel**, investment manager e gestore del fondo **Gam Star Japan Leaders** di **Gam Investments**. «Altri fattori che influiscono sulla performance delle azioni giapponesi sono il prezzo delle materie prime e la logistica, che influenzano i costi degli input e i margini. Questi ultimi hanno registrato una tendenza al ribasso dopo il picco raggiunto a metà del 2021, determinata dalle interruzioni della catena di approvvigionamento e dalla domanda repressa dopo le serrate. Prevediamo che questo trend continuerà nel 2024, quando i problemi della filiera di fornitura saranno risolti e la domanda si normalizzerà. Ciò

Altri fattori che influiscono sulla performance delle azioni giapponesi sono il prezzo delle materie prime e la logistica, che influenzano i costi degli input e i margini



LUKAS KNÜPPEL
investment manager
e gestore del fondo
Gam Star Japan Leaders
Gam Investments

rappresenterebbe un vento di coda per le aziende, che beneficerebbero di costi di input più bassi e di una maggiore redditività. Da un punto di vista fondamentale, siamo positivi per i prossimi due anni in termini di crescita degli utili».

QUALITÀ SOPRAFFINA

I profitti locali, almeno per quanto riguarda le imprese più solide e prestigiose, dovrebbero poi essere spinti dal premio, in termini di prezzo, che la qualità sopraffina, che caratterizza molte produzioni locali, permette di estrarre. Questo profilo sicuramente aiuta i margini in un momento in cui non si può contare su enormi crescite

del fatturato. Un'interessante analisi, da questo punto di vista, viene esplicitata dal team di **Templeton Global Investments**: «Le aspettative sull'inflazione giapponese si stanno ampliando, per la prima volta dopo decenni, e questa è una buona notizia per il pricing power delle società. Ci si aspetta che le azioni continuino a beneficiare delle significative riforme aziendali implementate dalla borsa di Tokyo, della riduzione delle partecipazioni incrociate e dell'aumento dei pagamenti agli azionisti. Anche se le valutazioni sul mercato giapponese sono aumentate, rimangono in linea con i mercati azionari globali, escluso quello statunitense».

Asia, croce e delizia del Sol Levante

Giappone, Corea del Sud e Taiwan hanno un Pil pro capite simile, evidenziando la sempre maggiore integrazione delle economie dell'Asia Orientale. Questi tre paesi, però, sono appesi alle delicate dinamiche fra le due super-potenze globali: Usa e Cina. Ciò spiega le mutazioni nella struttura delle correlazioni fra gli asset di questi mercati: in parte competono per la stessa liquidità, in parte si trovano sottoposti a driver ciclici comparabili e alle medesime influenze geopolitiche

Nel periodo che va dalla seconda metà del 2020 fino alla fine del 2022, l'equity giapponese ha mostrato un'elevata correlazione con il resto del Far East per poi tornare a sovraperformare nell'ultimo anno. Queste oscillazioni sono indicative di un percorso di sviluppo che va avanti da decenni e che ha prima subito una forte accelerazione con l'Abenomics, per poi subire una battuta d'arresto nell'ultimo lustro: si tratta della sempre maggiore integrazione con la gigantesca sfera economica dell'Asia Orientale. Questo segmento del mondo, a partire dagli anni 2000, ha visto come protagonista assoluta la Cina, i cui rapporti con il Giappone sono incentrati su una forte ambiguità. Il Dragone, infatti, rappresenta il principale partner nell'import-export con circa il 20% del totale del commercio estero nipponico e, in questo ambito, il Sol Levante mostra costantemente un deficit nel saldo con la Repubblica Popolare. Al tempo stesso, Tokyo è inserita in un'alleanza militare con gli Usa, insieme a Corea del Sud e Taiwan, paesi che sono indicativi degli equilibri che caratterizzano l'Est dell'Asia e che possono essere rappresentati come un pendolo che oscilla costantemente fra la competizione (sovente pure ostile) e l'interdipendenza.

PIL ALLINEATI

Come già evidenziato, oggi il Pil pro capite nominale è praticamente lo stesso in tutte e tre le economie citate; a spingere verso questa convergenza sono stati diversi fattori. Da una parte, infatti, si è registrato un notevole scarto di dinamismo economico che ha permesso a Corea del Sud e Taiwan di raggiungere lo stesso livello di prosperità del Giappone. La Corea del Sud, pur non priva di problemi e in fase di rallentamento strutturale, nel decennio 2013-2023 ha mostrato un aumento del prodotto interno lordo annuale del 2,7% a fronte del +0,6% giapponese. Dall'altra parte, le politiche



di svalutazione sono state perseguite anche per tenere il passo con i grandi concorrenti asiatici, notoriamente piuttosto spietati dal punto di vista del controllo dei corsi delle proprie divise. Il risultato è che, soprattutto nell'ambito della filiera dell'It, le imprese dell'Arcipelago hanno visto la propria quota di mercato ridursi notevolmente in ambito consumer, ma con un focus nella produzione di macchinari, materiali e componenti avanzatissimi, specialmente nel segmento dei semiconduttori: un complesso produttivo squisitamente B2B nel quale il Paese vanta una competitività tecnologica ineguagliata. In pratica, i destini dei settori più avanzati del Sol Levante sono oggi completamente sovrapposti o quasi ai loro equivalenti e clienti in Corea del sud e Taiwan.

Queste tre economie, però, sono a loro volta appese ai delicati rapporti fra le due super-potenze globali. Il paradigma delineato spiega le mutazioni nella struttura delle correlazioni fra gli asset di questi mercati: in parte competono per la stessa liquidità, in parte si trovano sottoposti a driver ciclici comparabili e alle medesime influenze geopolitiche strutturali. Questa dinamica è destinata a fare sentire la propria influenza nei prossimi anni su diversi piani.

FORNITORE DI LIQUIDITÀ

Il futuro più o meno prossimo, infatti, porterà a cambiamenti che andranno a compensare alcu-

ni trend del recente passato. Innanzitutto, l'Asia, e non solo, è stata inondata a lungo da un oceano di yen dal cost of carry bassissimo: di conseguenza, anche una timida normalizzazione da parte della BoJ probabilmente non risulterà indolore per i mercati emergenti dell'area orientale. È vero che l'era dell'irrigidimento delle politiche monetarie globali sembra che stia giungendo a conclusione, ma non va dimenticato il fatto che in questo biennio il Giappone si è assunto, in solitaria, il ruolo di fornitore di liquidità di ultima istanza. **Amar Reganti**, fixed income strategist, e **Marco Giordano**, investment director, di **Wellington Management**, non a caso mettono in guardia dalla volatilità che potrebbe essere indotta dal ritorno di forza della valuta del Sol Levante: «Mentre i tassi d'inflazione scendono all'unisono nei paesi sviluppati, l'unica voce fuori dal coro rimane quella del Giappone: nonostante l'evidente trend reflazionistico, la Bank of Japan porta avanti imperterrita la strategia di abbandono delle politiche accomodanti con i suoi ritmi, anziché unirsi alle altre banche centrali e avviarsi verso un ciclo di rialzi. Malgrado i ritocchi al meccanismo di controllo della curva dei rendimenti, il 2024 si è aperto con la BoJ che applica tassi ancora negativi e mercati finora impotenti nell'esercitare pressioni sulle autorità monetarie. Il percorso intrapreso è chiaro: abbandono del meccanismo di controllo della curva dei rendimenti e uscita dai tassi

negativi; resta però da vedere come e quando si concretizzerà una normalizzazione della politica monetaria. Come già indicato dai nostri colleghi in altra sede, gli aumenti dei tassi di interesse giapponesi possono avere un impatto significativo sui mercati finanziari globali».

IL GROWTH CICLICO DI TOKYO

L'equity nipponico vanta, però, ragionevoli chance di continuare a godere dei favori degli investitori domestici ed esteri, grazie al suo variegato tessuto di imprese quotate. Ma, a questo punto, conviene dare un'occhiata un po' più in dettaglio alla struttura del mercato azionario di Tokyo, per meglio inquadrare i fenomeni descritti. Alla fine del 2023, infatti, i titoli industriali pesavano per oltre il 22,1% della capitalizzazione, a fronte del 16% circa in Europa, e la tecnologia contribuiva per poco più del 15%. Il peso di tale segmento risulta decisamente maggiore rispetto al 7,3% in Europa. Nel Vecchio continente nelle prime tre posizioni, oltre al già citato manifatturiero, troviamo i servizi finanziari (18%) e la cura della salute (15,3%). Da questi numeri si può intuire che il Giappone è tuttora una nazione che esprime il proprio genio tecnologico soprattutto in ambito hardware. Al giorno d'oggi, però, la manifattura tradizionale non sembra offrire grandi prospettive in tutto il mondo, anche se, come si è visto, questo tema value nel Sol Levante ha vissuto un 2023 miracoloso per intensità e durata.

Le speranze degli investitori sono oggi concentrate in discreta parte sull'avvio di una nuova fase favorevole nei microchip. Quest'ultimo comparto ha appena lasciato alle spalle un pessimo biennio, se escludiamo la nicchia dei prodotti orientati all'intelligenza artificiale, dopo una fase quasi magica nel 2020 e 2021. In pratica, il settore sembra ripiombato ancora una volta nel proprio problema atavico fatto di eccesso di investimenti e iperproduzione durante i boom.

GLI SFORZI DELLA CINA

Nel frattempo, la Cina sta facendo sforzi enormi per diventare autosufficiente nella filiera dei semiconduttori, quanto meno nei prodotti di media qualità. Nonostante ciò, però, non sono pochi i segnali incoraggianti, come, ad esempio, una sensibile ripresa delle vendite di chip e di tutti gli input produttivi che fanno parte di questa supply chain. Non manca, dunque, chi vede proprio in tale ambito la miniera più ricca di occasioni per andare a interpretare in chiave nipponica il passaggio di testimone, un anno dopo rispetto all'Occidente, fra i temi value e

quelli growth. Il Team di **Eurizon**, afferma: «I fondamentali delle aziende del Paese, ricche di proprietà intellettuali e legate al mondo dei semiconduttori, appaiono solidi, nonostante il rallentamento economico globale. Dall'altra parte, i profitti degli esportatori sono stati gonfiati dalla debolezza dello yen, il che rende elevata la base di comparazione per il prossimo anno fiscale».

Inoltre, il fatto di avere condizioni meno favorevoli sul costo del denaro nell'Arcipelago potrebbe finalmente essere compensato da un dollaro con tassi meno elevati. Il che, sicuramente, rappresenta una buona notizia per tutte le azioni a elevata duration in giro per il globo, come ricorda **Lukas Knüppel**, investment manager e gestore del fondo **Gam Star Japan Leaders** di **Gam**: «Abbiamo assistito a una consistente sovraperformance del valore, rispetto alla crescita e alla qualità, e il fattore alla base di questo spread è costituito dal movimento al rialzo del tasso di interesse statunitense e dall'iniziativa del Japan Exchange Group (Jpx), che ha chiesto alle società quotate in borsa di migliorare il rendimento del capitale proprio (Roe) e il rapporto prezzo/valore contabile (Pbr), concentrandosi sulle aziende con questi fondamentali più bassi e appartenenti alla categoria value. Sebbene i titoli value abbiano superato quelli growth, riteniamo che anche le azioni caratterizzate da forte crescita e quality siano pronte per un futuro brillante, dato che i tassi d'interesse statunitensi stanno raggiungendo il loro picco e che i titoli growth e quality sono meglio posizionati per dimostrare la loro forza reddituale e l'efficienza del capitale».

UN MERCATO MATURO ASIATICO

Dunque, la scommessa di molti investitori è che il rally della tecnologia si estenda in manie-

ra significativa al di fuori delle magnifiche sette mega-cap che hanno dominato il 2023, possibilmente allargando il ritorno delle sovraperformance dell'hi tech all'Asia, dove le tensioni con la Cina e la difficile fase ciclica hanno frenato un po' il tutto. A questo punto, però, si apre una nuova questione di non secondaria importanza: quanto il Giappone beneficerà di questa rotazione rispetto ai propri due rivali/clienti. In particolare, il caso della Corea del Sud è interessante, poiché si tratta di un'economia più grande e diversificata, rispetto a quella di Taiwan, ed è piagata da una serie di problemi decisamente interessanti per comprendere le dinamiche di questo spicchio di mondo.

Su questi temi, è interessante l'analisi **Jonathan Pines**, head of Asia ex-Japan di **Federated Hermes**: «La valutazione a buon mercato della Corea può essere attribuita a un elevato peso delle società cicliche, molte delle quali si prevede che avranno (per ora) utili in calo, e a una cattiva governance aziendale, che comporta un trattamento ingiusto nei confronti degli azionisti di minoranza. Tuttavia, dati i livelli estremi delle valutazioni assolute e relative offerte, scommettiamo sulla sovraperformance dei mercati azionari della Corea e della Cina. Quando le azioni sono così a buon mercato, basta che le notizie siano meno negative di quanto si temeva perché i titoli salgano. In Cina, un impulso di questo tipo potrebbe essere dato da un ammorbidimento delle tensioni con gli Stati Uniti e da un continuo sostegno alla policy di stimolo. Un ruolo potrebbe averlo anche il timore di perdere terreno da parte dei gestori di fondi sottopesati. In Corea, un aumento dei prezzi delle azioni potrebbe derivare dall'anticipo dell'inizio dei cicli di rialzo nei



JONATHAN PINES
head of Asia ex-Japan
Federated Hermes



La valutazione a buon mercato della Corea può essere attribuita a un elevato peso delle aziende cicliche, molte delle quali si prevede che avranno (per ora) utili in calo, e a una cattiva governance aziendale, che comporta un trattamento ingiusto nei confronti degli azionisti di minoranza



settori chiave e da un lento miglioramento della governance, che parte da una base davvero bassa, mentre continua a emergere una classe di investitori attivisti coreani più forte rispetto al passato».

ALCUNI ELEMENTI CRUCIALI

L'analisi di Pines sottolinea alcuni elementi cruciali per il mantenimento della leadership di Tokyo nei rendimenti azionari nell'ultimo decennio, nel corso del quale è riuscita a configurarsi come la piazza più shareholder-friendly e "americanizzata" del Far East. La Corea del Sud, infatti, oltre a vantare livelli equiva-

Corea del Sud e Taiwan, più moderni e più arretrati al tempo stesso

La realtà dei paesi concorrenti del Far East è per molti aspetti paragonabile al Giappone pre-Abenomics: i coreani appaiono scoraggiati e scettici nei confronti del grado di trasparenza e di correttezza delle gigantesche aziende locali (le cosiddette chaebol). Viene dunque spontaneo chiedersi quale sarebbe la reazione a fronte di un processo di riforme paragonabile a quello attuato nel Sol Levante.

UTILI IN RIALZO?

A fronte di flussi di denaro che rimangono in ambito tech, ma diversificando al di fuori delle sette mega-cap, pratiche meno da nazione emergente e più da piazza matura da parte del resto dell'Asia avanzata, potrebbero cambiare non poco le carte in tavola. Tutto ciò anche per un'altra ragione ben evidenziata da **Joohee An**, chief investment officer di **Mirae Asset Global Investments**: «Ci piacciono ancora in Corea e a Taiwan alcuni nomi del settore tecnologico, che possono beneficiare della ripresa del ciclo della domanda di prodotti tecnologici di consumo e degli investimenti nell'intelligenza artificiale negli Stati Uniti e che hanno un potenziale di revisione al rialzo degli utili».

UN PROFILO PIÙ CONSUMER

Le società dei due rivali tecnologici vantano, infatti, un profilo più consumer e legato a temi ad alta crescita rispetto all'equivalente giapponese. Corea e Taiwan appaiono più West coast statunitense a livello di struttura economica (anche sul piano degli stili di vita e delle attitudini sociali), ma tuttora lontane dalle best practice in termini di governance aziendale, che invece sono entrate nel lessico di Tokyo. Appare comunque difficile capire che cosa potrebbe succedere se il Giappone perdesse questo monopolio; nel frattempo probabilmente la cosa più saggia da fare è diversificare in tutte e tre le realtà per puntare sul nuovo ciclo di rotazione.

lenti di Pil pro capite, presenta cifre molto simili anche a livello di ricchezza delle famiglie. Una quota maggioritaria di essa, però, viene collocata nell'immobiliare, rendendo la penisola un outlier nell'ambito delle nazioni ad alto reddito e una realtà da questo punto di vista più simile alla Cina. A portare liquidità alla borsa di Seoul, una delle peggiori a livello globale nell'ultimo quindicennio, sono in buona parte gli istituzionali stranieri e il gigantesco fondo pensione nazionale locale, che, peraltro, ha una base di investitori privati locali alquanto modesta. Ma questi ultimi, nei casi in cui decidono di darsi all'esposizione azionaria, spesso optano per il private equity, ambito nel quale la Corea vanta la seconda posizione in Asia per asset gestiti, dietro al colosso cinese.



Ci piacciono ancora in Corea e a Taiwan alcuni nomi del settore tecnologico, che possono beneficiare della ripresa del ciclo della domanda di prodotti tecnologici di consumo e degli investimenti nell'intelligenza artificiale negli Stati Uniti e che hanno un potenziale di revisione al rialzo degli utili



JOOHEE AN
chief investment officer
Mirae Asset Global Investments



Anche i consumatori contano

Guardare al mercato giapponese non significa analizzare solo i temi e i settori più esposti alla crescita globale. È la stessa struttura demografica del paese che dovrebbe garantire il miglioramento della redditività delle imprese: gli investitori istituzionali nipponici devono incrementare le allocazioni in azioni per conseguire rendimenti più elevati per la crescente popolazione di pensionati. Inoltre, l'aumento dei salari potrebbe risultare di sostegno all'attività domestica, spingendo i consumi interni

Finora, nell'analizzare le prospettive delle azioni giapponesi, il focus è stato incentrato sui temi e i settori più esposti alla crescita globale, sia essa di natura ciclica o strutturale. Questo atteggiamento in sé è comprensibile, visto che neppure quasi 12 anni di riforme hanno smosso l'andamento del Pil locale. Quest'ultimo appare ormai in buona parte bloccato da una popolazione in costante calo e molto anziana. Detto ciò, però, sarebbe un errore considerare il Paese foriero di opportunità solo per quei gruppi in grado di muoversi oltre confine. Innanzitutto, le enormi spese pensionistiche costituiscono la maggiore garanzia che continui a essere portato avanti il processo di miglioramento della redditività delle aziende del Sol Levante, come sottolinea **Richard Kaye**, gestore del fondo **Comgest Growth Japan** di **Comgest**: «Le necessità per gli investitori globali di diversificare i portafogli e per gli istituzionali giapponesi di incrementare le allocazioni azionarie, per conseguire rendimenti più elevati a causa della crescente popolazione di pensionati, costituiscono a nostro avviso due propulsori di crescita a lungo termine peculiari del mercato nipponico. Crediamo che il Sol Levante offra numerose opportunità d'investimento a chi sa dove ricercarle».

SIGNIFICATIVI DRIVER DOMESTICI

Se poi si analizzasse quali potrebbero essere le fonti di profitto prossime venture, non si potrebbe fare a meno di notare, al pari della ripresa della domanda di certi beni hi-tech, un paio di significativi driver domestici. Innanzitutto, dopo decenni, si sta cominciando a vedere un minimo di spinta sui salari e forse anche questo fatto è un segno del ritorno dell'Arcipelago a dinamiche comuni al mondo globalizzato. Sicuramente, ciò rappresenta una



Le necessità per gli investitori globali di diversificare i portafogli e per gli investitori istituzionali giapponesi di incrementare le allocazioni azionarie, per conseguire rendimenti più elevati a causa della crescente popolazione di pensionati, costituiscono a nostro avviso due propulsori di crescita a lungo termine peculiari del mercato nipponico



RICHARD KAYE
gestore del fondo
Comgest Growth Japan
Comgest





benvenuta boccata di aria fresca per quanto concerne la domanda delle famiglie giapponesi. Tale sviluppo viene esplicitamente citato da **Junichi Inoue**, head of japanese equities & portfolio manager di **Janus Henderson Investors**: «È passato un anno dal sorprendente cambiamento della politica di controllo della curva dei rendimenti da parte di Kuroda. Con il nuovo governatore della BoJ, Kazuo Ueda, sono state apportate ulteriori modifiche alle politiche della Banca centrale giapponese, ma il tasso di riferimento è rimasto invariato, lasciando il Giappone come unico paese con un tasso di interesse reale negativo tra i mercati sviluppati. Riteniamo che la politica dei tassi negativi sarà abbandonata prima o poi, ma quelli reali continueranno ad avere il "segno meno". Sebbene ci siano state molte speculazioni sulla tempistica di questo cambiamento, per gli investitori azionari di lungo periodo è più importante sapere che la BoJ ha una forte intenzione di essere accomodante. È probabile che la crescita dei salari sia superiore a quella dell'Ipc e che l'economia sperimenti un ciclo positivo per la prima volta da decenni. Con questa politica accomodante, riteniamo che il mercato azionario, così come i fondamentali dell'economia reale, continueranno a registrare buone performance».

UN DISCRETO MARGINE

Come si può notare, Inoue porta all'attenzione un altro fatto importante, che fa parte anch'esso del lag generale ciclico del Paese. Nello specifico, si tratta del fatto che i possibili futuri rialzi dei tassi della BoJ, che, come si è visto, sono a rischio di generare volatilità fra gli asset domestici e nell'intera Asia, dovrebbero non essere superiori all'inflazione. Come è successo in Europa nel corso del 2022 e nella prima parte del 2023, ciò può fare sì che quanto viene perso dal governo in termini di maggiore costo del servizio del debito, viene comunque compensato da un aumento più

che sufficiente del Pil nominale. In pratica, a differenza di altre economie dalla crescita molto contenuta, come quella italiana, l'esecutivo nipponico gode ancora di un discreto margine a livello di politiche fiscali. Queste ultime, per **Franca Pileri**, senior portfolio manager multi-asset di **Quaestio Sgr**, potrebbero rivelarsi un toccasana per quanto riguarda i consumi dei cittadini: «Un'altra area geografica degna di interesse è il Giappone. Se da un lato la Banca centrale sembra in procinto di abbandonare l'attuale politica ultra-espansiva, con il relativo annuncio che ha innescato una lieve correzione sul mercato azionario giapponese, dall'altro il governo dovrebbe avviare un significativo ed eterogeneo programma di supporto fiscale nel corso del 2024 destinato, sia alle famiglie, sia alle imprese».

SALARI SU E POLITICHE FISCALI

Dunque, salari in crescita e mano larga da parte del settore pubblico, grazie a un andamento dell'inflazione che, nell'Arcipelago, sta ancora favorendo le entrate delle casse pubbliche in misura maggiore rispetto al peso sugli interessi pagati. Questa tendenza a livello top down può tradursi in un'interessante serie di scelte a livello bottom up. Infatti, a vedere rendimenti consistenti nel prossimo futuro potrebbero essere anche le aziende a minore capitalizzazione, in generale più orientate al mercato nazionale e le cui valutazioni risultano non di rado piuttosto convenienti. Di ciò sembra convinta Franca Pileri: «Tale sostegno all'economia interna, inoltre, sarà un'indicazione utile a livello settoriale: nel 2024 ci aspettiamo una crescita della domanda interna e, di conseguenza, nei portafogli; crediamo che le small e mid cap saranno favorite rispetto alle large cap che hanno trainato finora».

Come si può intuire da quanto riportato, uno dei vantaggi dell'equity di Tokyo è da ricercare anche nel fatto che si tratta di una delle piazze più interessanti per quegli investitori forte-



JUNICHI INOUE
head of japanese equities
& portfolio manager
Janus Henderson Investors

È probabile che la crescita dei salari sia superiore a quella dell'Ipc e che l'economia sperimenti un ciclo positivo per la prima volta da decenni. Con questa politica accomodante, riteniamo che il mercato azionario, così come i fondamentali dell'economia reale, continueranno a registrare buone performance

mente orientati a una gestione attiva. È, infatti, un gigantesco complesso azionario che negli ultimi anni è uscito dal pantano apparentemente inamovibile in cui sembrava finito, ma non manca lo spazio per allargare il rally al di fuori dei grandi nomi industriali e tecnologici e andare a eliminare le distorsioni di prezzo che ancora caratterizzano diverse realtà meno conosciute, ma in grado di performare bene grazie al non certo piccolo mercato domestico.

Rischio elezioni

a cura di **Pinuccia Parini**

I mercati finanziari guardano con sempre maggiore attenzione alla geopolitica, soprattutto in un contesto di grandi cambiamenti come quello attuale. Inoltre, proprio il 2024 sarà un anno elettorale che coinvolgerà una fetta importante della popolazione mondiale. Fondi&Sicav ha discusso di questi temi con **Thomas Mucha**, geopolitical strategist di **Wellington management**.

Quali sono i rischi geopolitici cui prestare attenzione nel 2024?

«L'elenco dei rischi geopolitici per il 2024 è lungo, ma inizia con i conflitti in corso in Medio Oriente e in Ucraina, a causa della loro natura violenta e del loro notevole impatto umanitario. Oltre a queste due guerre, il deterioramento delle relazioni tra Stati Uniti e Cina è uno dei rischi geopolitici e politici più strutturali e significativi per il 2024. La tensione tra le due potenze dovrebbe permanere anche negli anni a venire, data la posta in gioco per l'economia globale e lo scenario geopolitico. Nonostante gli sforzi dell'amministrazione Biden e del presidente Xi per migliorare le relazioni bilaterali, la situazione rimane complessa. Le criticità, dal punto di vista geopolitico, sono numerose: le conseguenze delle elezioni presidenziali di Taiwan, l'aumento dell'attività militare nel Mar Cinese Orientale e Meridionale, gli sviluppi della Corea del Nord, così come

l'andamento della guerra tra Ucraina e Russia, il crescente potenziale di escalation del conflitto in Medio Oriente e altre importanti questioni in cui Washington e Pechino hanno spesso obiettivi geostrategici in contrasto. Tra gli altri possibili rischi geopolitici da monitorare attentamente nel 2024, vale la pena menzionare anche il pericolo di un grave attacco informatico alle infrastrutture critiche degli Stati Uniti in presenza di nuovi scontri e di tensioni in aumento tra le due super-potenze mondiali e una possibile escalation della guerra dell'informazione e delle campagne di disinformazione con l'attaccamento dei video "deep fake" e di altre tecnologie abilitate dall'intelligenza artificiale. Inoltre, dobbiamo considerare le crescenti sfide che il cambiamento climatico pone alla sicurezza nazionale. Infatti, a causa del riscaldamento globale, si crea ulteriore incertezza proprio nelle zone situate in prossimità dell'equatore e dei tropici, che dal punto di vista geopolitico sono già tra le aree più instabili. Infine, ma non meno importante, è probabile che la retorica politica all'interno degli Stati Uniti diventi sempre più accesa nei confronti della Cina man mano che ci avviciniamo alle elezioni presidenziali di novembre, a prescindere dal partito di appartenenza. È importante monitorare questi sviluppi e i rischi che rappresentano per le relazioni tra Stati Uniti e Cina».



THOMAS MUCHA
Geopolitical Strategist
Wellington Management



Il 2024 è un anno elettorale decisamente importante. Quali risultati potrebbero rivelarsi determinanti per gli anni a venire?

«Considerando la posizione di leadership degli Stati Uniti in termini di potenza militare, economica e di influenza diplomatica a livello globale, le elezioni presidenziali di novembre rappresentano un evento di primaria importanza per il 2024, soprattutto in un contesto geopolitico così instabile. Anche se è troppo presto per prendere posizioni riguardo l'esito delle consultazioni, soprattutto con un elettorato politico statunitense così diviso e caotico, un secondo mandato di Biden garantirebbe una certa continuità nella politica estera degli Stati Uniti. Pertanto, se l'attuale presidente fosse rieletto, potrebbe portare a un maggiore impegno nell'ambito della competizione tra le grandi potenze, con particolare attenzione alla Cina e alla Russia. Ci si potrebbe aspettare anche un rafforzamento dei legami economici e militari con gli alleati europei e asiatici e un maggiore sostegno ai settori strategici. Al contrario, guardando ai trascorsi storici, un secondo mandato di Trump potrebbe portare a politiche più transazionali e meno definite, che potrebbero danneggiare le relazioni con gli alleati in Europa e in Asia. Un cambiamento così drastico nella politica statunitense rischia di determinare ripercussioni significative sul panorama geopolitico a lungo termine, con possibili conseguenze sul conflitto in Ucraina, sulle relazioni Stati Uniti-Cina, sul futuro di

Taiwan e sulla direzione degli eventi in Medio Oriente e in Asia. Inoltre, le elezioni sovranazionali dell'Ue, a giugno, potrebbero avere un impatto significativo sugli sforzi bellici dell'Ucraina, mentre il ruolo crescente dell'India nella competizione globale tra grandi potenze rischia di influenzare la politica internazionale, anche alla luce della campagna di rielezione del primo ministro Narendra Modi. Infine, il Messico e il Regno Unito, stretti alleati degli Stati Uniti, dovrebbero tenere importanti elezioni quest'anno. Questi sviluppi politici interni potrebbero avere ripercussioni significative sull'ambiente geopolitico mondiale nel 2024, aggiungendo ulteriore incertezza a uno scenario già complesso e pericoloso».

In quali aree si potrebbero concentrare i maggiori rischi di instabilità?

«Sono particolarmente preoccupato per il potenziale di escalation del conflitto israelo-palestinese a causa delle difficili condizioni umanitarie a Gaza, degli attacchi recentemente condotti dagli Stati Uniti contro gli Houthis nello Yemen e della possibilità concreta di un coinvolgimento di Hezbollah nella guerra. È evidente che un conflitto militare diretto tra Israele e Iran potrebbe innescare un conflitto regionale più ampio e distruttivo. Ciascuno di questi eventi complessi e in continua evoluzione rischia di avere ripercussioni significative sull'economia globale, con possibili conseguenze sui prezzi dell'energia, sull'inflazione e sulle politiche delle banche centrali».

Date le precedenti considerazioni, quali sono le implicazioni per gli investitori?

«L'elevato rischio geopolitico ha già influito sugli scenari politici e di mercato, con i leader di tutto il mondo che stanno dando priorità alla sicurezza nazionale, talvolta sacrificando l'efficienza economica. Di conseguenza, prevediamo che la divergenza geografica (o "derisking") sarà un tema d'investimento chiave anche per il 2024, in particolare nei settori critici dal punto di vista dell'inasprimento della rivalità tra le due super-potenze globali, ossia Stati Uniti e Cina. In questa nuova normalità, a livello di mercato stiamo già individuando una differenziazione tra i vincitori e i vinti dal nuovo scenario geopolitico e politico sempre più instabile e imprevedibile. Coniugando correttamente un'accurata analisi bottom-up con l'esame di queste tendenze geopolitiche e politiche top-down, si potrebbero identificare numerose opportunità di alpha a livello di regione, paese, settore, società e asset class. Intravediamo anche l'opportunità di acquisire una maggiore esposizione a temi d'investimento a lungo termine che, probabilmente, vedranno un maggiore sostegno creato dalla competizione tra grandi potenze e dalle relative politiche: tra i settori più coinvolti la difesa tradizionale, l'innovazione nel settore della difesa, l'adattamento ai cambiamenti climatici e la decarbonizzazione. Anche le interruzioni delle catene di approvvigionamento e altre tensioni politiche che si verificheranno nei prossimi anni potrebbero contribuire ad aumentare strutturalmente l'inflazione e a ridurre la crescita globale, provocando un notevole cambiamento rispetto agli anni precedenti, caratterizzati, invece, da un'inflazione bassa e una crescita elevata. L'analisi di queste implicazioni macroeconomiche dovrebbe assumere un'importanza fondamentale nelle strategie d'investimento, poiché il rischio geopolitico e politico, insieme all'accelerazione dei modelli di deglobalizzazione, stanno emergendo come fattori cruciali per gli investitori».

Le opinioni espresse sono quelle del relatore alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche. Altri team d'investimento potrebbero avere opinioni diverse e prendere decisioni di investimento diverse. Le dichiarazioni previsionali non devono essere considerate come garanzie o previsioni di eventi futuri. Capitale soggetto a rischi. I dati utilizzati da terzi sono considerati affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Destinato ai soli per investitori professionali.

Investire nei brand

a cura di **Pinuccia Parini**

I megatrend sono forze di cambiamento che trasformeranno le economie in diversi ambiti, Essi saranno accompagnati da nuovi modelli comportamentali che avranno un impatto sulle scelte dei consumatori e, di conseguenza, anche sui principali brand. Fondi&Sicav ha discusso del tema con **Juan Mendoza**, lead portfolio manager del fondo **World Brands** di **Lombard Odier Im**.

Vi aspettate un cambiamento strutturale dei comportamenti con sostanziali impatti sui brand?

«Riteniamo che questo processo sia già iniziato e abbiamo individuato tre fattori che spiegano le ragioni di ciò. Il primo è la decisione di perseguire un modello di sviluppo che sia sostenibile. È già iniziata la transizione verso l'economia Clictm, che è circolare, snella, inclusiva e pulita. Questa mentalità si imporrà tra i consumatori, gli acquisti responsabili cresceranno vertiginosamente e i brand saranno all'avanguardia di tale trasformazione. Il secondo fattore è lo sviluppo dell'Asia: entro il 2030 la popolazione mondiale aumenterà di un miliardo di persone e 2 miliardi di individui entreranno a fare parte del ceto medio. L'espansione di quest'ultimo, i millennial e la generazione Z rappresentano la maggiore opportunità esistente per i brand affermati e per quelli emergenti, soprattutto in Asia. Il terzo è la crescita del digitale. Il consumo digitale e collaborativo supererà quello tradizionale: intelligenza artificiale, piattaforme di condivisione e social media trasformeranno radicalmente l'esperienza di shopping, creando nuovi flussi di reddito per i brand».

Ci sono già alcune evidenze dell'impatto dei megatrend sui principali brand?

«I trend di lungo periodo e le sfide che ci attendono stanno facendo emergere nuovi brand, mentre altri potrebbero non riuscire ad adattarsi ai cambiamenti. È per questa ragione che, nelle nostre decisioni di investimento, miriamo a identificare le società di elevata qualità, che offrono un potenziale di crescita interessante, sostenibile nel lungo periodo e un marchio best in class. La nostra strategia si focalizza sulle aziende che presentano dati finanziari superiori, impegno verso la sostenibilità e uno o più marchi di successo. La maggior parte di questi brand offre bilanci solidi, un indebitamento ridotto e una generazione di flussi di cassa molto abbondante. Tipicamente, questi marchi godono di un buon potere di determinazione dei prezzi, consumatori leali e costi di commutazione spesso elevati. Quelli che fanno il passo verso la digitalizzazione, cercano successo nei mercati orientali concentrandosi sui nuovi consumatori e offrono prodotti più sostenibili avranno maggiori probabilità di prosperare, mentre chi non riesce o non intende rispondere con decisione ai cambiamenti resterà indietro».

Come fanno le aziende a ottenere questo potere e a mantenerlo anche in tempi di tassi di interesse più elevati e di indebolimento della domanda dei consumatori?

«Identifichiamo società che siano immuni ai cicli di boom/bust, che beneficiano di una crescita dei ricavi superiore alla media e di flussi di utili resistenti. E che, soprattutto, sono in grado



JUAN MENDOZA
lead portfolio manager
del fondo World Brands
Lombard Odier Im

di capitalizzare gli utili. A nostro avviso, queste caratteristiche sono diventate ancora più importanti con la fine dell'era dei capitali abbondanti e a buon mercato, che ha caratterizzato gli ultimi 40 anni. È probabile che ci troviamo ora in un periodo di tassi d'interesse elevati, il che rafforza la necessità di una strategia d'investimento accorta, incentrata su un elevato rendimento del capitale e sulla capacità di comporre tali rendimenti indipendentemente dalle condizioni macroeconomiche prevalenti. Per questa ragione abbiamo suddiviso il nostro universo tematico in tre categorie di marchi: globali (leader globali di alta qualità), digitali (piattaforme digitali e software di intelligenza artificiale in rapida crescita) ed emergenti (sfidanti e distruttori in rapida crescita). In queste categorie, cerchiamo aziende con asset intangibili difficili da replicare, come marchi riconosciuti, tecnologie di punta, licenze o piattaforme. Le aziende migliori possiedono tutti questi elementi. Sono in grado di trasferire i costi ai clienti e spesso di aumentare i prezzi sulla base dell'innovazione o della scarsità».

Qual è la chiave di forza del modello di business?

«La chiave della forza del modello di business proprietario di un'azienda, che le conferisce vantaggi come il potere di determinazione dei prezzi, viene spesso definita il suo "economic moat", letteralmente "fossato economico". La metafora, resa popolare da Buffett, si riferisce alle caratteristiche inimitabili che consentono a un'impresa di proteggere costantemente profitti, margini e quote di mercato. Ciò, a sua volta, aiuta a tutelare gli investitori della società dai venti contrari della concorrenza e dell'economia (ad esempio, le pressioni

inflazionistiche). Un marchio ampiamente riconosciuto, un prodotto unico, il controllo della distribuzione, l'innovazione, il marketing, i brevetti e le attrezzature e/o il software difficilmente sostituibili: tutto ciò può essere definito un fossato. I marchi tecnologici di successo, ad esempio, sono spesso inseriti in ecosistemi digitali che rendono economicamente poco interessante per i clienti cambiare piattaforma. Un esempio ovvio è Apple¹, il più grande marchio al mondo, che beneficia di un'elevata barriera all'ingresso, di alti costi di cambiamento e di una base di clienti fedeli che abbracciano diverse aree geografiche, generazioni e dati demografici. Le chiavi del successo di prodotti come l'iPhone includono un design innovativo sostenuto da un forte marketing e da un'interfaccia facile da usare, oltre che da un ecosistema proprietario e solido».

Potrebbe fornire qualche altro esempio?

«Come esempio del potere di determinazione dei prezzi nella categoria dei marchi globali, possiamo guardare alla casa di lusso francese Hermès¹. La sua limitata capacità produttiva crea un arretrato di ordini per le pregiate e iconiche borse come la Birkin e la Kelly, che partono da circa 10 mila dollari. L'industria dei beni di lusso in generale è cresciuta in modo significativo negli ultimi decenni, spinta da robusti temi strutturali. Ma anche in un settore forte, Hermès ha costantemente sovraperformato, con una crescita dei ricavi del 16% annuo dal 2017 e del 23% annuo degli utili. Come ci è riuscita? Forse più di ogni altra cosa, l'azienda beneficia dell'esclusività creata da una produzione limitata. Circa l'80% dei suoi prodotti è realizzato in Francia, il 93% dei materiali acquistati è prodotto in Europa e la durata media dei rapporti di collaborazione con i fornitori è di 20 anni. Ciò consente a Hermès di controllare da vicino la qualità dei prodotti e le pratiche della catena di approvvigionamento, ma limita necessariamente la produzione»².

Quali sono i rischi del potere di determinazione dei prezzi?

«Il potere di determinazione dei prezzi offre alle aziende un margine di sicurezza per superare i cicli di boom/bust, anche quando i concorrenti sono in difficoltà. Le aiuta a mantenere il flusso di cassa e a scaricare i costi sui clienti nei periodi di inflazione.

Per mantenere il potere di determinazione dei prezzi è necessario che l'azienda cerchi costantemente di offrire più valore al cliente. Una società di successo deve investire continuamente nei suoi marchi e nei suoi processi, per tenersi al passo con l'evoluzione dei gusti dei consumatori e con i nuovi rivali che possono sfidare la sua posizione dominante. Crediamo che l'autocompiacimento sia, in questo senso, un grande pericolo».

Come si scelgono i marchi in anticipo sulle tendenze in campo tecnologico?

«Siamo in un processo di continua trasformazione e il team è sempre alla ricerca della nuova Apple. Riteniamo che l'intelligenza artificiale (Ai) rappresenti la tecnologia più trasformativa dall'inizio di internet nel 1995. Nei prossimi anni prevediamo un mercato totale indirizzabile (Tam) di oltre un miliardo di dollari di spesa per l'Ai. Si tratta di una cifra superiore all'attuale mercato del software cloud (600 miliardi di dollari di fatturato lo scorso anno). I software e le applicazioni di Ai generativa ampliano notevolmente il Tam dei nostri marchi di software nei settori dell'information technology e dei servizi di comunicazione».

1. Gli eventuali riferimenti a società o titoli specifici non costituiscono una raccomandazione per l'acquisto, la vendita, la detenzione o l'investimento diretto in tali società o titoli. Non si deve in alcun modo ritenere che le raccomandazioni formulate in futuro genereranno una remunerazione o eguaglieranno la performance dei titoli discussi nel presente documento. I risultati passati non sono indicativi dei rendimenti futuri

2. Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Informazioni importanti

Questo documento è fornito esclusivamente a scopo informativo e non costituisce un'offerta o una raccomandazione di acquisto o vendita di titoli o servizi. Il presente documento non è destinato ad essere distribuito, pubblicato o utilizzato in qualunque giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo fossero illeciti. Il presente documento non contiene raccomandazioni o consigli personalizzati e non intende sostituire un'assistenza professionale in materia di investimenti in prodotti finanziari. Prima di effettuare una transazione qualsiasi, l'investitore dovrebbe valutare attentamente se l'operazione è idonea alla propria situazione personale e, ove necessario, richiedere una consulenza professionale indipendente riguardo ai rischi e a eventuali conseguenze legali, normative, creditizie, fiscali e contabili. Il presente documento è proprietà di LOIM ed è rivolto al destinatario esclusivamente per uso personale. Il presente documento non può essere riprodotto (in tutto o in parte), trasmesso, modificato o utilizzato per altri fini senza la previa autorizzazione scritta di LOIM. Questo documento riporta le opinioni di LOIM alla data di pubblicazione.

Né il presente documento né copie di esso possono essere inviati, portati o distribuiti negli Stati Uniti d'America, nei loro territori e domini o in aree soggette alla loro giurisdizione, oppure a o a favore di US Person. A tale proposito, con l'espressione "US Person" s'intende un soggetto avente cittadinanza, nazionalità o residenza negli Stati Uniti d'America, una società di persone costituita o esistente in uno qualsiasi degli stati, dei territori, o dei domini degli Stati Uniti d'America, o una società di capitali disciplinata dalle leggi degli Stati Uniti o di un qualsiasi loro stato, territorio o dominio, o ogni patrimonio o trust il cui reddito sia soggetto alle imposte federali statunitensi, indipendentemente dal luogo di provenienza.

Un'economia decisamente "Pop"

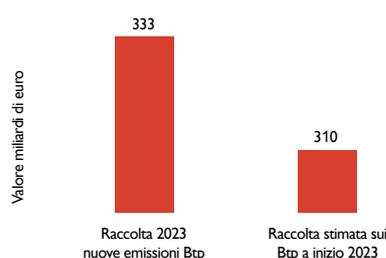
di Daniel Zanin
analyst, investment research di Invesco

Ho sempre trovato sfidante leggere il pentagramma. Non fraintendetemi, amo la musica, e credo sia uno dei rifugi più sicuri nel quale potersi godere, sia i momenti di gioia, sia le difficoltà. Amo spaziare tra diversi generi e stili, ma oggettivamente, ho sempre ritenuto complesso muovermi tra tutte quelle combinazioni di note disposte su cinque linee, apparentemente così uguali, mentre mi immagino la loro riproduzione su uno strumento musicale. Certo, però, è che la musica sembra sempre avere una risposta per tutto, per ogni sensazione, incertezza o dubbio. Ripensando alla fine dell'anno e guardando al 2024, è un po' scontato perdersi in riflessioni, perché l'inizio del nuovo anno porta da sem-

pre con sé considerazioni, bilanci, e previsioni. Non è semplice interpretare il 2023: è stato pieno di incertezza e cambiamenti, ma allo stesso tempo di innovazione. Ripensandoci, direi che il 2023 è stato un anno piuttosto "Pop" per il mondo degli investimenti. Se, da un lato, il rialzo dei tassi ha riportato molti investitori a considerare l'importanza di investire, dall'altro, un po' come se fosse un genere musicale, il 2023, in Italia, ha avuto una "hit" piuttosto "popolare", il Btp. Proprio come la nascita della citata corrente musicale, l'obbligazionario di stato italiano è apparso un prodotto concepito e prodotto per il consumo urbano e di massa (per l'appunto popolare). Il successo è stato lampante e non è

durato soltanto qualche mese, bensì un anno intero, con un "premio al botteghino" di circa 333 miliardi di euro¹, secondo la stima rivista dal Tesoro a ottobre 2023. Numeri pazzeschi, se paragonati al boom di incassi fatti registrare proprio nel 2023 da Taylor Swift nel "The Eras Tour". La cantante ha raccolto poco più di un miliardo di dollari, stabilendo, però, un nuovo record per un tour musicale.

RACCOLTA STIMATA DI NUOVE EMISSIONI DI TITOLI DI STATO PER IL 2023 VS VALORE EFFETTIVO



Fonte: Ministero del Tesoro. Dati a settembre 2023.



Fa sorridere questo paragone, lo so, ma non è del tutto privo di fondamento. La stessa Banca centrale americana, nel corso dell'anno, si è trovata a citare in via ufficiale la cantante americana. In uno "statement" pubblicato a giugno, la Federal Reserve Bank di Philadelphia² ha sottolineato che il tour di Taylor, secondo le analisi, ha rappresentato un vantaggio com-

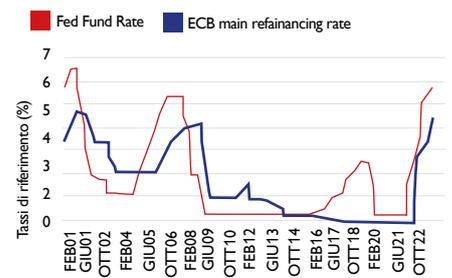
petitivo per l'industria del turismo. Nel complesso, si stima che l'intera economia degli Stati Uniti ne abbia beneficiato e, a livello globale, si quantifica un impatto di circa 5 miliardi di dollari³. Non per nulla la cantante, così come successo qualche mese prima in Svezia, in seguito al tour di Beyoncé, è stata "accusata" di mettere attivamente a rischio la discesa dell'inflazione nel corso dell'anno. Per fortuna, però, sia negli Usa, sia in Europa, abbiamo potuto rilassarci, divertirci ascoltando buona musica, continuando a vedere un graduale calo dell'inflazione.

Il 2023, tuttavia, è stato anche un anno di

ben 13 minuti di applausi, nonostante il mal di gola che ha colpito il basso, anche per le banche centrali mi auguro possano arrivare commenti e aspetti positivi per l'economia e la crescita. Se non uno scenario perfettamente alla "Riccioli d'oro", almeno, un rallentamento tenue e focalizzato solo nella prima parte dell'anno.

A guardare troppo indietro, però, si commette l'errore di dimenticarsi del futuro. Giungendo al termine di questo articolo è tempo di pensare anche ai mesi a venire. In chiave musicale, il 2024, è cominciato con l'atteso ritorno dei "Club Dogo", ma se la musica incide sull'economia quanto descritt-

TASSI DI RIFERIMENTO DELLE BANCHE CENTRALI IN EUROPA E USA



Fonte: Invesco dati al 30 Novembre 2023

debitati come l'Italia, sia su quelli attualmente in fase di ridefinizione delle proprie finanze pubbliche, come Grecia e Germania.

Un anno ricco di avvenimenti, dunque, dove solo col tempo scopriremo se gli investitori avranno mantenuto un atteggiamento "pop", prediletto un'annata "rock", o riapprezzato una classica reinterpretazione del ciclo di mercato. Per ora, con il festival di Sanremo appena concluso, preferisco tirare un po' il fiato e aspettare con trepidazione i testi e le musiche italiane che caratterizzeranno l'estate 2024.

1. Fonte Reuters, ottobre 2023, stime pubblicate dal Tesoro, tenendo in considerazione emissioni di titoli a medio lungo termine. <https://www.reuters.com/markets/europe/italy-hikes-2023-debt-issuance-public-finances-creak-2023-09-30/>

2. The Beige Book, Federal Reserve of Philadelphia Giugno 2023 <https://www.philadelphiafed.org/-/media/frbp/assets/surveys-and-data/beige-book/2023/230712-bb.pdf>

3. Stima di Question Pro riportata da cbsnews <https://www.cbsnews.com/news/taylor-swift-eras-tour-boosted-economy-tourism-federal-reserve-how-much-money-made/>

Considerazioni sui rischi

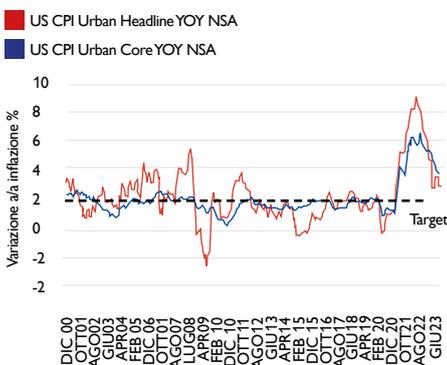
Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono oscillare (in parte a causa di fluttuazioni dei tassi di cambio) e gli investitori potrebbero non ottenere l'intero importo inizialmente investito.

Informazioni Importanti

Questa comunicazione di marketing è per pura finalità esemplificativa ed è riservata all'utilizzo da parte dei Clienti Professionali in Italia. Non è destinata e non può essere distribuita o comunicata ai clienti al dettaglio. Le informazioni riportate in questo documento sono aggiornate al 30/11/2023, salvo ove diversamente specificato. Il presente documento è di natura commerciale e non intende costituire una raccomandazione d'investimento in un'asset class, un titolo o una strategia particolare. Non vigono pertanto gli obblighi normativi che prevedono l'imparzialità delle raccomandazioni di investimento/strategie d'investimento né i divieti di negoziazione prima della pubblicazione. Le informazioni fornite hanno finalità puramente illustrative e non devono essere considerate raccomandazioni di acquisto o vendita di titoli. Qualora fosse fatta menzione di specifici titoli, settori o strumenti finanziari, ciò non implica la loro presenza nel portafoglio dei fondi Invesco e non rappresenta un'indicazione acquisto o vendita. Il valore dell'investimento può fluttuare (anche in relazione all'andamento delle quotazioni) e gli investitori potrebbero non vedere restituito l'intero capitale investito. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri, non costituiscono una costante nel tempo e non vi è garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro. Le opinioni espresse da Invesco o da altri individui si basano sulle attuali condizioni di mercato e possono differire da quelle espresse da altri professionisti dell'investimento e sono soggette a modifiche senza preavviso. Per maggiori informazioni sui nostri fondi e sui relativi rischi, si prega di far riferimento al Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) specifico per la classe di investimento, alla relazione Annuale o Semestrale, al Prospetto e ai documenti costitutivi della Sicav, disponibili sul sito www.invesco.eu. Una sintesi dei diritti degli investitori è disponibile al seguente link [invesco.com/managementcompany/lu](https://www.invesco.com/managementcompany/lu). La società di gestione può recedere dagli accordi di distribuzione. Il presente documento è pubblicato in Italia da Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg, regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg.

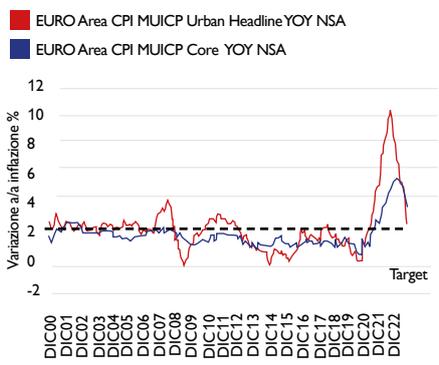
VARIAZIONE A/A DEL TASSO D'INFLAZIONE NEGLI USA E IN EUROPA

Variazione a/a dell'inflazione core ed headline in USA



Fonte: Invesco dati al 30 novembre 2023. Inflazione headline si riferisce all'inflazione primaria, mentre l'indice core esclude i prezzi di cibo ed energia.

Variazione a/a dell'inflazione core ed headline in Europa



grandi ritorni, sia in ottica classica, sia in chiave rap, hip-hop. Il 7 dicembre abbiamo assistito a una grande ripresa alla Scala di Milano: la direzione artistica ha deciso di inaugurare la stagione mettendo in scena il Don Carlo di Verdi. La rappresentazione unisce canto lirico e coralità senza lasciare minimamente al caso alcuni momenti di commozione. All'interno dell'opera di Verdi, di fatto, osserviamo una reinterpretazione musicale dell'eterno conflitto tra ragione e sentimento, potere e amore. Aggettivi che di certo non risuonano come casuali se contestualizzati a quanto fatto durante l'anno dalle banche centrali. La nota più colorata, però, deriva proprio dal tempismo storico, con cui la Scala ha deciso di riportare l'opera sulla scena. Elencando le ultime cinque volte della prima del Don Carlo, infatti, otteniamo gli anni 1926, 1968, 1977, 1992 e 2008. Proprio come l'attuale livello dei tassi d'interesse non si vedeva dal lontano 2008, così anche il Don Carlo alla Scala non debuttava a una prima... Coincidenze? Purtroppo non posso dirlo, ma posso augurarmi che, come alla Scala sono seguiti

to qualche riga sopra, allora un occhio di riguardo, nel nuovo anno, andrà posto anche al ritorno, dopo anni di assenza, di Taylor Swift a Milano nel mese di luglio.

Nel corso del 2024, però, oltre ai concerti, saranno molti gli eventi da monitorare, soprattutto in chiave politica e geopolitica. Oltre 60 paesi andranno alle urne nel corso del nuovo anno e, tra questi, avremo le elezioni negli Usa, in Europa, probabilmente in Uk e in India, ma non solo. Il 2024 potrebbe tornare a vedere la Commissione europea reinserire, gradualmente o meno, i limiti derivanti dal Patto di stabilità. Un po' come i "Club Dogo" di fatto non si sono mai ufficialmente sciolti prima di annunciare la loro "reunion", anche il trattato di Maastricht e il Patto di stabilità, per quanto accantonati nel periodo pandemico e nel boom inflazionistico, non sono mai di fatto stati sciolti o dimenticati. Con molta probabilità, nel corso dell'anno potremmo assistere a una graduale reintroduzione di quei vincoli nei bilanci europei, ed essi potrebbero di fatto aumentare la pressione, sia sui paesi già significativamente in-

Il leader europeo del risparmio gestito*

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](https://www.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 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° RCLB 57255 (société anonyme), con capitale di €17.785.525. Sede legale - 5, allée Scheffer, L-2520 Lussemburgo. | W

FOCUS BOND

Il ritorno del carry



KAIROS 



P I M C O



 **COLUMBIA
THREADNEEDLE**
INVESTMENTS



Allianz 
Global Investors



Janus Henderson
INVESTORS



Amundi
ASSET MANAGEMENT





Obbligazioni: il punto di svolta

Testo e interviste a cura
di Pinuccia Parini

Il 2024 è iniziato come l'anno dei bond: il processo di disinflazione in un contesto economico in rallentamento dovrebbe spingere le banche centrali a politiche monetarie espansive. Alla luce delle ultime riunioni dei maggiori istituti di emissione, la sensazione è che il pivot dei tassi sia stato raggiunto, ma non è ancora chiaro quale sarà l'entità e la tempistica dei tagli futuri. Il mercato sembra ottimista, in tale senso, ma la retorica da parte delle istituzioni monetarie è guardinga e ricorda, ogni qual volta si presenti l'occasione, che l'inflazione non è stata ancora domata e che ogni decisione verrà presa in base ai dati macroeconomici. Il rally dei bond di fine 2023 ha scontato, forse con troppo anticipo, un cambiamento

di rotta che non sembra così immediato, per quanto la direzionalità sia chiara: i tassi scenderanno, ma il livello cui si assesteranno è ambito di discussione.

ALCUNI RISCHI ALL'ORIZZONTE

Rimangono alcuni rischi all'orizzonte che non si possono ignorare: una recrudescenza dell'inflazione, uno scenario economico di non facile lettura e la geopolitica, che appare, anche quest'anno, l'elefante nella stanza. È alla luce di queste considerazioni che è possibile che la volatilità dei bond aumenti e, di conseguenza, sia sempre più importante un approccio attivo alla gestione. Tuttavia, è indiscutibile che il livello dei rendimenti obbligazionari è decisamente attrattivo e, di conseguenza, ci sono interessanti opportunità da cogliere.



«Traiettoria al ribasso per i tassi»



ROCCO BOVE
head of fixed income
Kairos partners Sgr



Non pensa che il mercato obbligazionario abbia già abbondantemente scontato l'allentamento delle politiche monetarie?

«È probabile che il mercato abbia già scontato abbondantemente in anticipo le decisioni di allentamento della politica monetaria che dovrebbero essere prese dalle banche centrali. L'ottimismo è molto evidente, soprattutto se lo si raffronta alle dichiarazioni dei vari banchieri di queste istituzioni che, però, a loro volta, non potrebbero utilizzare una retorica diversa: sono costretti a mantenere un linguaggio "hawkish" sino a un attimo prima di invertire la rotta. Siamo dinnanzi a un gioco di ruolo, dove ciascuno interpreta la propria parte, ma è forse vero che gli investitori hanno peccato di ottimismo pensando che il taglio dei tassi sarebbe potuto avvenire nel primo trimestre dell'anno, evento che personalmente non mi attendo. È così accaduto che l'eccesso di compiacenza ha dovuto fare i conti con un inasprimento del contesto geopolitico, che ha gettato ombre sulla dinamica dei prezzi e ha provocato volatilità sui rendimenti. Penso, però, che sia opportuna una riflessione: ci si può interrogare su quando i tassi saranno tagliati, ma la cosa fondamentale è sapere quale sarà la loro traiettoria. E su questo aspetto non ho



dubbi: sarà al ribasso, anche se comprendo che "quando" e "come" avverrà possano essere oggetto di discussione. La verità è che strategicamente il mercato rimane lungo di tasso e ciò si traduce in un incremento della duration che, ritengo, tocchi, come proxy, anche l'asset class azionaria sensibile ai tassi d'interesse».

Ma come mai si è assistito a questo forte rally di fine anno?

«Ci possono essere diversi fattori che spiegano il movimento. Il primo è che il 2024 è un anno elettorale e, in quanto tale, può essere che nella mente degli investitori ci sia l'ipotesi, in modo più o meno razionale, che le banche centrali non remino contro in un momento di transizione politica, in particolare modo negli Usa. Non voglio, con questa mia affermazione, mettere in discussione l'indipendenza della

Fed, ma c'è questo retropensiero presente nel mercato e non sarei del tutto sorpreso se Powell assumesse un atteggiamento meno rigido di fronte all'interpretazione dei dati. Il secondo fattore è che, dopo la terribile performance del mercato obbligazionario nel 2022 e un 2023 che si dipingeva a tinte fosche sino a settembre/ottobre, alcuni investitori avevano bisogno di recuperare e lo hanno fatto in modo consistente appena si è aperta una possibilità, forse spinti anche dalla paura di perdere un'opportunità (Fomo, fear of missing out). Atteggiamento, quest'ultimo che porta poi a eccessi e al cosiddetto overshooting. Il terzo è che, alla fine dello scorso anno, c'era quasi un allineamento delle stelle, se mi è concessa una metafora, che indicava di avere posizione lunghe sui bond nel 2024. Infine, non va dimenticato l'interessante livello di carry delle stesse obbligazioni che funge da cuscinetto e permette anche di non tro-

vare il migliore timing per investire. In sintesi, quando ci sono valide ragioni per assumere strategicamente un determinato posizionamento, l'importante è cogliere la direzione e quest'ultima è chiara: ribadisco, il carry che i titoli offrono può compensare la volatilità dei tassi».

Quindi è un “no brainer”, essere investiti in bond quest'anno?

«No, perché bisogna prestare attenzione: ci sarà più volatilità di quanto gli investitori si aspettino e il percorso sarà meno ovvio, soprattutto quando l'assunto è che ci si trovi dinanzi a un mercato perfetto. È proprio in questi casi che qualsiasi soffio di vento può generare volatilità. Inoltre ci sarà una dispersione tra i rendimenti che permetterà di fare veramente stock picking, perché le correlazioni scendono».

“Stare lunghi di bond” non è un trade sovraffollato?

«No, perché è vero che c'è consenso, che può sfociare in compiacenza, ma ritengo che siano molti gli investitori che non hanno ancora rivisto la loro posizione e non hanno aumentato la duration nei portafogli. Personalmente, l'effetto sovraffollamento sui bond mi preoccupa solo per gestire la volatilità tattica».

Come si articoleranno le prossime decisioni delle banche centrali?

«Come dicevo in precedenza, per la Fed il mercato assume un atteggiamento più accomodante, vista la scadenza elettorale. Io penso, invece, che continuerà a sottolineare la propria autonomia e cercherà di smarcarsi da condizionamenti politici, senza però mettere a rischio l'economia e sarà “data dependent”. Non appena si materializzerà la giusta combinazione, ossia inflazione in calo ed economia in rallentamento, verrà utilizzata la prima finestra temporale per tagliare i tassi. Sono considerazioni che, in linea di massima, valgono anche per la Bce e le altre banche centrali in una simile situazione: navigheranno a vista, senza prendersi alcun impegno in anticipo».

Taglierà prima la Fed o la Bce?

«Sembrerà controintuitivo, ma credo che le condizioni per il taglio si realizzeranno prima

in Europa che negli Usa, però, alla fine, sarà la Fed a tagliare. Penso che la Fed si troverà in una situazione di impasse sul lato della crescita, più resiliente di quella europea, mentre sul lato dell'inflazione la discesa è presente in entrambe le aree. La Bce potrebbe quindi essere nella condizione di muoversi per prima, ma, per una serie di ragioni, tra le quali il fatto di avere iniziato più tardi i rialzi, seguirà la Banca centrale americana».

Ritiene che ci sia margine di un potenziale errore nella decisione di tagliare i tassi? C'è il rischio che si ripeta ciò che è successo negli anni '70?

«Nessuno può avere questa certezza. Io ho la percezione che si vada verso un mondo strutturalmente deflativo e l'intelligenza artificiale è solo uno dei potenziali fattori che spingono in questa direzione. Inoltre, rispetto agli anni '70, è cambiato completamente il contesto economico. L'impennata d'inflazione è avvenuta dopo politiche fiscali e politiche monetarie estremamente espansive, un unicum che è quasi irripetibile e in un contesto che, ripeto, era deflativo. Le tensioni nel Golfo potrebbero causare ancora un balzo dei prezzi, che sarebbe però legato all'offerta, nei confronti del quale le banche centrali hanno le armi spuntate. Certamente, non sarebbe ovvio tagliare i tassi se l'inflazione complessiva salisse a causa dell'impossibilità di fare transitare le merci nel canale di Suez, ma sarebbe solo una questione di tempo».

Se vi fosse una recrudescenza dell'inflazione, è il caso di proteggere i portafogli?

«Io considero il processo deflativo difficilmente reversibile nel medio periodo, per cui non prenderei posizioni esplicite per proteggere il portafoglio da una ripresa dei prezzi. Credo che sia nel posizionamento sulla duration che si possa, anche se non in modo esplicito, contenere i rischi di un simile fenomeno: eviterei i titoli con lunghe scadenze e sceglierei un pivot tra i cinque e i sette anni. Inoltre, con le curve piatte e le aspettative di irripidimento, non avrebbe molto senso farlo».

A livello di titoli governativi quali sono le sue preferenze?

«Sicuramente i Treasury americani, perché penso che la Fed tagli per prima e abbia più margine per farlo, vista la consistenza degli aumenti precedenti. Tuttavia, non va ignorata la consistente quantità di debito da rifinanziare, di cui non si conosce ancora il baricentro, che potrebbe generare volatilità sul mercato. In Eurozona non faccio distinzioni tra governativi core e della periferia; osservando la dinamica dell'andamento del debito vedo segnali incoraggianti provenienti dall'Italia, dalla Spagna e anche dalla Grecia. Il nostro Paese presenta luci e ombre, ma il rendimento offerto dai governativi è sicuramente generoso. Per quanto riguarda la Germania, al momento è l'economia più in difficoltà in Europa e non ha problemi di debito, per cui merita di essere presa in considerazione. In sintesi, privilegierei, in ordine, Stati Uniti, Eurozona, Regno Unito, Australia e Canada».

E per quanto riguarda il debito emergente?

«Un taglio dei tassi da parte della Fed, è teoricamente, positivo per il debito emergente, perché potrebbe essere accompagnato anche da un indebolimento del dollaro. Ma non sempre i mercati reagiscono allo stesso modo: bisogna seguire da vicino le evoluzioni e fare alcuni distinguo. Tuttavia, credo che se l'economia rallentasse non eccessivamente e il biglietto verde perdesse un po' della forza dell'ultimo periodo, potrebbero esserci interessanti opportunità nei mercati emergenti».

Qual è la sua valutazione sul mercato del credito?

«Penso che il 2024 sia un anno positivo per il credito: gli spread sono in compressione e c'è molto carry. In questa prima fase di assestamento rimarrei sulla parte più difensiva, come il credito Ig, ibrido, finanziario senior e, selettivamente, subordinato finanziario, mentre in corso d'anno mi sposterei gradualmente verso il segmento Hy. Le metriche del mercato europeo e americano mostrano un'ottima qualità degli emittenti/emissioni e non sono presenti scadenze imminenti. Inoltre, noto con piacere che si è riaperto anche il mercato primario. È ovvio che, con un'economia in rallentamento e i tassi più elevati il default rate salga, ma non intravedo dinamiche preoccupanti».

«Prevediamo un taglio dei tassi nel secondo trimestre»



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

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Quali sono le sue considerazioni sulla recente riunione della Federal Reserve e le sue aspettative in merito all'allentamento delle politiche monetarie?

«Penso che l'ultima riunione della Federal Reserve sia stata molto interessante e offra spunti di riflessione. Innanzitutto, è stato eliminato il riferimento a ulteriori rialzi dei tassi, quindi si può dire che non vi sia più un tightening bias da parte della Banca centrale. La posizione è così diventata attendista, con la prossima mossa che sarà, presumibilmente, un taglio, la cui tempistica sembra non essere a marzo. La considerazione nasce da un'affermazione dello stesso governatore Powell, interrogato sul tema, che ravvisa la necessità di avere maggiori evidenze che l'inflazione possa tornare definitivamente sotto il 2%. Da ciò emergono due riflessioni. La prima è che i dati sull'andamento dei prezzi al consumo saranno più importanti di quelli sulla crescita, che di recente hanno mostrato ancora un'economia tonica, e questo è un aspetto da non sottovalutare, visto che la Fed ha un doppio mandato: inflazione sotto il 2% e piena occupazione. Di conseguenza, l'istituzione allenterà la propria politica monetaria

non perché è dinnanzi a una recessione o a una crisi finanziaria, bensì perché l'indice dei prezzi al consumo raggiunge il target e non c'è più bisogno di una politica restrittiva come l'attuale. La seconda riflessione è che emerge una forte dipendenza dai dati, che daranno o meno il segnale alla Fed di agire. Noi ci attendiamo che il primo taglio avvenga nel secondo trimestre, che l'ammontare sia di 25 punti base, a meno che non sopraggiunga un marcato rallentamento macroeconomico (non è il nostro scenario centrale) e che sia ripetuto più volte nell'arco dell'anno. Il mercato sta prezzando, al momento, meno di 150 punti base di riduzione da qui alla fine dell'anno. Non reputiamo che siano aspettative eccessive».

In che senso?

«Una banca centrale, come la Fed, che ha forti responsabilità anche per l'economia

globale, quando inizia un ciclo di tagli, continua a perseguirlo sino a che viene raggiunto un livello di neutralità dei tassi, che potrebbe essere intorno al 3%. Noi crediamo che lo farà in modo graduale, poiché non dettato da particolari emergenze. In aggiunta, è opportuno sottolineare che il dato degli ultimi sei mesi annualizzati del core Pce deflator (l'indicatore preferito dalla Fed, che misura l'inflazione al netto delle componenti più volatili e che viene utilizzato per calcolare il Pil reale) è all'1,9%».

Una Fed che può quindi dichiarare vittoria?

«La Banca centrale americana è stata fortemente criticata per un approccio attendista sull'inflazione e per la mancanza di credibilità. Tuttavia, non va dimenticato che la lettura di quanto è avvenuto durante la



pandemia è stata complessa, non di facile interpretazione da un punto di vista macroeconomico, ed è seguito lo shock del conflitto in Ucraina. Le probabilità di un soft landing, che sembravano molto basse, adesso, alla luce dei dati a disposizione, appaiono in aumento, grazie proprio al lavoro fatto dalla Federal Reserve».

Ma che cosa non ha funzionato in alcune previsioni che sono state fatte sull'evoluzione del contesto economico? Come mai a volte c'è una discrepanza tra ciò che appare nei dati e la vita vissuta?

«Di sicuro c'è stato un problema sui modelli macroeconomici utilizzati, soprattutto dopo due eventi quali, come ho detto pocanzi, il Covid-19, con politiche fiscali molto espansive, e la guerra alle porte dell'Europa, con la crisi energetica. Quando si è in un contesto statistico non regolare, ma con alcuni shock che impattano il sistema, i tradizionali modelli previsionali tendono ad avere una minore validità. In altre parole, in un contesto di incertezza, l'approccio tipico di una banca centrale di fare una distribuzione di probabilità per i prossimi 12-18 mesi su uno scenario centrale ha perso la propria efficacia. Ciò ha avuto importanti implicazioni dal punto di vista della politica monetaria, che è passata a un forte livello di dipendenza dai dati economici. E, purtroppo, non ci sono ancora segnali di mutamento della situazione. Inoltre, se si riflette, si è di fronte a continui cambiamenti repentini: basterebbe pensare a quali saranno le conseguenze dell'introduzione e dello sviluppo dell'intelligenza artificiale. Ritengo che anche quest'ultima creerà ulteriori scossoni nel mercato del lavoro. Infine, c'è un punto fondamentale da tenere presente e riguarda la divergenza che si è ampliata nella distribuzione della ricchezza, che è una delle conseguenze delle scelte di politica monetaria, dell'asset price inflation e di quanto è successo a livello globale. Questo fenomeno è molto evidente, ad esempio, se si guarda al consumatore americano: il 25% con reddito disponibile maggiore ha la più alta esposizione agli asset finanziari e immobiliari, mentre il 25% con reddito disponibile minore sta iniziando a mostrare un aumento del tasso di default, sia sulle carte

di credito, sia sui prestiti. È un divario che è aumentato non solo in termini nominali, ma anche reali. Anche questo fenomeno crea maggiore dispersione nei dati economici che ritengo, però, debbano essere letti con maggiore granularità e dettaglio, per tenere conto delle divergenze legate alla distribuzione della ricchezza».

Ritornando alle banche centrali, come pensa che si comporterà la Bce?

«Storicamente, la Bce ha sempre agito dopo la Fed, proprio perché ha un approccio meno attivo. Tuttavia, una disamina della situazione in Eurozona farebbe pensare che, teoricamente, ci sarebbero le condizioni per la Banca Centrale Europea di agire in anticipo. Infatti, l'impatto del rialzo dei tassi sui prestiti dal settore bancario a quello privato è stato molto più pronunciato di quanto non sia successo negli Stati Uniti. Ciò può essere spiegato da una maggiore presenza di aziende di piccola e media dimensione e dalla loro elevata dipendenza dagli istituti di credito. Noi riteniamo che anche la Bce cominci a tagliare i tassi nel secondo trimestre. Tuttavia, evidenzerei un tema importante, rimarcato dalla stessa presidente Lagarde, ed è la scarsa puntualità dei dati sul mercato del lavoro e la difficoltà di avere un quadro complessivo delle dinamiche in atto, come invece avviene negli Stati Uniti. C'è poi il rischio che, dove c'è una presenza maggiore di negoziazioni contrattuali da parte di sindacati, come nel Vecchio continente, l'aumento richiesto segua l'inflazione passata. Fatta questa riflessione, penso però che sia abbastanza evidente il forte peso dei prezzi dell'energia sulla spirale al rialzo dei prezzi in Europa, rispetto a quello delle dinamiche salariali».

Le posizioni dei membri della Bce sembrano però discrepanti...

«È una caratteristica dell'Unione e, di fatto, non bisogna dimenticare che ci sono cicli macroeconomici leggermente diversi da un paese all'altro e ci sono scuole di pensiero differenti su come utilizzare la politica monetaria. Sono questi fattori che, a mio parere, spiegano anche i ritardi con cui la Bce opera».

Tornando all'inflazione, vista l'attuale situazione ge-

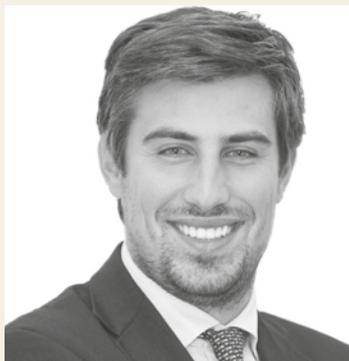
opolitica, ci sono possibilità di ulteriori fiammate inflazionistiche?

«Il rischio c'è sempre. La situazione del Canale di Suez va monitorata, perché i colli di bottiglia che si possono creare nel trasporto delle merci non sono da ignorare. A questo proposito vorrei, però, fare due considerazioni. In primo luogo, mi stupisce che tutto ciò che sta succedendo in Medio Oriente non abbia avuto impatto sul prezzo del petrolio, che sembra più sostenuto dalla riduzione della produzione voluta dall'Opec+. In secondo luogo, ritengo che faccia molta differenza se i colli di bottiglia compaiono in un contesto di economia forte e in accelerazione, come durante il Covid-19, con pressioni inflative già latenti, piuttosto che in una situazione economica di rallentamento e disinflazione, come quella attuale».

Come traducete questa lettura del contesto generale in decisioni d'investimento?

«Lo scenario è ancora molto favorevole all'asset class obbligazionaria da un punto di vista, sia delle valutazioni, sia della costruzione di portafoglio: le banche centrali, dopo tanto tempo, hanno la possibilità di intervenire usando la leva dei tassi. Proprio per questa ragione, sarebbe opportuno pensare a strategie focalizzate sulla duration del portafoglio, che riteniamo interessante intorno ai cinque anni, con una previsione di steepening della curva. Si potrebbe argomentare che, con questo livello di redditività dell'universo investment grade, non ci sia bisogno di accentuare i rischi di portafoglio scegliendo rating più speculativi. Nell'ambito dell'Hy, bisogna considerare l'andamento del tasso di default in un contesto recessivo e le prossime scadenze di rinegoziazione del debito da parte di diversi emittenti, anche se nel breve periodo è il taglio dei tassi di riferimento che farà da traino a tutta l'asset class obbligazionaria. A livello settoriale, privilegiamo i finanziari e, in particolare, le banche ben capitalizzate. Lo scenario dovrebbe risultare positivo pure per il debito emergente, anche se è necessario essere selettivi, soprattutto se Donald Trump vincessesse le presidenziali».

«Un lento ritorno verso la normalità delle curve»



NICOLA TOMAIUOLO
associate director
Janus Henderson Investors

Janus Henderson
INVESTORS

Quali segnali sta dando il mercato obbligazionario nelle prime settimane del 2024? Si è evidenziato un trend in linea con le attese degli investitori o si sono manifestate alcune sorprese?

«Il rally di fine 2023 è stato una boccata d'ossigeno per i mercati obbligazionari in grande affanno dopo un 2022 estremamente complesso. La prima parte di quest'anno è stata caratterizzata da una certa stabilizzazione dei bond che hanno ridimensionato alcune delle aspettative più ottimistiche. Non manca, infatti, chi prevedeva per quest'anno, da parte della Banca centrale statunitense, un abbassamento dei Fed Funds nell'ordine di 150 punti base. Riteniamo difficile fornire una stima credibile sulla numerosità e l'intensità dei tagli dei tassi, anche se, va detto, vi sono evidenti segnali derivanti dal trend dell'inflazione che suggeriscono politiche monetarie in una direzione decisamente dovish»

Che cosa vi aspettate sul fronte delle istituzioni monetarie?

«Sul comportamento atteso delle banche centrali in Occidente, riteniamo che sia doverosa una considerazione: con



l'avvio dei rialzi dei tassi della Fed all'inizio del 2022 si è interrotto un periodo di oltre un decennio di sostanziale repressione finanziaria, tassi a zero e politiche monetarie non convenzionali. In questo nuovo scenario si parla troppo spesso impropriamente di "volontà" o meno da parte delle istituzioni centrali di tagliare i tassi. Per noi la parola chiave è invece "possibilità": gli istituti di emissione possono finalmente tornare ad agire in uno scenario normalizzato, dopo anni in cui i principali strumenti a disposizione sono stati il quantitative easing o il quantitative tightening. E già questa di per sé è una notizia».

Prevedete notevoli differenze di comportamento tra le maggiori ban-

che centrali del pianeta o azioni sostanzialmente allineate?

«Entrando un po' più nello specifico, bisogna sicuramente fare una distinzione tra lo scenario attualmente presente in Europa e quello che caratterizza gli Stati Uniti. Va ricordato che, da manuale di politica monetaria, le due banche centrali hanno come obiettivo comune la stabilità dei prezzi, ma per la Fed questo target si inserisce in un quadro più ampio volto a massimizzare l'occupazione e a moderare i tassi di interesse nel lungo termine. Nell'Eurozona, con l'inflazione che è vicina al target del 2% e il quadro macro delle principali economie già sufficientemente deteriorato, la Banca Centrale Europea si trova nelle condizioni di potere iniziare a diminuire il



costo del denaro già ad aprile. Sarà però importante capire, a questo punto, se Francoforte vorrà muoversi per primo o se, invece, aspetterà che sia Washington a iniziare il processo di inversione. Per quanto riguarda gli Usa, l'economia rimane più solida: abbiamo anche assistito recentemente a una recrudescenza dell'inflazione core, il cui dato a dicembre è risultato +3,9%. Riteniamo, però, che il processo di rientro delle pressioni sui prezzi, ormai in corso da 15 mesi, continuerà. Se ci focalizziamo sulla situazione dell'economia, vediamo che lo scenario è in divenire e, per questa ragione, è lecito aspettarsi una Fed data-dependent. Peraltro, alcuni dati fondamentali economici tendono a mostrare cifre meno positive in fase di revisione rispetto alla prima lettura. Un esempio interessante si trova a livello di creazione mensile di nuovi posti di lavoro, i cui numeri vengono pubblicati dal Bureau of labour statistics: da mesi notiamo che, con un certo lasso temporale, le stime vengono regolarmente ritoccate in maniera significativa al ribasso».

Ma, in conclusione, si sta andando verso un rientro dall'inflazione? Si può ormai ritenere che sia un processo avviato in maniera definitiva o potrebbero esserci all'orizzonte altri ritorni di fiamma, magari concentrati in al-

cune aree piuttosto che in altre?

«Il nostro scenario centrale è incentrato sul proseguimento del rientro dell'inflazione, dal momento che l'aggregato monetario M4, dopo una violenta discesa tra febbraio 2021 e aprile 2023, stenta a ripartire. Quest'ultimo tende a dispiegare i propri effetti sull'andamento dei prezzi con un certo ritardo, storicamente compreso tra i 18 e i 24 mesi. Di conseguenza, non riteniamo che nell'immediato sia appropriato costruire un portafoglio obbligazionario che sia esposto a un ritorno di fiamma dell'inflazione. La maggiore fonte di incertezza è data dalla possibilità di subire alcuni shock esterni a livello geopolitico: basti pensare, per portare un esempio recente, a ciò che sta accadendo con la recente crisi del Mar Rosso. Al tempo stesso, ciò che abbiamo imparato con la crisi energetica conseguente all'invasione russa dell'Ucraina nel 2022, è che gli strumenti disponibili nell'ambito della politica monetaria hanno poca efficacia nel contrastare queste dinamiche esogene. Pertanto, nel caso in cui ci trovassimo in un quadro di crescente incertezza geopolitica, le istituzioni monetarie potrebbero tutt'al più rallentare sul fronte della discesa dei tagli, ma difficilmente ciò si tradurrebbe nuovamente in una politica iper-restrittiva come quella che abbiamo sperimentato negli ultimi due anni».

Sulla base delle considerazioni appena esplicitate,

in quali comparti dell'obbligazionario pensate che convenga investire? Si può pensare a un ritorno della duration?

«A nostro avviso è ragionevole attendersi un percorso di riduzione dei tassi da parte di entrambe le maggiori banche centrali occidentali nel corso del 2024 e, di conseguenza, riteniamo che nei prossimi mesi le curve dei governativi torneranno ad assumere una forma più convenzionale. A fine gennaio, ad esempio, il rendimento a scadenza dei titoli di stato americani a due anni era di circa 30 punti base più elevato rispetto al Treasury decennale. Anche i Bot italiani offrono rendimenti superiori rispetto alla parte della curva compresa fra i due e i cinque anni. Perciò, alla luce di queste considerazioni, la maggior parte del valore nella costruzione del proprio portafoglio obbligazionario si potrebbe ottenere puntando su due tipologie di strumenti: soluzioni a reddito fisso di qualità media investment grade sulla parte breve della curva, con una vita residua non superiore ai 12 mesi, preferibilmente corporate, in quanto offrono rendimenti più interessanti rispetto a governativi di pari durata. Al contempo, non si può non avere strategie con duration più lunghe nell'intorno dei 10 anni, sempre di rating elevato, per non rischiare di perdere il beneficio conseguente a un'eventuale ripida discesa dei tassi e in ultima istanza dei rendimenti».

«Privilegiamo bond di qualità superiore»



GENE TANNUZZO
responsabile
reddito fisso globale
Columbia Threadneedle
Investments



Come si articoleranno le prossime decisioni delle maggiori banche centrali e quali saranno gli impatti sul mercato obbligazionario?

«Nel 2024, in attesa dell'inizio di un ciclo di tagli dei tassi da parte delle banche centrali, gli investitori obbligazionari hanno un'opportunità unica di generare rendimenti interessanti, quale che sia lo scenario economico cui andremo incontro: di soft landing o recessivo. In generale, se ci trovassimo in un ambiente in cui l'inflazione si attestasse su livelli elevati, le posizioni con una duration più breve o sottopeso sarebbero in grado di rappresentare un ottimo strumento per proteggere il capitale. Al contrario, nel caso in cui i rialzi degli istituti di emissione abbiano l'effetto desiderato, facendo scendere l'inflazione, le posizioni long duration potrebbero rappresentare un modo per aggiungere plusvalenze al portafoglio. Naturalmente, la domanda chiave è: l'inflazione salirà o scenderà? Noi riteniamo che l'inasprimento cui abbiamo assistito e il lavoro che le banche centrali hanno svolto finora siano stati significativi e avranno l'effetto desiderato a medio-lungo termine. Tuttavia,



la riduzione dell'inflazione non avverrà in modo lineare. Ci saranno data point in cui apparirà più stabile e altri in cui sembrerà che la svolta sia dietro l'angolo. Tutto ciò implica, certamente, più volatilità rispetto a quando i tassi erano pari a zero. Inoltre, in virtù di questa volatilità, la duration è uno strumento che può essere gestito in modo flessibile per aggiungere valore al portafoglio. Il nostro ottimismo per le obbligazioni è bilanciato da una visione realistica di un'economia ancora incerta. Inoltre, il passaggio a una pausa da parte della Fed sarà un evento di mercato significativo; si tratta, infatti, di un punto di inflessione che storicamente ha prodotto rendimenti superiori per i detentori di obbligazioni. Se a ciò si aggiunge l'opportunità di ottenere rendimenti interessanti, riteniamo che questo sia il momento giusto per partecipare al mercato obbligazionario».

Come posizionarsi nel comparto del reddito fisso nel 2024?

«Non ci aspettiamo un atterraggio duro, ma, non conoscendo quale sarà l'entità del rallentamento economico e tenendo in considerazione i dati attuali sull'inflazione, riteniamo utile privilegiare un posizionamento su emissioni di qualità superiore. Sebbene le obbligazioni con rating inferiori abbiano conseguito buoni risultati nel 2023, siamo convinti che il mercato sarà più esigente quest'anno e presenterà una maggiore dispersione dei rendimenti. Ci stiamo infatti addentrando in un periodo caratterizzato da tassi "più alti più a lungo", che creerà una distinzione più netta tra vincitori e vinti, soprattutto nei segmenti del mercato di qualità inferiore. Alla luce di ciò, è sempre più importante la selezione dei titoli».

Su che cosa ci si deve concentrare nella scelta dei titoli?

«I rendimenti dei titoli obbligazionari hanno raggiunto livelli che non si registravano da decenni. In questo contesto, è fondamentale cogliere la possibilità di ottenere rendimenti più elevati nel lungo termine e riconoscere il potenziale totale, derivante dall'aumento dei prezzi di queste obbligazioni. Nel mercato europeo, le opportunità potrebbero essere persino più interessanti che negli Stati Uniti, nonostante vi siano rendimenti assoluti più bassi. A differenza degli Usa, l'Europa sta uscendo da un contesto di tassi negativi. In questo momento, stiamo assistendo non solo a interessi reali positivi, ma anche a spread creditizi più ampi, con la conseguenza che, a parità di rating, un'obbligazione europea genera un premio al rischio maggiore rispetto a quello che si otterrebbe negli Stati Uniti. In questo contesto sarà essenziale una gestione attiva e una selezione attenta dei titoli, frutto di quella che noi definiamo "ricerca intensiva". In Columbia Threadneedle il nostro team di 80 analisti di credito svolge ricerche approfondite per cogliere opportunità di rendimento ponderato per il rischio fra i vari settori a livello globale. Si tratta di un sistema proprietario di valutazione del rischio che offre un vantaggio, sia in termini di ampiezza a livello mondiale e settoriale, sia in termini di profondità di analisi, in grado di dare un valore aggiunto al portafoglio».

Quali sono i fattori da analizzare nel mercato del credito?

«Per valutare le prospettive per i mercati del credito è necessario considerare cinque fattori chiave che mostrano la direzione degli spread: la politica monetaria, le prospettive economiche, la valutazione di spread e rendimenti, la qualità del credito e la volatilità. Sul fronte della politica monetaria, sebbene ci si aspetti un allentamento della stretta perpetuata finora dalle banche centrali, riteniamo che i tassi di interesse rimarranno al di sopra del loro livello naturale, facendo sì che la crescita economica non subisca né stimoli, né freni. Quest'ultimo è un fattore che costituisce un ostacolo a un ulteriore inasprimento degli spread, così come la retorica più dovish degli stessi policy maker. Il principale responsabile, in

grado di mettere a repentaglio una riduzione dei tassi, resta il livello di inflazione, ancora elevato nella maggior parte delle regioni, sebbene attualmente sia molto più vicino agli obiettivi target delle banche centrali rispetto a qualche mese fa. Guardando, invece, allo scenario economico, si stima che nel corso del 2024 le economie più avanzate abbiano un andamento positivo, ma ridotto, con prospettive migliori per le imprese con minore leva finanziaria e scarsa ciclicità. Qualora arrivasse un'ondata recessiva, chiaramente si creerebbe un rischio concreto di declassamento e persino di default per alcune aziende. Tuttavia, questa non è la nostra previsione principale».

E in termini di valutazioni?

«Passando alle valutazioni del mercato del credito, vediamo che gli spread stanno subendo un inasprimento dei loro costi, sebbene i rendimenti appaiano ancora interessanti. Sia gli spread investment grade, sia quelli high yield sono più ridotti rispetto alle medie a breve (cinque anni) e a lungo termine (20 anni). Questo fenomeno è più accentuato nell'Hy che nell'Ig e maggiormente pronunciato nei mercati del dollaro Usa rispetto a quelli in euro. Per quanto riguarda i rendimenti, dopo anni di repressione finanziaria in cui i tassi d'interesse erano bassi, o addirittura negativi, e i prezzi dei titoli di stato venivano sostenuti dagli acquisti delle banche centrali, assistiamo oggi a un cambiamento epocale. I rendimenti reali, che nei decenni statunitensi si aggiravano intorno al -1% appena due anni fa, hanno subito una forte correzione e sono ora molto vicini alle medie di più lungo periodo: una caduta tanto rapida quanto brutale, che ha sconvolto i mercati obbligazionari e azionari nel 2022 e all'inizio del 2023. In questa fase iniziale del 2024, avvertiamo una maggiore sicurezza per quanto riguarda i livelli di rendimento (reale e nominale) in tutto lo spettro del reddito fisso, un fattore che spiega gran parte del recente interesse degli investitori per i mercati obbligazionari. Rispetto, poi, alla qualità degli emittenti, secondo il nostro team di analisti, gli attuali livelli di qualità del credito rimarranno costanti anche nei prossimi anni. I margini delle banche stanno raggiungendo il loro massimo e la qualità degli attivi si sta normalizzando in un momento in cui i coefficienti patrimoniali sono storicamente elevati. In generale, spread creditizi ridotti e una bassa volatilità rischiano

di essere causa di problemi futuri. Questa combinazione potrebbe infatti incoraggiare un'eccessiva assunzione di rischio proprio nel momento sbagliato. Per questo motivo, sarà essenziale monitorare attentamente il restringimento degli spread, per quanto la volatilità non desti al momento grandi preoccupazioni».

Quali sono i principali rischi e le opportunità nel credito high yield?

«Negli ultimi 25 anni il valore di mercato dell'universo high yield europeo è aumentato di oltre 20 volte, mentre il numero di emittenti è più che quintuplicato. Nel 2000 questo mercato comprendeva 11 settori, con telecomunicazioni e media che rappresentavano il 50% del totale. Oggi ne conta 18, gli stessi del mercato investment grade, e offre un più ampio bacino di emittenti dal quale attingere per la selezione degli investimenti. Tutto ciò, grazie anche alla più ampia gamma di scadenze disponibili, accresce pure le possibilità di trading lungo la curva. Inoltre, la maggiore diversificazione settoriale ci consente, in quanto investitori attivi, di sfruttare al meglio i trend e i fattori d'impulso, sia tattici, sia tematici, all'interno dei singoli comparti. Al momento, il mercato Hy europeo offre un rendimento a scadenza del 6,9%, una prospettiva di rendimento totale allettante per un asset class a reddito fisso. Malgrado i timori di insolvenza all'interno di questo mercato, le nostre stime per questo segmento prevedono livelli di default modesti, attualmente corrispondenti a un tasso cumulato del 3,9% da ottobre 2023 a ottobre 2025, pari a l'1,9% annualizzato. Nel lungo termine, il mercato Hy in euro ha sovraperformato le altre asset class europee: da gennaio 2001 il rendimento dell'indice di riferimento è infatti quasi triplicato, in termini assoluti. Per questo motivo, riteniamo che per un investitore a lungo termine l'Hy europeo possa offrire rendimenti interessanti. Dall'altra parte, è bene ricordare che questi rendimenti possono essere influenzati negativamente dall'incremento dei tassi di default in periodi di maggiore stress economico. Consapevoli di questa possibilità, in Columbia Threadneedle adottiamo un processo d'investimento che mira a evitare perdite permanenti di capitale, grazie a un'attenta gestione del rischio e un'approfondita attività di ricerca svolta da un team di analisti dedicato».

«Banche centrali più che mai data dependent»



MASSIMILIANO MAXIA
senior fixed income specialist
Allianz Global Investors

Allianz 
Global Investors

Non pensa che il mercato obbligazionario abbia già abbondantemente scontato l'allentamento delle politiche monetarie?

«L'opinione di Allianz Global Investors è che, dopo l'inizio della fase di pausa delle banche centrali, ci sia stata un'eccessiva anticipazione del passaggio a politiche più accomodanti, con tempistiche fin troppo ottimistiche. Basterebbe ricordare che, all'inizio del 2024, il mercato si attendeva un taglio dei tassi, sia della Fed, sia della Bce, rispettivamente a marzo e ad aprile, con un consenso che era di quasi il 100%. Queste posizioni, con l'inizio del Forum di Davos, cui sono seguite le riunioni della Banca Centrale Europea e della Federal Reserve, si sono gradualmente attenuate. Ciò è avvenuto, probabilmente, alla luce dei reiterati commenti da parte dei membri delle stesse istituzioni centrali che hanno ricordato che l'inflazione non era stata ancora domata e che occorre più corroborate evidenze prima di introdurre qualsiasi cambiamento di politica monetaria. Lo hanno ripetuto, di recente, sia il governatore Powell, sia la presidente Lagarde: l'importanza è vagliare con attenzione la decisione di tagliare i tassi per non inficiare il lavoro sinora svolto. Oggi, 5 febbraio, la curva forward mostra

zero probabilità di un taglio dei tassi a marzo, e del 50% circa ad aprile per la Bce e a maggio per la Fed. A giugno la percentuale sale all'80%».

Qual è la vostra opinione a questo proposito?

«Noi pensiamo che la riduzione, da parte di entrambe le istituzioni, avverrà a giugno. Fatta questa affermazione, siamo consapevoli che i quattro mesi che verranno saranno ricchi di dati importanti e che le prossime riunioni delle due maggiori banche centrali, che si terranno a marzo, potranno offrire qualche indicazione sulle mosse future. A oggi, i dati economici indicano una riduzione a metà anno. Questa considerazione vale, in particolare, per gli Usa, dove, con l'Ism manifatturiero che è passato da 47,1 a 49,1, e il mercato del lavoro, con la disoccupazione in calo e le buste paga dei lavoratori non

agricoli in salita, emerge ancora un quadro di economia più che resiliente. Lo stesso Pil del quarto trimestre, che ha riportato un incremento annualizzato del 3,3%, non è certo un indicatore di una prossima recessione, ma, direi, neppure di un soft landing. Ma anche in Europa, per quanto più debole degli Stati Uniti, non ci sono veri e propri segnali di preoccupazione. Qui, nello specifico, bisognerà seguire le dinamiche salariali per capirne l'impatto sull'inflazione, poiché, a differenza degli Usa, la bassa produttività non riesce a compensare l'aumento delle retribuzioni, che si scarica così direttamente sull'indice dei prezzi al consumo. Tuttavia, è possibile che, soprattutto negli Usa, i dati continuino a rimanere forti e, anche, che la probabilità di un taglio a giugno cali. Non si è ancora in questo scenario, ma le banche centrali hanno sempre detto di essere "data dependent" e continueranno a esserlo».



Quindi la correzione che abbiamo visto sul mercato obbligazionario è il risultato di un riposizionamento?

«Direi che è stato un riprezzamento della curva dei rendimenti, perché, allungandosi nel tempo la data del primo taglio, l'euforia che aveva portato al rialzo dei corsi a novembre e dicembre è andata scemando: penso che ora si stia cominciando a considerare in modo più corretto le tempistiche alla luce del contesto macroeconomico».

Quanti punti base di taglio vi aspettate?

«Direi tra i 75 e i 100 bp, sia per la Fed, sia per la Bce. Vorrei, però, a tale proposito, fare una riflessione, perché quantificare i tagli ha la sua importanza, ma ha un peso ancora maggiore il modo di porsi dinanzi al mercato. Infatti, ritengo che sia opportuno distinguere ciò che può pensare un economista da ciò che può considerare un gestore obbligazionario. Il primo elabora le proprie previsioni in base ai modelli economici che si è costruito e attende che siano o meno confermati, il secondo, invece, deve confrontare la propria view con i numeri che il mercato esprime in termini di prezzi per le varie asset class. È da questo raffronto che possono scaturire le opportunità di investimento ed è da qui che emerge l'importanza della gestione attiva».

Quindi quali sono le vostre scelte d'investimento?

«Per le ragioni sopra esposte, il posizionamento sulla duration ci porta a preferire l'intervallo tra i tre e i cinque anni, perché non ci attendiamo, come invece fa il mercato, una riduzione dei tassi così consistente. In sintesi, non escludiamo che si possa assistere a un rallentamento più marcato dell'attività economica, ma il compito dei gestori non è prevederla, bensì posizionarsi per cogliere le opportunità che si presentano e, da questo punto di vista, concentrarsi sul totale dei punti base da tagliare non è poi il fattore più dirimente. È anche possibile che si manifesti un evento inaspettato, un cigno nero che potrebbe scardinare gli scenari delineati a causa, ad esempio, dell'esplosione di un rischio geopolitico che, per quanto aumentato, non sta al momento influenzando in modo consistente gli asset finanziari».

Che cosa comporterebbe per i mercati se ciò si verificasse?

«Pensando, nello specifico, alla questione del Medio Oriente, direi un aumento dell'inflazione che procrastinerebbe l'allentamento delle politiche monetarie e, di conseguenza, avrebbe un impatto sulla curva dei rendimenti».

Se ci si trovasse dinanzi a uno scenario di no-landing, come cambierebbe la strategia di AllianzGi sul mercato?

«Il nostro consiglio, all'inizio di quest'anno, è stato di avere un approccio graduale nei confronti degli asset più rischiosi e siamo stati spinti a farlo guardando il livello raggiunto da alcune valutazioni sul mercato azionario. È indubbio che gli alti tassi d'interesse sono stati un nemico per i mercati finanziari, sia bond, sia equity, ma è anche vero che, se l'economia, in particolare negli Usa, andasse verso uno scenario di rallentamento morbido o, addirittura, di no-landing, potrebbe anche succedere che le azioni ne beneficino, perché non soffrirebbero per un deterioramento degli utili e della marginalità. Credo che il fattore maggiore che sta contribuendo alla performance dell'indice S&P sia il messaggio che, in modo più o meno esplicito, è stato dato dalle banche centrali: il pivot dei tassi è stato raggiunto. Non è un caso che il mercato stia reagendo allo spostamento temporale del primo taglio in modo abbastanza tranquillo, soprattutto nella componente obbligazionaria: tassi di interesse più alti per un periodo più lungo non sono una condizione che sembra spaventare gli operatori. Ma è proprio per la complessità del contesto in cui ci si sta muovendo che gli investimenti in risky asset devono essere fatti un po' alla volta, utilizzando, ad esempio, i piani di accumulo».

In ambito obbligazionario significa preferire i titoli governativi?

«Come già menzionato, preferiamo una duration media, perché il pivot è stato raggiunto, e la costruiamo utilizzando la liquidità derivante dal disinvestimento parziale e per gradi dalle soluzioni a breve termine che avevamo privilegiato nel 2022-2023, considerate allora un parcheggio di liquidità ben remunerato. Anche in questo caso, prevale un concetto di gradualità dell'investimento, che si traduce in acquisti del Treasury decennale al 4,5% e l'omologo Bund, se arriva

al 3,1%. Ci concentriamo sui titoli governativi o il credito di elevata qualità, perché pensiamo che il carry sia attrattivo e protettivo, nonostante gli spread siano molto tirati. Ciò vale per la componente Ig, ma, a maggior ragione, per quella Hy nel segmento BB e B. Tradotto in percentuale, si potrebbe pensare a un'allocation obbligazionaria così composta: 60% in governativi, 30% in Ig e 10% in Hy. In termini di aree geografiche, meglio gli Stati Uniti dell'Europa, per il processo più chiaro di disinflazione».

Perché proprio una duration intermedia?

«Sostanzialmente per tre ragioni. La prima è che la parte della curva, chiamata "pancia", è meno sensibile alle prospettive di politica monetaria e al contesto economico. Il rendimento di questo segmento rimane comunque interessante, essendo la curva o piatta o inclinata negativamente. La seconda motivazione è che non vogliamo ulteriormente aumentare la duration, perché siamo convinti che ci attenda un bull steepening, che sarà dettato dalle scadenze brevi, mentre quelle più lunghe sono già abbastanza arrivate ai livelli di rendimento attesi. Infine, pensiamo che l'ammontare di debito in scadenza quest'anno, pubblico e privato, sia consistente. C'è un problema di disavanzo fiscale generalizzato nel mondo, che non potrà più essere assorbito dalle banche centrali come in passato. Se ci saranno significative emissioni anche sulle scadenze lunghe, il term premium sarà inevitabilmente più elevato. Ed è proprio per le ragioni citate che, ancora una volta, ci terrei a sottolineare l'importanza di una gestione attiva dell'asset class».

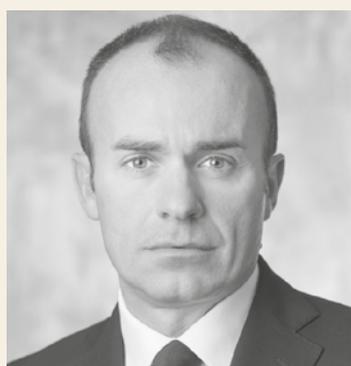
Parlando di profilo di rischio maggiore nel mercato obbligazionario, ritiene interessante il debito emergente?

«L'allentamento della politica monetaria da parte della Fed è positivo per il debito emergente, ma è importante sapersi posizionare. Noi preferiamo l'America Latina, Messico in particolare, e l'Estremo Oriente».

Una considerazione sul Btp?

«Dopo il pronunciamento delle agenzie di rating, credo che l'andamento dei Btp sarà più legato a quello del mercato europeo, piuttosto che alla situazione italiana e penso che, in un contesto di risk on, possa addirittura sovraperformare».

«Gestire la discesa»



ADRIANO NELLI
executive vice president,
responsabile global wealth
management Italia
Pimco

P I M C O

Pensate che il mercato obbligazionario stia già scontando l'allentamento monetario?

«I rischi di rialzo per l'inflazione e di ribasso per la crescita sono diventati più simmetrici. Tuttavia, quelli di recessione restano, secondo noi, elevati per la crescita stagnante della domanda e dell'offerta attesa nei mercati sviluppati. Dopo il rally di molti mercati finanziari nella parte finale del 2023, gli attivi più rischiosi sembrano scontare un atterraggio morbido per l'economia e potrebbero sottostimare i rischi, sia di ribasso, sia di rialzo. Uno dei principali motivi per cui sosteniamo che i rischi di recessione siano elevati è che la strategia di tassi alti per un periodo prolungato, comunicata dalle banche centrali, storicamente non ha coinciso spesso con atterraggi morbidi per l'economia. Nei casi in cui i cicli di rialzi dei tassi non hanno preceduto una recessione, ossia a metà degli anni '60, degli anni '80 e degli anni '90, la banca centrale, di solito, si è mossa con relativa rapidità nel taglio dei tassi a fronte di coincidenti choc positivi sul lato dell'offerta (espansione del commercio mondiale, boom di produttività e accelerazione della produzione da parte dell'Opec) che hanno contribuito alla discesa dell'inflazione».

Vi aspettate che l'inflazione prosegua la discesa?

«La normalizzazione delle filiere dopo la pandemia ha già contribuito alla riduzione dell'indice dei prezzi al consumo dal picco del 2022. Ci aspettiamo che il calo prosegua nel 2024, con una discesa dell'inflazione complessiva e di quella core nel range del 2-3%, su base annua, nei mercati sviluppati. Tutto ciò, in aggiunta al potenziale di un ciclo più veloce di tagli dei tassi, dovrebbe aumentare le prospettive di un atterraggio morbido. Tuttavia, a fronte del minore spazio per ulteriori miglioramenti sul versante dell'offerta nella normalizzazione post-pandemia e dell'affievolirsi al contempo della domanda, esiteremmo a dichiarare vittoria rispetto ai rischi di inflazione o di recessione. Alla luce delle attese di stagnazione, sia della domanda, sia dell'offerta, nei mercati sviluppati durante

il 2024, riteniamo che i rischi di recessione restino più pronunciati del solito. Inoltre, le prospettive di inflazione appaiono tuttora più marcate negli Stati Uniti, dove la crescita potrebbe confermarsi più resiliente rispetto ad altre economie dei mercati sviluppati».

Quali sono le vostre aspettative rispetto alla politica monetaria delle banche centrali?

«Le banche centrali dei mercati sviluppati sono probabilmente ormai giunte al termine dei loro rispettivi cicli di rialzo dei tassi. L'attenzione degli investitori si è dunque spostata su quando avvieranno la riduzione dei tassi e sull'entità dei tagli. Storicamente, le banche centrali non hanno abbassato gli interessi prima di una recessione. I tagli hanno tendenzialmente coinciso con





le fasi di aumento della disoccupazione e di riduzione dell'output gap, quando l'economia era già in recessione. In quei pochi casi in cui una banca centrale ha diminuito i tassi in assenza di recessione, il picco di inflazione era chiaramente alle spalle, mentre il tasso di disoccupazione era risalito verso la media di lungo termine da un livello notevolmente basso. Oggi, il picco per l'inflazione complessiva e quella core è chiaramente alle spalle, mentre il tasso di disoccupazione ha cominciato a risalire lievemente con l'attenuarsi in generale degli squilibri fra domanda e offerta sul mercato del lavoro. Quest'ultimo resta tuttavia robusto e si riscontrano progressi meno vistosi nella discesa dell'inflazione core per la componente dei servizi più sensibili ai livelli dei salari. In generale, ci aspettiamo che le banche centrali dei mercati sviluppati comincino a ridurre i tassi in prossimità della metà del 2024 (potenzialmente un po' prima per la Fed), a eccezione della Bank of Japan che riteniamo proseguirà con i suoi piani di modesti rialzi quest'anno. L'entità dell'incremento nel ciclo di aumenti immediatamente precedente è stata, storicamente, un buon indicatore dell'entità della riduzione dei tassi nel successivo ciclo di allentamento monetario. Inoltre, continuiamo a prevedere il ritorno a un contesto analogo a quello della Nuova neutralità

che ha preceduto lo choc del Covid-19, con tasso ufficiale neutrale atteso simile o leggermente superiore ai livelli prima della pandemia, il che sarebbe in linea con tagli dei tassi più ampi».

C'è rischio di una recrudescenza della dinamica dei prezzi? Come gestite i portafogli rispetto all'inflazione?

«Il timore di una nuova accelerazione dell'inflazione, analogamente a quanto avvenuto negli anni '70 durante la presidenza della Fed di Arthur Burns, potrebbe essere un altro fattore che rischia di indurre le banche centrali ad attendere più a lungo che in passato prima di cominciare a ridurre i tassi. Tuttavia, stimare quanto tempo attenderanno queste istituzioni prima di tagliare è più un'arte che una scienza esatta, anche ricorrendo a strumenti consolidati di previsione economica. I rendimenti di partenza, che storicamente sono altamente correlati a quelli futuri, sono tuttora prossimi ai livelli più alti da 15 anni e offrono, sia un reddito interessante, sia un potenziale cuscinetto in caso di ribassi. I rendimenti reali restano anch'essi elevati a fronte del continuo calo dell'inflazione. Continuiamo a ritenere le obbligazioni del Tesoro indicizzate all'inflazione (TIPS) una fonte di protezione

nell'eventualità che si materializzino i rischi di rialzo dell'indice dei prezzi al consumo. I tassi monetari restano elevati, e ce li si può assicurare solo da un giorno all'altro e potrebbero diminuire rapidamente, soprattutto se le banche centrali cominciasse a tagliare i tassi ufficiali. Gli investitori rischiano di perdere opportunità restando troppo a lungo sul monetario nell'attesa del momento giusto per rientrare sui mercati. Le curve dei rendimenti sono insolitamente piatte al momento. Per cogliere potenziale valore, gli investitori non hanno bisogno di allungare molto la duration, che è una misura della sensibilità di un titolo alle variazioni dei tassi di interesse e tende a essere più elevata per le obbligazioni a lunga scadenza. I bond con scadenza a medio termine possono aiutare gli investitori a conseguire rendimenti interessanti e anche un potenziale apprezzamento dei prezzi in caso di rally obbligazionario, come è avvenuto nella parte finale del 2023 e come spesso accade nei rallentamenti economici».

Quali vantaggi offre agli investitori la gestione attiva obbligazionaria in questo contesto?

«I mercati obbligazionari sono diversi da quelli azionari e, per loro stessa natura, offrono maggiori opportunità di beneficiare di inefficienze, il che rende l'approccio attivo particolarmente adatto al reddito fisso. La capacità di accedere al più ampio ventaglio possibile di opportunità conferisce un vantaggio ai gestori attivi nel reperire investimenti interessanti nei vari contesti di mercato. Ad esempio, l'indice Bloomberg Us Aggregate Bond, che i gestori passivi possono mirare a replicare, è costituito principalmente da tre settori obbligazionari, mentre il mercato obbligazionario globale è vasto e offre un universo molto più ampio al quale i gestori attivi possono attingere per la loro selezione. Scegliere le gestioni attive che puntano a battere il benchmark, anziché quelle passive che mirano solo a replicare gli indici, può consentire di conseguire un interessante extra-rendimento. Da oltre 50 anni noi di Pimco ci adoperiamo costantemente ad aiutare milioni di investitori a conseguire i loro obiettivi in qualsiasi condizione di mercato e i nostri risultati, nel tempo, testimoniano il successo del nostro approccio attivo alla gestione degli investimenti».

Kairos International Sicav

BOND PLUS

LA FLESSIBILITÀ SI FA RESILIENZA

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



I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.



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

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

Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa, non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento e non sono dirette a persone residenti negli Stati Uniti o ad altri soggetti residenti in Paesi dove il Fondo non è autorizzato alla commercializzazione. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazione senza preavviso né successiva comunicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web www.kairospartners.com. La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari. (*) Dati al 29/12/2023. (**) Dati dal 30/12/2013 al 29/12/2023. Classe P-EUR.

© 2023 Morningstar, Inc. Tutti i diritti riservati. Le informazioni (1) sono di proprietà di Morningstar e/o dei suoi fornitori di contenuti; (2) non possono essere copiate o distribuite; e (3) non si garantisce che siano accurate, complete o tempestive. Né Morningstar né i suoi fornitori di contenuti sono responsabili di eventuali danni o perdite derivanti dall'uso di queste informazioni.

Nuove opportunità di sinergia e innovazione

**a cura di Laura Grassi, direttrice, e Filippo Renga, direttore,
dell'Osservatorio Fintech & Insurtech del Politecnico di Milano**

Nel corso del 2023, abbiamo assistito a uno scenario macroeconomico caratterizzato da un aumento dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali per mitigare l'inflazione generata dalle misure post-pandemiche. In questo contesto, pur nelle difficoltà legate al funding, non si è fermata l'evoluzione digitale dei servizi finanziari. Ad esempio, le proposte avanzate dalla Commissione europea per la revisione della direttiva dei pagamenti (Psd3) e l'implementazione del Framework sul financial data access (Fida) hanno dato nuovo slancio al dibattito sui dati dei clienti e al loro ruolo strategico per gli intermediari finanziari. Inoltre, si è potuto constatare un miglioramento continuo nelle modalità di interazione e collaborazione tra diversi operatori di mercato, finanziari e non, con il delinearsi di nuove opportunità di sinergia e innovazione nel settore finanziario.

Le startup fintech & insurtech in Italia, in particolare, si trovano in una fase di tensione, navigando, da un lato, tra una crescente maturità e, dall'altro, tra le sfide legate al contesto macroeconomico, dal quale emerge con chiarezza la necessità e l'importanza di iniziative di sistema per sostenere il settore in questo periodo di cambiamenti significativi.

TRA OPPORTUNITÀ E OSTACOLI

Lo scenario delle startup fintech & insurtech italiane mostra segnali di crescente maturità del mercato. Nel 2023 si è registrato un totale di 622 startup fintech & insurtech in Italia, di cui 109 con un focus assicurativo. A fronte di alcune nuove startup, si inizia a vedere un numero maggiore di acquisizioni industriali e anche qualche fallimento, che mantengono il numero complessivo pressoché stabile rispetto al 2022.



LAURA GRASSI

direttrice

**Osservatorio Fintech & Insurtech
Politecnico di Milano**

Sempre più startup individuano opportunità di crescita e sinergie all'interno di gruppi finanziari o industriali. Al contempo, però, i dati mostrano una naturale uscita dal mercato di alcune idee che non hanno trovato piena realizzazione e che forse sono il riflesso di un sistema italiano che potrebbe probabilmente essere più coeso.

Un dato indubbiamente positivo è rappresentato dalla sostenibilità economica delle startup. Infatti, circa il 35% delle fintech e insurtech italiane ha già raggiunto utili positivi, grazie a ricavi in crescita in media del 60% rispetto all'anno precedente.

DUE VARIABILI

Il successo e la sostenibilità futura rimangono tuttavia inevitabilmente condizionati da due variabili fondamentali. Da un lato, la collaborazione con partner che li accompagna-

no nel loro progetto imprenditoriale, siano essi protagonisti consolidati dell'industria dei servizi finanziari, aziende tecnologiche o startup; dall'altro, la disponibilità di capitali per fare fronte agli investimenti necessari nella fase di scale-up. Sul primo punto, la quasi totalità delle realtà fintech & insurtech italiane (82%) dichiara di cooperare con almeno un partner strategico, con il 33% dei casi in cui almeno uno di questi ha fatto anche ingresso nel capitale della startup.

SIGNIFICATIVA CONTRAZIONE

Se si rivolge lo sguardo all'altro driver, ossia la disponibilità di capitali, emerge che le 622 startup nel 2023 hanno complessivamente raccolto finanziamenti per 174 milioni di euro, evidenziando una significativa contrazione rispetto all'anno precedente (-81%), che è coerente con la tendenza globale di maggiore prudenza nei finanziamenti da parte dei venture capital. Il 46% delle startup, d'altra parte, ha già in programma un nuovo round di finanziamento nei prossimi mesi, rivelando, da un lato, pianificazioni di crescita e traiettorie ben ponderate, ma suggerendo, dall'altro, difficoltà nel sostenersi con i round precedenti, presumibilmente chiusi a valutazioni più elevate. Sono infatti tre le ragioni principali emerse per cui oggi le startup ricercano capitali: per fare fronte alle spese di ricerca e sviluppo di nuovi prodotti, per aumentare le proprie spese di marketing allo scopo di farsi conoscere a un pubblico più ampio, o per espandersi in un altro mercato.

Altro dato da non sottovalutare è la dimen-



FILIPPO RENGA

direttore

**Osservatorio Fintech & Insurtech
Politecnico di Milano**

sione dei round di finanziamento già pianificati, che si attesta al di sotto del milione di euro nel 28% dei casi e inferiore a 2 milioni nel 53% delle occorrenze. Vista la dimensione media di molte startup, è fisiologico che gli importi siano contenuti; a ciò si aggiunge il contesto italiano, caratterizzato da una propensione degli investitori a concedere una dimensione media di finanziamenti più limitata rispetto ad altri paesi.

Dai dati raccolti emerge, inoltre, una marcata difficoltà per le startup italiane a uscire al di fuori dei confini nazionali, non solo in termini di funding, ma anche da un punto di vista di offerta di business. Attualmente, infatti, solo il 41% delle startup offre i propri servizi anche all'estero, un dato in leggero peggioramento rispetto alla rilevazione dell'anno scorso.

I CLIENTI SONO PRONTI?

Per quanto le startup contribuiscano all'innovazione dei servizi finanziari e assicurativi, non si deve trascurare il ruolo degli operatori tradizionali come banche e assicurazioni, che rimane centrale per l'ecosistema. Da diversi anni, una gran parte degli istituti di credito sta razionalizzando la presenza di filiali, provando a convogliare la clientela, in buona parte già predisposta, verso un'esperienza bancaria digitale: il 66% dei risparmiatori utilizza, a oggi, almeno un canale digitale (+3% rispetto al 2022), con una netta preferenza per quello mobile, usato dal 57% di essi (+2%).

In costante aumento anche il numero di transazioni online (+18%), oltre che il numero di clienti acquisiti attraverso un processo di onboarding completamente digitale (+7%).



Per il passaggio da un modello bancario fisico a uno ibrido, o in alcuni casi completamente digitale, è necessario però prendere in considerazione le preferenze e la disponibilità del cliente: in caso di attivazione di un fido bancario, per esempio, la maggioranza dei consumatori italiani (56%) predilige recarsi in filiale e interagire con un operatore, con preferenze legate all'età che evidenziano una propensione per app e sito nelle fasce più giovani. All'aumentare della complessità del servizio, però, la differenza legata all'età si riduce. Nell'ipotesi di accensione di un mutuo, infatti, il 70% dei consumatori vorrebbe la possibilità di recarsi in filiale, con il 44% della fascia più giovane (18-24), che conferma la preferenza per il modello fisico.

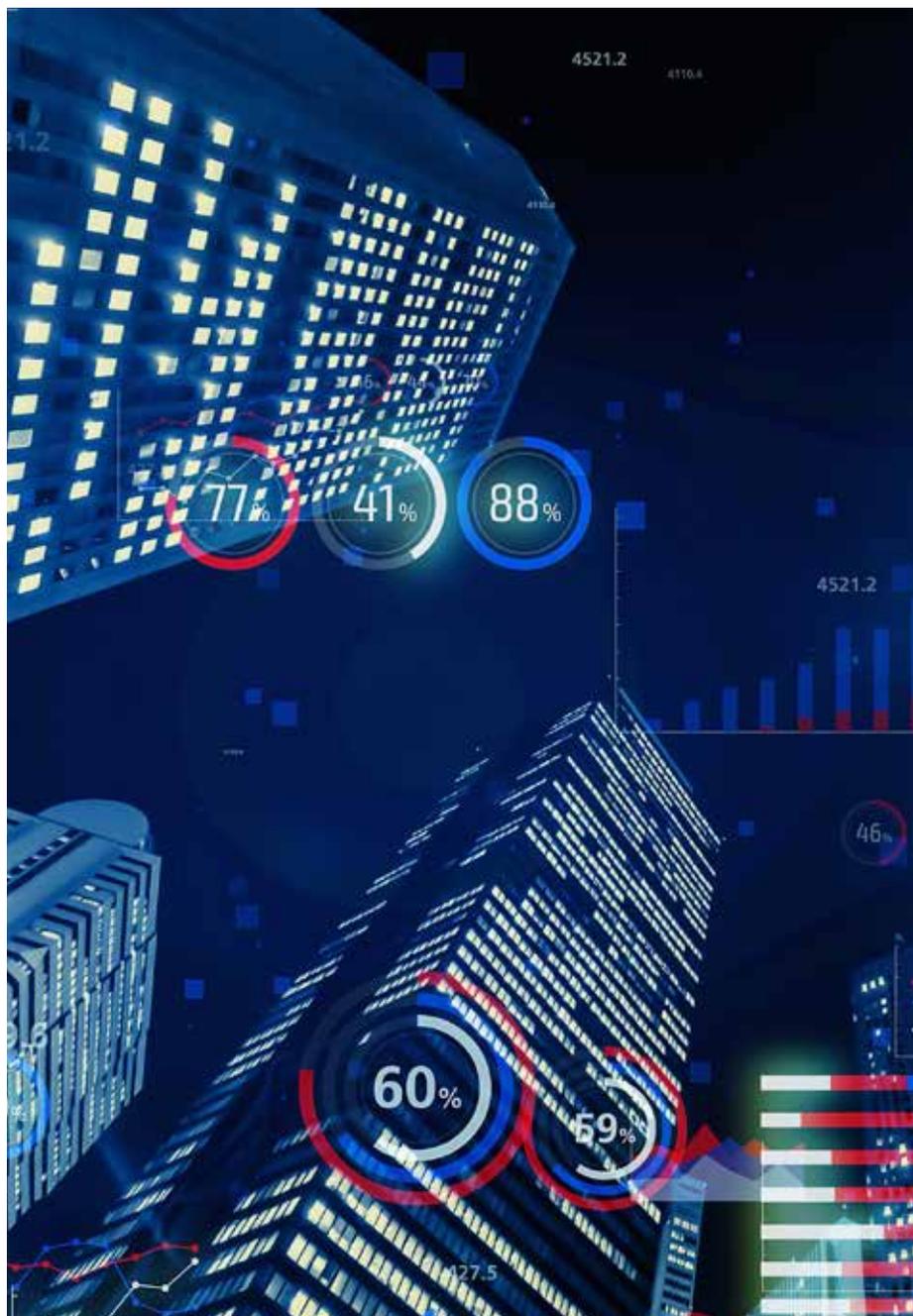
Nel settore assicurativo si riscontra una dinamica analoga a quella bancaria, in cui per polizze più semplici, come quelle per i viaggi, la maggioranza opta per l'attivazione tramite applicazione o sito web (62%), al contrario di quanto avviene per polizze più complesse, come quelle vita, per le quali il 57% dei clienti preferisce l'interazione fisica in agenzia.

Per quanto riguarda l'esperienza di un cliente business, i dati sull'uso dei canali digitali rimangono simili al segmento retail. In caso di richiesta di un prestito, le microimprese e le partite Iva che, avendo possibilità di richiederlo tramite canali online, lo hanno fatto sono il 27%, cui si aggiunge l'8% di microimprese che, pur non avendone la possibilità, vorrebbero usare canali digitali a questo scopo.

In ambito assicurativo, il 23% delle microimprese ha attivato una polizza online e un ulteriore 11% vorrebbe poterlo fare in futuro. D'altra parte, la maggior parte delle microimprese (74%) fa uso di servizi mirati all'analisi dei bisogni assicurativi, da cui emergono, come caratteristiche più apprezzate dell'assicurazione: competenza nel rispondere alle esigenze (29%), consulenza personalizzata (28%), disponibilità del digitale (15%).

MICROIMPRESE DIVERSE DALLE PMI

Le microimprese differiscono, però, anche dalle Pmi che, per quanto aziende piccole o medie, sono mediamente più strutturate e hanno bisogni finanziari parzialmente più complessi. Sono di più, per esempio, le Pmi che hanno richiesto



un prestito tramite canali online (36%), alle quali si aggiunge il 5% che vorrebbe utilizzare questo canale, ma non ne ha la possibilità. La differenza si ripete anche in ambito assicurativo, in cui il 34% delle Pmi ha attivato una polizza assicurativa online e un ulteriore 9% vorrebbe poterlo fare in futuro.

È proprio in questo ambito che il rapporto diretto con gli operatori finanziari assume un ruolo di fondamentale importanza per le imprese. La quasi totalità delle Pmi italiane (93%) dichiara di essere in grado di identificare all'interno di una banca una figura di fiducia cui rivolgersi in caso di problemi e un ulteriore

3% desidererebbe avere questa figura. Le caratteristiche più apprezzate nella banca sono di nuovo legate alla competenza nel rispondere alle esigenze (37%) e la consulenza personalizzata per affrontare eventuali problematiche (36%), ma in misura ancora maggiore rispetto alle microimprese.

Anche in ambito assicurativo, la maggior parte delle Pmi (89%) fa uso di servizi mirati all'analisi dei bisogni assicurativi. E anche in questo caso, tra le caratteristiche più apprezzate ci sono competenza nel rispondere alle esigenze (43%) e consulenza personalizzata (30%), oltre a prodotti adatti all'impresa (41%).

La sfida dell'AI sui mercati

Qual è l'asset più volatile del mercato?

Sono molti i fattori che condizionano il mercato, tuttavia tra gli asset che maggiormente variano nel più breve periodo di tempo ci sono le criptovalute, insieme ad alcuni indici azionari e alle materie prime. La volatilità, cioè l'indice del rischio associato a un investimento, valutata quindi per la gestione del profilo di rischio e delle strategie dell'investitore, è rappresentata dall'ampiezza e dalla frequenza delle variazioni del prezzo rispetto al suo valore medio.

LE CRIPTOVALUTE

Le criptovalute sono valute digitali decentralizzate con una volatilità particolarmente alta, principalmente a causa del fatto che la loro valorizzazione risulta da un brutale confronto tra domanda e offerta, senza filtri, né interferenze. Una criptovaluta non ha nessun legame materiale con alcuna valuta (Fiat) o bene primario, eppure è utilizzata per scambiare valore e acquistare beni o servizi. Sono odiate e amate allo stesso tempo, sia per l'instabilità del loro valore, sia perché sono sistemi autonomi slegati dai normali servizi finanziari e bancari. Per comprendere la loro importanza storica, malgrado il loro livello di rischio, è bene tenere presente che sono nate a ridosso della crisi economica mondiale del 2008. Dopo il successo della prima criptovaluta, il bitcoin, oggi ne esistono più di 24 mila e sono utilizzate da milioni di persone in tutto il mondo. È solo un esempio a dimostrazione che le crisi possono, quasi sempre, accelerare i progressi tecnologici o modificare quelli esistenti. D'altra parte, l'adozione di nuove tecnologie porta sempre a cambiamenti: è come una bufera di vento, non si può fermare, ma si devono regolare le vele adeguatamente.

CAMBIAMENTO E PROGRESSO

La storia insegna che, nonostante le resistenze iniziali per la paura del cambiamento, il progresso è inevitabile. Ci mostra anche che ciò porta, in genere, a nuove forme di sopravvivenza, che rispondono alle dure sfide delle crisi, dando nuovi impulsi alla crescita economica. Un segnale evidente in questa direzione è avvenuto lo scorso 10 gennaio 2024 quando l'autorità regolamentare statunitense, la Securities and Exchange Commission (Sec), ha autorizzato i primi Etf spot su bitcoin.

LA SEC DÀ UN SEGNALE

Dopo anni di rifiuti e resistenze da parte della Sec, questa approvazione, che consentirà con più facilità ai bitcoin di essere quotati e scambiati anche da investitori ordinari, è un segnale

che qualcosa di importante sta avvenendo. Nonostante l'invito agli investitori alla necessaria cautela per i numerosi rischi legati al comparto, si sta andando verso una maggiore regolamentazione e, soprattutto, legittimazione delle criptovalute.

Ma perché proprio adesso? Forse perché viviamo un momento storico più complesso che mai: volatile in sé stesso, estremamente accelerato. Gli economisti si affannano a cercare di capire se si sta aprendo un periodo di recessione e per quali paesi o addirittura se a livello globale. Certamente, in seguito alle misure prese per contrastare il Covid, a livello mondiale la produzione industriale si è interrotta, insieme al Pil, nel 2020. Poi c'è stato il rimbalzo per alcuni paesi, cui è seguito il conflitto Russia-Ucraina e, in seguito, la guerra israelo-palestinese. Inoltre, sono aumentati in continuazione i corsi delle materie prime, con relativa crisi energetica, che hanno fatto decollare l'inflazione e la disoccupazione. Le quotazioni del gas, che ad agosto 2023 hanno raggiunto 14 volte la media dei prezzi del primo semestre 2021, hanno spinto verso l'alto l'inflazione con conseguenti rialzi record dei tassi di interesse da parte delle principali banche centrali. La Banca Centrale Europea ha deciso un rialzo da 75 punti base per la prima volta nella sua storia. Negli Stati Uniti, nel giro di un anno, la Federal Reserve ha portato i tassi da 0 al 4,8%. Incrementi che si traducono in un maggiore costo della vita, del denaro, dei prestiti e dei mutui, scoraggiando così acquisti e investimenti. Un contesto, quindi, estremamente complesso, dove la percezione e la fiducia degli investitori è ragionevolmente sospesa: lo si denota da



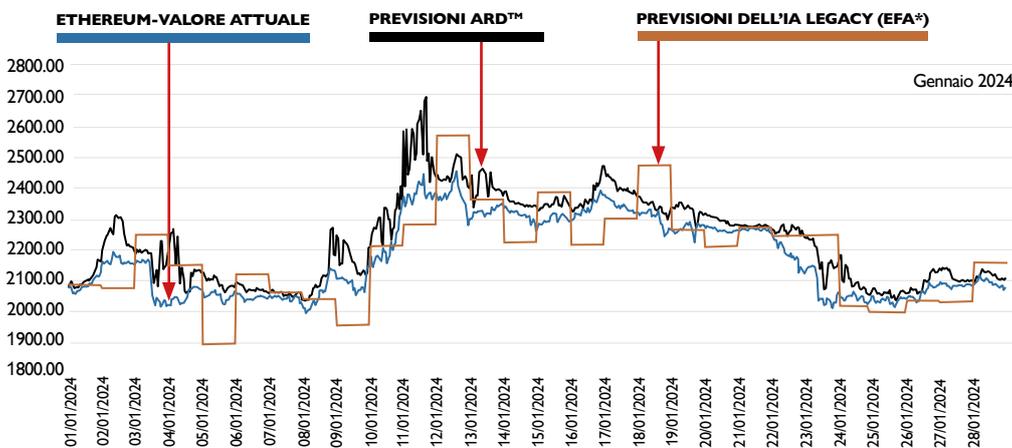
portafogli orientati a una maggiore liquidità. Ed è in questo preciso momento storico che la Sec dà il semaforo verde ai primi Etf spot su bitcoin, un passo che renderà più facile per gli investitori ordinari mettere i loro soldi nella valuta digitale. Gli Etf, a differenza dei fondi comuni di investimento, possono essere comprati e venduti nel corso della giornata; perciò sono caratterizzati da un'estrema rapidità nelle fluttuazioni della domanda e dell'offerta e, per questo motivo, è ancora più difficile profilarli in termini di rischio e di previsione.

LA SFIDA DELLA PREVISIONE

Naturalmente, ci si attende un impatto importante sui bitcoin e, di conseguenza, anche sulle altre criptovalute, sia in termini di valore, sia di maggiore regolamentazione e legittimazione.

L'altra criptovaluta che è riuscita a esplodere in termini di notorietà è ethereum. Resa pubblica nel 2015, a differenza del bitcoin, è stata pensata come sistema per le transazioni tra imprese. Si tratta sempre di una tecnologia basata sulla blockchain, che permette di negoziare smart contract in diversi settori senza la necessità di intermediari. La differenza fondamentale è che l'offerta di bitcoin è asintotica e tende a 21 milioni di bitcoin totali, mentre per ethereum, l'offerta totale è, in teoria, infinita. L'ethereum, a differenza del bitcoin, non è quindi strutturalmente inflazionistico. Di fatto, per ethereum è già nato un consorzio allo scopo di integrare questa tecnologia nelle sue infrastrutture. Il valore della valuta sottostante, l'ether, è caratterizzato da alta volatilità e calcolato in base alla differenza tra domanda e offerta. Quando la

PREVISIONI DEL TREND DELL'ETHEREUM A CONFRONTO



Numero di volte in cui ARD™ ha fornito una previsione migliore rispetto a quelle di The Economy Forecast Agency (EFA)



*EFA: The Economy Forecast Agency

The Economy Forecast Agency (EFA) è specializzata previsioni finanziarie sui mercati di lungo periodo. Essa fornisce previsioni su orizzonti a 5, 10, 15 anni utilizzando metodi di matematici e statistici basati sui dati storici esistenti.

Kelony®'s intellectual property

domanda aumenta, la quotazione di ethereum si alza e viceversa. Diciamo che il valore risulta direttamente da calcoli, senza interferenze di alcun tipo, ed è gestito semplicemente dalla matematica.

Grazie agli strumenti matematici avanzati proprietari di Kelony®, in particolare della nuova intelligenza artificiale (Ai) predittiva, non stocastica, un gruppo di investitori individuali, che talvolta fa trading online, ci ha sfidati sul terreno delle previsioni delle criptovalute e, in particolare, sulla previsione dell'andamento di ethereum. Siamo stati invitati a confrontarci con una sfida particolarmente difficile, poiché, oltretutto, il mercato di questa criptovaluta ha un perimetro decisamente ristretto, se messo a confronto con l'intero mercato mondiale. Bastano quindi poche transazioni per smuovere in modo significativo la quotazione di mercato di ether. Sono gli utenti stessi, attraverso le loro azioni, che determinano il valore di questa cripto. Nonostante le difficoltà, abbiamo accettato il confronto ed è quasi un anno che gli investitori stanno utilizzando la versione Beta di Ard™ ethereum e sono rimasti colpiti dalla precisione dei risultati acquisiti rispetto alle altre soluzioni che esistono sul mercato.

LA SOLUZIONE MATEMATICA

La spiegazione della precisione ed efficacia della sua tecnologia è molto semplice: è di origine militare e si basa su paradigmi e modelli matematici differenti rispetto ai modelli con approccio di apprendimento su un set di dati predefinito. Il campo dell'AI è vastissimo e dire intelligenza artificiale è dire tutto e niente: abbraccia le scienze matematiche che, invero, sono molteplici. La classificazione delle ricerche matematiche (Mathematics subject classification scheme dell'American Mathematical Society) suddivide la matematica in più di 60 aree, con ulteriori ripartizioni al loro interno, e, anche se non esiste un numero universalmente accettato di discipline matematiche, si arriva a numeri che superano le 3.700 unità. Quindi, per rimanere sul tecnico, noi di Kelony® abbiamo scelto di non costruire il nostro modello su un'unica disciplina, ma di andare oltre i modelli che a tutt'oggi utilizzano regressioni, stime e processi stocastici in generale.

Nell'ambito della gestione delle criptovalute, sarà presto rilasciata la versione Open beta dell'AI predittiva per la previsione dell'andamento di ethereum, che sarà messa a disposizione anche dei lettori di Fondi&Sicav (ai primi iscritti che faranno richiesta a info@kelony.

com saranno fornite le credenziali di accesso. Nell'oggetto della email specificare il codice "Ai eth v7.1"). Nella pubblicazione precedente, sono stati pubblicati i risultati degli ultimi mesi del 2023, mentre in questo numero l'illustrazione riguarda il primo mese del 2024, con il dato aggiornato al 28 gennaio 2024.

GUADAGNARE TEMPO

Ci troviamo di fronte a cambiamenti estremamente volatili e rapidissimi, esattamente come il mondo nel quale viviamo. Il progresso tecnologico vince molte sfide importanti, ma va guidato, poiché ne apre altre inarrestabili. Il tempo è la risorsa scarsa, che non si può comprare e, di conseguenza, bisogna scegliere in anticipo. Gli strumenti previsionali diventano, oggi, leve di chiarezza essenziali per affrontare la complessità, come, ad esempio, quella del mercato o dei consumatori, e per potere prendere decisioni che aiutino la crescita socio-economica. Il mondo in cui viviamo è intriso di digitale nel quale si fondono i diversi interessi economici, politici e geopolitici e progressi tecnologici in cui le organizzazioni e le persone devono gestire enormi volumi di dati e di informazioni ed elaborarli più velocemente che mai, per conferire loro un senso e potere prendere velocemente le decisioni. Lo slogan "i dati sono il nuovo petrolio" coniato solo nel 2006 dal data scientist e matematico inglese Clive Humby, ormai è talmente anacronistico da sembrare vecchio, come se stessimo guardando un computer collocandolo però nel medioevo. In realtà "il nuovo petrolio", è la possibilità di comprendere quei dati e ciò è possibile grazie all'allineamento del modello matematico alla realtà odierna, estremamente complessa e volatile. È fondamentale quindi forgiare gli algoritmi con le basi matematiche che non si affidano alla probabilità o alla stocastica, perché non si può più fare riferimento al passato, per nessun settore, verticale o trasversale che sia.

L'intelligenza artificiale apre gli scenari, fa lavorare meglio le persone, le fa interagire maggiormente e in modo più agevole con la tecnologia che è sempre più sofisticata. Ormai gli assistenti tecnologici sono un po' ovunque: nelle automobili, nelle case e negli elettrodomestici, nella vita di tutti i giorni. Come precedentemente detto, però, è fondamentale che sia forgiata con una matematica aderente agli scopi.

Se si tratta di fare un disegno o elaborare un video, una foto, o altre interazioni che semplicemente velocizzano un lavoro ripetitivo, l'intelligenza artificiale detta generativa, su modelli MI (Machine learning) può funzionare molto

bene. Se si tratta di adottare modelli algoritmici per la risoluzione di problemi predittivi, come può essere la previsione dell'andamento di una criptomoneta o del prezzo del gas, allora è meglio affidarsi ad altri modelli che non si basano su quanto è successo in passato, ma sono più allineati alla realtà e quindi affidabili. Per interpretare correttamente i dati e fornire previsioni attendibili occorre uno strumento che oltrepassi le limitazioni dell'AI consuetudinaria.

LIMITAZIONI SIGNIFICATIVE

Principalmente, l'applicazione di modelli consuetudinari di AI generativi per la restituzione di informazioni trasversali a vari ambiti pone importanti questioni etiche sulla creazione di contenuti falsi, con le relative possibili manipolazioni, e sulla violazione di copyright e di diritti d'autore. Inoltre, è stato dimostrato scientificamente che l'AI basata su MI, quindi su modelli matematici probabilistici, sbagliano nel 30% dei casi. Inoltre, i dati usati per addestrare l'AI potrebbero poggiare su pregiudizi, che verrebbero poi reiterati continuamente. Ciò potrebbe portare a risultati ingannevoli o fuorvianti, con una restituzione distorta della realtà. Anche questo aspetto, secondo la nostra esperienza, rientra tra le questioni etiche delle AI generative. Pure in applicazioni di sicurezza, occorre prestare attenzione alla matematica utilizzata per forgiare gli algoritmi: nella cybersecurity, ad esempio, la reiterazione di un comportamento visto con un algoritmo di MI potrebbe essere interpretato come un pattern normale e, quindi, non essere in grado di identificare la minaccia. In pratica gli algoritmi di machine learning non sono capaci di vedere eventi mai accaduti con evidenti limitazioni.

Questi sono i principali limiti che algoritmi con una matematica più evoluta, cioè non probabilistica e non statistica, consentono di superare. In Kelony® abbiamo scelto di basare la nostra tecnologia di AI predittiva, chiamata Ard™, su altri paradigmi. Il che spiega perché le previsioni di questa AI siano diverse e più precise, come si vede nel grafico dove si evidenziano i risultati di questo modello matematico di previsione sull'ethereum, preso come esempio di previsione particolarmente difficile, e messo in competizione con un modello matematico statistico. La vittoria di Ard™ è netta, al punto che questa tecnologia è recentemente stata sfidata anche su un altro terreno: quello delle previsioni dei future sul prezzo dell'energia. Abbiamo raccolto la sfida e ci stiamo lavorando: i lettori di Fondi&Sicav saranno i primi a conoscere i risultati.

Pape Satàn, pape Satàn!

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

«Pape Satàn, pape Satàn, aleppe» è uno dei versi più iconici di tutta la Divina Commedia e sulla cui spiegazione si sono arrovelati esegeti e commentatori. Lo troviamo all'inizio del settimo canto, quando Dante e Virgilio provano a entrare nel IV cerchio dell'Inferno, luogo riservato a coloro i quali nella vita gestirono male la loro ricchezza. Qui giacciono, sorvegliati dal deforme Pluto (dal greco "ricco"), alcuni "peccatori di incontinenza" la cui mente è stata ottenebrata (il Poeta li definisce «guercci») dal denaro. L'avarizia e la prodigalità sono viste come due facce della stessa medaglia: da una parte l'accumulazione ossessiva e, dall'altra, lo spreco eccessivo allontanano entrambi da un equilibrio corretto nell'uso delle risorse.

Questi due estremi, essere troppo parsimonioso o troppo prodigo, conducono a un destino comune e miserabile. Sono peccati opposti, uno per eccesso e l'altro per difetto, ed entrambi sono errori nel modo di valutare e gestire i propri averi che portano alla stessa amara fine; per questa ragione, caso unico in tutta l'opera, due peccati distinti sono riuniti in uno stesso cerchio. Il contrappasso dantesco richiama l'eterna e vana fatica di Sisifo, il personaggio mitologico punito da Zeus che è costretto a

spingere un'enorme pietra su per una montagna, solo per vederla rotolare giù ogni volta che raggiunge la cima.

Nella Commedia, avari e prodighi spingono incessantemente col petto grandi massi, ciascuno compiendo un semicerchio, quasi fosse una danza, finendo inesorabilmente per scontrarsi in eterno l'un l'altro. La loro è una punizione per una vita spesa inutilmente nell'accumulare o nel dissipare ricchezze, un ciclo continuo che riflette le loro scelte terrene.

DIVERSE DIMENSIONI

Nell'ambito della ricerca contemporanea, il rapporto tra individuo e denaro è stato oggetto di un'analisi multidisciplinare, che include approcci biologici, psicologici, sociologici, neuroscientifici e, naturalmente, economici. Le indagini condotte hanno rivelato che le reazioni individuali sono influenzate da predisposizioni mentali e atteggiamenti che possono essere schematizzati in tre categorie principali. La dimensione affettiva, che comprende le risposte emotive quali attrazione, rifiuto, ossessione, ansia e preoccupazione e che sono indicative dei valori personali e dell'impatto culturale nella

percezione del denaro. La dimensione cognitiva, che si focalizza sull'interpretazione intellettuale, considerando il capitale un mezzo per

“ “ *Il rapporto tra individuo e denaro è stato oggetto di un'analisi multidisciplinare, che include approcci biologici, psicologici, sociologici, neuroscientifici e, naturalmente, economici* ” ”

conseguire potere, rispetto, autostima, status e prestigio. Questa prospettiva si concentra sul significato e sull'importanza che vengono attribuiti ai soldi nell'ambito della vita quotidiana e del tessuto sociale. Infine, la dimensione comportamentale, che riguarda pratiche e abitudini legate all'uso del denaro, inclusi la gestione finanziaria, il controllo, la pianificazione e le attività quotidiane di guadagno, spesa e risparmio, e analizza il modo in cui le nostre interazioni con la ricchezza sono plasmate e condizionate dal contesto culturale, dalle conoscenze acquisite e dall'educazione finanziaria ricevuta. Studia, inoltre, come le credenze personali e le emozioni influenzino significativamente l'approccio e l'amministrazione delle risorse finanziarie ed evidenzia la complessa ampiezza delle variabili

* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

** Consulente finanziario iscritto all'Albo.

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



FABRIZIO PIROLI
esperto di formazione bancaria
e assicurativa



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario

che condizionano le nostre reazioni emotive, le riflessioni cognitive e le pratiche quotidiane connesse alla sua gestione.

UNO STRUMENTO O UNA DROGA?

Due professori di psicologia britannici, **Stephen Lea** e **Paul Webley**, in una serie di lavori hanno proposto una celebre interpretazione innovativa nel complesso rapporto tra l'essere umano e il denaro: la cosiddetta "Tool and Drug Theory", che cerca di spiegare come e perché esso abbia un così forte impatto sul comportamento dell'individuo. Questa teoria suggerisce che il denaro possa essere inteso, sia come uno strumento (tool), sia come una droga (drug); ciascuno con implicazioni diverse per il comportamento e la psicologia umana. Nella prospettiva tool è visto, principalmente, come uno strumento o un mezzo per raggiungere un fine: facilita gli scambi, permette l'acquisto di beni e servizi e può essere utilizzato per raggiungere obiettivi come sicurezza, comfort e anche potere. In questa ottica, è uno strumento razionale e utile che aiuta a soddisfare bisogni e desideri. La prospettiva drug, invece, lo considera non

solo come un mezzo utile, ma anche come qualcosa che può avere effetti simili a quelli di una sostanza psicoattiva. Quindi può creare dipendenza, influenzando il comportamento umano in modi che vanno oltre la sua utilità pratica e può stimolare il sistema di ricompensa del cervello portando a comportamenti compulsivi, ossessivi o irrazionali (ce ne siamo occupati mesi addietro parlando, sia di trading, sia di gioco patologico). In questo senso, il denaro può essere ricercato per il piacere o l'eccitazione che fornisce, piuttosto che per il suo valore intrinseco o funzionale. La "Tool and Drug Theory" tenta di integrare questi due aspetti per fornire una comprensione più completa del ruolo che il denaro ricopre nella vita umana ed è particolarmente utile per comprendere non solo come le persone lo utilizzano, ma anche come esso può influenzare il comportamento e il benessere psicologico.

DUE PATOLOGIE PARTICOLARI

Molte anomalie psicologiche non riguardano soltanto il modo in cui spendiamo o accumuliamo ricchezze (la prodigalità o l'avarizia di cui parla l'Alighieri), ma anche come ne percepiamo il valore e il ruolo che attribuiamo loro nella nostra vita. Questi comportamenti spesso nascono dalla ricerca di gratificazione immediata o da un desiderio ossessivo di sicurezza, ignorando le reali necessità finanziarie o gli obiettivi a lungo termine e hanno impatti significativi sulla stabilità finanziaria individuale. Analizziamo qui due atteggiamenti estremi nei confronti del denaro, fortunatamente, stando ai dati clinici, per ora piuttosto rari.

Il primo è la chremetofobia, (dal greco 'chrimata', che significa denaro), che indica la paura eccessiva e persistente nei confronti dei soldi, non solo di maneggiarli, ma addirittura di spenderli, accumularli o soltanto di poterli possedere o perdere. In diverse forme, influenzata da pregresse esperienze negative, può causare impatti negativi significativi, tra cui il deterioramento della qualità della vita e, di conseguenza, seri problemi di salute. Questa situazione può anche innescare un costante stato di ansia al momento di dover effettuare pagamenti e, nei casi più estremi, può evolvere in una patologia gravemente limitante. Ciò a causa dei persistenti pensieri negativi che possono portare l'individuo a isolarsi per evitare di spendere denaro. Il secondo è l'iperopia, conosciuta anche come "sindrome del risparmio eccessivo", un fenomeno che ha guadagnato rilevanza in tempi recenti, in particolare in seguito alla pandemia di Covid-19. Il nome richiama l'ipermetropia visiva, nel senso che coloro che ne sono affetti sono



focalizzati esclusivamente sul lungo termine e trascurano l'oggi per il timore di non avere risorse finanziarie adeguate nel futuro. Questa ossessione per il risparmio può sfociare in depressione e insoddisfazione, poiché il presente diventa un periodo di sacrifici continui in previsione di potenziali difficoltà per la vecchiaia o, più in generale, per l'avvenire. Sebbene il risparmio sia generalmente considerato una pratica prudente, dunque, nell'iperopia questa abitudine viene portata all'estremo, comprimendo eccessivamente la qualità di vita attuale per proteggersi da un'incertezza eventuale e che potrebbe addirittura non manifestarsi mai.

IL RUOLO DELL'EDUCAZIONE

Al di là dei percorsi terapeutici specifici da seguire necessariamente per curare due patologie come quelle citate, è indubitabile che fin dalla giovane età diviene fondamentale, per prevenire distorsioni psicologiche legate al denaro, equipaggiare gli individui con le competenze necessarie per una gestione oculata delle risorse, promuovendo un rapporto equilibrato e razionale con le proprie finanze. È pertanto opportuno insegnare a bilanciare saggiamente spesa, risparmio e investimento, contribuendo così a prevenire comportamenti impulsivi e a comprendere l'impatto a lungo termine delle decisioni finanziarie. L'educazione finanziaria non solo riduce il rischio che sorgano le disfunzioni descritte, ma promuove anche un approccio consapevole e sereno al proprio patrimonio, migliorando la stabilità economica e il benessere psicologico e consentendo una vita più soddisfacente nel presente e un futuro più sicuro. Evitando così di finire in un infernale gironne dantesco, reale o metaforico che sia.

Forte ripresa in vista

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

• Il mercato dei semiconduttori ha mostrato stabilità nel 2022 con un valore di circa 600 miliardi di dollari, ma ha subito un calo nel 2023 con una contrazione dell'11,2%. Per il 2024, si prevede un significativo recupero, con una crescita stimata tra il 18,5% e il 19%.

• La ripresa è attribuita a diverse ragioni: l'aumento della domanda di server basati sull'intelligenza artificiale (Ai) e schede acceleratrici per data centre, lo sviluppo di tecnologie come l'AI generativa e modelli linguistici di grandi dimensioni. Si attende anche un rialzo dei prezzi e dei fatturati nel mercato Nand e Dram.

• Il mercato è influenzato da fattori geopolitici, come le tensioni Usa-Cina e la carenza globale di semiconduttori causata dalla pandemia di Covid-19. Iniziative come

L'European chips act mirano a mitigare questi impatti.

Il mercato dei semiconduttori è in costante evoluzione ed è caratterizzato da una spiccata dinamicità. Nel 2022, si è attestato intorno a 600 miliardi di dollari, mantenendosi stabile rispetto al 2021. Tuttavia, il 2023 ha segnato un periodo di declino, con una contrazione dell'11,2%. Guardando al futuro, ci sono previsioni di un significativo recupero nel 2024, con una crescita stimata tra il 18,5% e il 19%.

La ripresa prevista nel 2024 è attribuita a diversi fattori, tra i quali l'aumento della domanda di server basati su Ai e schede acceleratrici per data centre. Ci si attende che le tecnologie di Ai generativa (GenAi) e i modelli linguistici di grandi dimensioni stimoleranno questa domanda. Il settore dei semiconduttori sta anche affrontando sfide sulla gestione delle scorte e sui prezzi, in particolare nei mercati Nand e Dram, con previsioni di una ripresa dei costi per il consumatore e dei fatturati nel 2024.

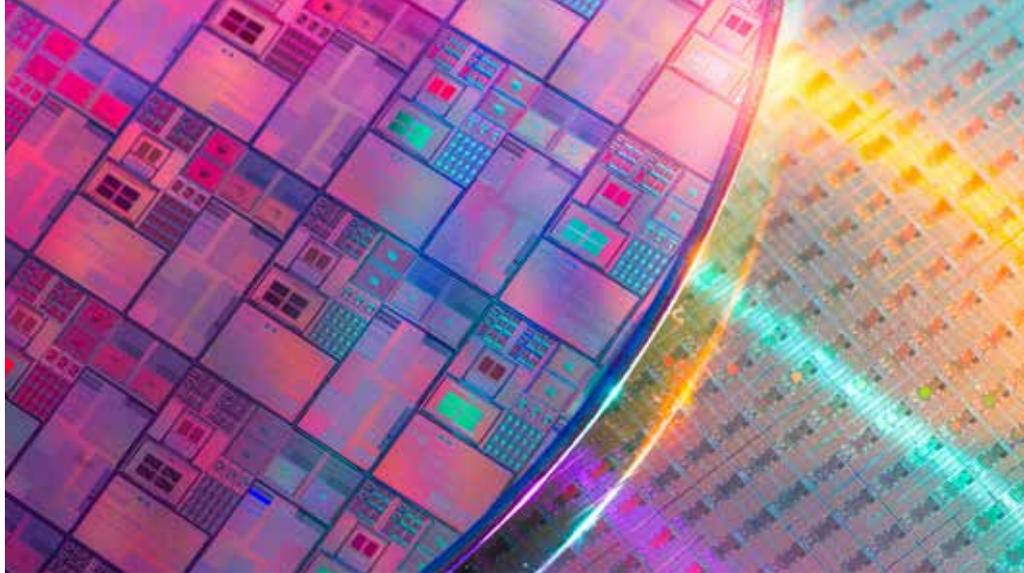
Il mercato è segmentato settorialmente in diverse aree, come la fabbricazione di semi-

conduttori, che include prodotti chimici di processo, fotomaschere, gas elettronici e altri materiali. Il segmento del packaging comprende substrati, lead frame e diversi materiali per l'incapsulamento.

Per quanto riguarda le aree di applicazione, le principali includono l'elettronica di consumo, le telecomunicazioni, l'automotive e l'energia. A livello geografico, l'Asia-Pacifico è considerata la regione con la crescita più rapida.

Dal punto di vista geopolitico, il mercato è influenzato da vari fattori, come la carenza globale di semiconduttori causata da eventi quali la pandemia di Covid-19. Questo aspetto ha condotto a iniziative come l'European chips act, mirate ad aumentare la produzione di semiconduttori nel Vecchio continente. Inoltre, le tensioni tra Stati Uniti e Cina hanno portato a restrizioni sulle esportazioni di semiconduttori e strumenti per la produzione di chip nella Repubblica Popolare, influenzando ulteriormente il mercato globale.

Le tecnologie nel campo dei semiconduttori e le questioni geopolitiche sono strettamente correlate, influenzandosi reciprocamente in un contesto globale complesso. Ad esempio, la ricerca su nuovi materiali semiconduttori, come il Boron Arsenide, il Silicon Carbide (SiC) e il Gallium Nitride (GaN),



promette di rivoluzionare il settore offrendo prestazioni migliorate rispetto al tradizionale silicio. Queste innovazioni tecnologiche hanno il potenziale per ristrutturare l'equilibrio geopolitico nel campo della produzione e dell'approvvigionamento di semiconduttori. Nazioni e regioni che detengono il monopolio nella produzione di silicio, come gli Stati Uniti, la Cina e l'Asia Pacifica, potrebbero vedersi sfidate dalla comparsa di nuovi materiali e dai paesi che sviluppano queste tecnologie alternative.

Inoltre, la crescente domanda di semiconduttori ad alte prestazioni per applicazioni

avanzate, come l'intelligenza artificiale e l'elettronica di potenza, in particolare nel settore automobilistico e nelle energie rinnovabili, sta creando nuove dinamiche di potere. Questo scenario apre la strada a potenziali conflitti e ad alleanze strategiche, poiché le nazioni si contendono l'accesso a queste risorse tecnologiche essenziali.

ANALISI SWOT

Punti di forza

1. Crescita del settore: le previsioni di una robusta ripresa nel 2024, specialmente nei

ANDAMENTO TEMPORALE DEL MERCATO DEI SEMICONDUTTORI

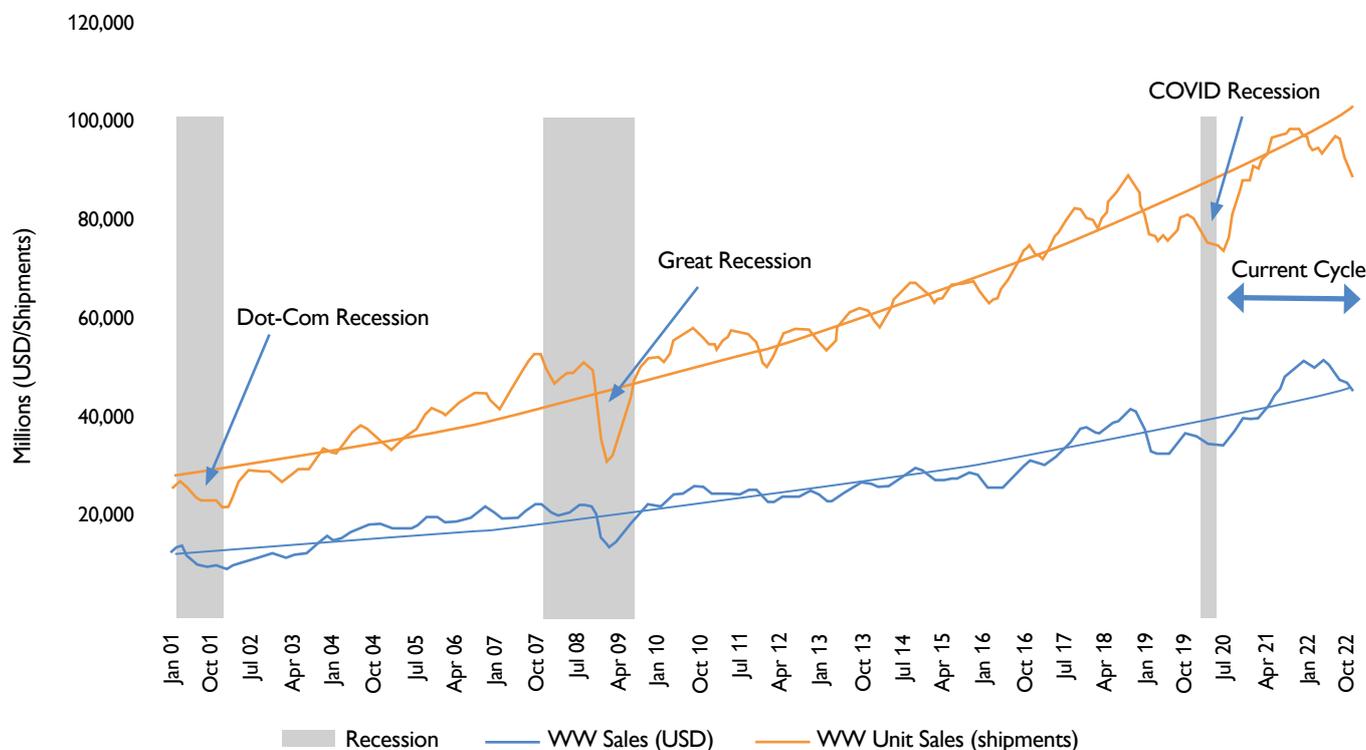


Immagine: Semiconductor Industry Association

Semiconductor manufacturing equipment → Semiconductors → Finished products (for smartphones)

-  Geopolitical risk: Exposure to geopolitical risk due to the involvement of China/Taiwan in the supply chain
 -  Inventory risk: Risk of excess inventory attributable to demand forecasting errors (Finished semiconductors and finished end products)
-  Semiconductor intellectual property (IP)
 -  Semiconductor products
 -  Semiconductor manufacturing equipment

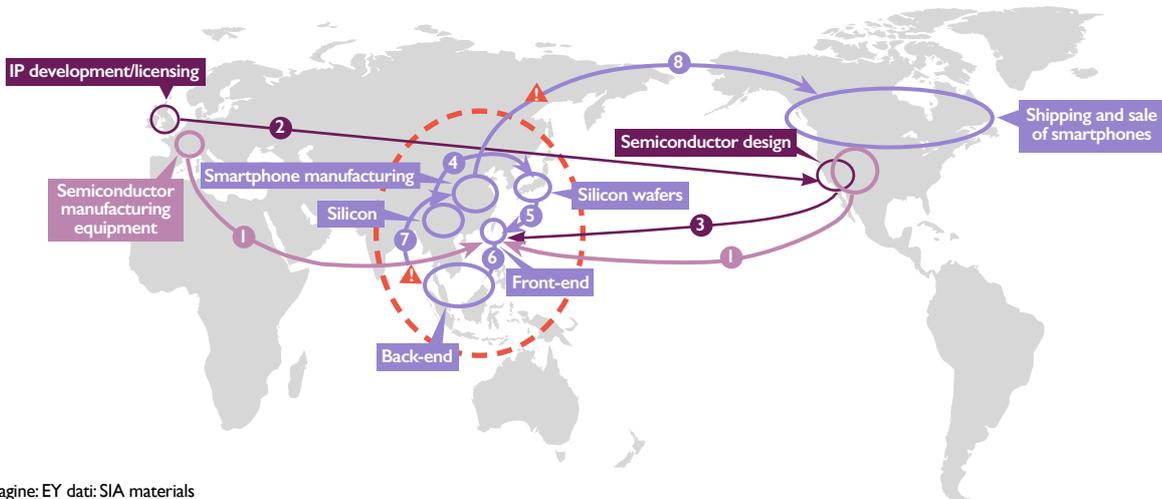


immagine: EY dati: SIA materials

settori Nand e Dram, indicano la presenza di un mercato resiliente.

2. Diversificazione dell'applicazione: c'è un ampio utilizzo in diversi settori come l'elettronica di consumo, l'automotive, le telecomunicazioni e l'energia.

3. Innovazioni tecnologiche: gli sviluppi continui in Ai, GenAi e i modelli linguistici di grandi dimensioni alimentano la domanda di semiconduttori avanzati.

Punti di debolezza

1. Sensibilità alla fluttuazione del mercato: il forte impatto di eventi globali, come la pandemia, ha provocato instabilità e carenze negli approvvigionamenti.

2. Complessità della supply chain: la dipendenza da una filiera globale articolata e interdipendente rende il settore vulnerabile a interruzioni.

3. Sfide nella gestione delle scorte: l'eccesso di offerta e le variazioni nei prezzi possono portare a sfide nella gestione delle scorte e nella previsione della domanda.

Opportunità

1. Espansione nei mercati emergenti: la crescita prevista in regioni come l'Asia-Pacifico offre nuove opportunità di mercato.

2. Applicazioni in nuovi settori: sono possibili espansioni in segmenti come l'automazione, l'energia rinnovabile e la mobilità elettrica.

3. Iniziative governative: può avere un ruolo il sostegno attraverso iniziative come l'European chips act per aumentare la produzione e l'autonomia nel settore.

Minacce

1. Tensioni geopolitiche: i conflitti, come le tensioni Usa-Cina, influenzano il commercio e le esportazioni di semiconduttori creando incertezza.

2. Rapidi cambiamenti tecnologici: l'evoluzione tecnologica richiede continui aggiornamenti e investimenti in ricerca e sviluppo che possono risultare particolarmente onerosi per le aziende.

3. Forte concorrenza: la presenza di molti attori importanti nel mercato aumenta la competizione e premia solamente le aziende più innovative e flessibili.

SCENARI DI SVILUPPO

1. Scenario di crescita robusta (alta probabilità)

Questo scenario prevede una ripresa significativa nel mercato dei semiconduttori nel 2024, guidata dall'aumento della domanda in settori chiave come l'intelligenza artificiale, l'auto elettrica e l'elettronica di consumo.

- **Fattori chiave:** l'espansione della tecnologia 5G, l'adozione crescente di Ai e IoT, e l'accelerazione della digitalizzazione in vari settori.
- **Risultato previsto:** un aumento sostanziale del fatturato globale dei semiconduttori, con la regione Asia-Pacifico che emerge come il mercato leader.

ziale del fatturato globale dei semiconduttori, con la regione Asia-Pacifico che emerge come il mercato leader.

2. Scenario di stagnazione moderata (media probabilità)

In questo scenario, il mercato dei semiconduttori sperimenta una crescita più lenta del previsto, a causa di persistenti sfide nella catena di fornitura, instabilità geopolitica e incertezze economiche.

- **Fattori chiave:** tensioni commerciali continue, ad esempio tra Usa e Cina, e la lenta ripresa dalle interruzioni causate dalla pandemia.
- **Risultato previsto:** una crescita modesta e incerta, con possibili periodi di sovrapproduzione o carenza di scorte che influenzano la stabilità del mercato.

3. Scenario di declino o recessione (bassa probabilità)

Questo scenario descrive un peggioramento delle condizioni economiche globali o di un calo significativo nella domanda di semiconduttori.

- **Fattori chiave:** un rallentamento globale nelle principali economie, importanti interruzioni nella supply chain e un'inversione nella tendenza alla digitalizzazione e all'innovazione tecnologica.
- **Risultato previsto:** una marcata riduzione nei volumi di vendita e nei profitti in grado di forzare le aziende a riconsiderare gli investimenti e le strategie di produzione.

VOCI DAI MERCATI

LUX IM ESG FLEXIBLE GLOBAL EQUITY

Flessibile, attivo ed Esg

di Emanuela Zini

In contesti delicati come quello attuale, la gestione attiva e la flessibilità possono essere due modi per tenere sotto controllo la volatilità del mercato. Ne è convinto **Mario Beccaria**, consigliere di amministrazione di **Bg Fund Management**, che in questa fase suggerisce di investire in strumenti che permettano, di fronte a fattori di rischio, di chiudere l'esposizione al mercato per poi riaprirlo, con strumenti opportuni, quando i listini tornano a performare. Questa strategia, sempre secondo Beccaria, è particolarmente utile in contesti di mercato caratterizzati da tensioni geopolitiche, come la guerra nella striscia di Gaza e gli attacchi navali nel Mar Rosso, e in frangenti di discontinuità delle politiche monetarie forieri, appunto, di volatilità e incertezza.

MASSE PIÙ CHE RADDOPPIATE

È sulla base di queste considerazioni che è stato creato Lux Im Esg Flexible Global Equity, «un fondo flessibile che promuove caratteristiche ambientali e sociali ed è attento che gli emittenti degli investimenti target rispettino buone prassi di governance. A ottobre 2022 il fondo contava 700 milioni di masse in gestione e oggi siamo saliti a 1,5 miliardi, poco più del doppio», spiega Beccaria.

Lo strumento gestisce attivamente l'esposizione azionaria utilizzando basket di titoli, future ed Etf per aumentare o diminuire l'esposizione. La caratteristica principale è la reattività nei momenti di particolare difficoltà dei mercati. Il fondo non si concentra su particolari titoli azionari: «Compriamo Etf o costruiamo

dei basket che replicano gli indici», commenta il manager. Inoltre, la liquidità in portafoglio viene impiegata sulla parte breve della curva dei tassi con scadenza entro un anno.

CAMBI DI ASSET ALLOCATION

«Il fondo si caratterizza per cambi di asset allocation decisi, visibili e importanti propri di un fondo flessibile che può andare da zero a 100 d'investito azionario. Qualche esempio? Nel periodo pre-Covid l'esposizione azionaria è stata portata a 0 dal 70%. Allo stesso modo, nel corso della guerra in Ucraina, dal 40-45% siamo passati al 15%. Il medesimo approccio è stato utilizzato durante la crisi delle banche americane: abbiamo ridotto al minimo il rischio e poi siamo risaliti. La capacità di difendere il portafoglio durante la discesa dei mercati ha permesso di ripristinare in maniera dinamica l'esposizione azionaria in prossimità dei



MARIO BECCARIA
consigliere di amministrazione
Bg Fund Management

minimi. Post-Covid il fondo aveva perso solamente il 5%, a fronte di un mercato azionario che aveva lasciato sul terreno il 35%, e ha impiegato per tornare ai livelli di prima della pandemia solo 69 giorni rispetto ai 400 impiegati dal mercato azionario nel suo complesso», chiosa Beccaria.

TRE CARATTERISTICHE

«Le caratteristiche principali e i punti di forza sono la gestione attiva, la capacità di anticipare i movimenti del mercato e il controllo della volatilità», puntualizza ancora il manager.

In aggiunta a queste caratteristiche, il fondo gode della patente Esg. «La banca è molto sensibile a queste tematiche nei cui confronti, tra l'altro, abbiamo target molto ambiziosi e ci sembrava una bella opportunità offrire questo fondo a chi condivide con noi la stessa attenzione», conclude Beccaria.



Sdoganato l'Etf spot su bitcoin

di Paolo Sobrini, senior counsel di Zitiello Associati



Con una decisione storica, il 10 gennaio scorso la Sec (Securities and Exchange Commission), ossia l'ente federale che vigila sui mercati statunitensi, ha annunciato l'approvazione di 11 Etf spot su bitcoin.

La novità, quanto meno per il panorama americano, risiede nel fatto che, per la prima volta, sono stati ammessi a quotazione gli Etf che seguono direttamente il prezzo "spot" del bitcoin, con un'esposizione quindi diretta e, soprattutto, fisica sulle criptovalute. Quest'ultime, in altre parole, costituiscono il sottostante delle azioni emesse dai rispettivi trust e sono detenute presso un depositario terzo (nella maggior parte delle istanze si tratta di Coinbase), il quale detiene le chiavi degli asset crittografici, eliminando così un gravoso e delicato onere per gli investitori, alla luce delle irreversibili conseguenze connesse al loro furto o smarrimento. Prima di questa decisione, difatti, erano stati ammessi solo Etf non spot, ossia replicanti sintetici che hanno come sottostante i contratti future sui bitcoin.

Il via libera ufficiale è stato preceduto da una lunga ed estenuante battaglia combattuta dall'industria crypto fuori e dentro alle aule di giustizia. Se si volesse riavvolgere il nastro degli eventi, infatti, si potrebbe risalire al 2013, allorché la Sec ha respinto la richiesta presentata dai gemelli Winklevoss (noti al grande pubblico più per la querelle col fondatore di Facebook) di quotare un Etf su bitcoin, che all'epoca veniva scambiato a circa 90 dollari.

Da lì in avanti, la Sec ha sempre respinto tutte le proposte (più di 20) di quotazione di Etf su bitcoin, compresa, da ultimo, quella del gestore Greyscale Investment Llc che, però, ha impugnato il diniego.

VERDETTO PERENTORIO

Il verdetto del 29 agosto scorso della Corte d'appello del distretto di Columbia è stato perentorio: secondo i giudici, la decisione della Sec, che all'esito è stata annullata, è arbitraria, "capricious" e discriminatoria, perché il regolatore americano non è stato in grado di giustificare il diverso trattamento riservato in precedenza a strumenti finanziari simili. In particolare, a essere ritenuto irragionevole è il fatto che gli

“ Per la prima volta, sono stati ammessi a quotazione gli Etf che seguono direttamente il prezzo "spot" del bitcoin, con un'esposizione quindi diretta e, soprattutto, fisica sulle criptovalute

stessi requisiti che la Sec ha ritenuto insussistenti nella proposta di quotazione avanzata da Greyscale (ossia l'assenza di presidi volti a prevenire atti fraudolenti, nonché il superamento del test del mercato significativo) erano stati, invece, ravvisati con riguardo a due Etp su future su bitcoin (Teucrium e Valkyrie) ammessi alla quotazione l'anno prima. Senonché, al di là dell'elevata correlazione dei prezzi tra il mercato a pronti del bitcoin e quello dei future su bitcoin, tale per cui un eventuale frode nel mercato spot avrebbe avuto inevitabili ripercussioni anche sul secondo, la Corte ha evidenziato che entrambe le categorie di prodotti hanno in essere i medesimi accordi di sorveglianza con il Cme (Chicago mercantile exchange), i quali dovrebbero avere la medesima probabilità di rilevare eventuali comportamenti fraudolenti e manipolatori.

PROPOSTE CONFORMI AGLI STANDARD

Nel frattempo, nel giugno dello scorso anno, anche il colosso BlackRock si è aggiunto alla lista degli emittenti che hanno richiesto l'autorizzazione per un Etf su crypto e, con la decisione dell'ottobre successivo di Sec di non appellare la sentenza Greyscale, i più attenti hanno intuito che, ormai, il dado era tratto. Si arriva, quindi, al provvedimento autorizzativo del 10 gennaio scorso, il quale ha recepito i rilievi mossi in precedenza dall'autorità giudiziaria, ritenendo, all'esito dell'ampia istruttoria, le proposte conformi agli standard della normativa applicabile, ossia l'Exchange Act.

Vengono poi fissate alcune cautele a favore degli investitori, tra le



quali l'obbligo per gli sponsor di fornire un'informativa completa, corretta e veritiera sui prodotti, nonché l'applicazione delle regole e standard di condotta già esistenti.

Restano naturalmente i rischi connessi al mondo cripto, che la Sec, nel proprio statement, non ha esitato a ricordare, invitando gli investitori alla massima cautela proprio alla luce della "miriade" di rischi associati alle valute digitali, le quali, precisa ancora il regolatore, sono, a differenza dei metalli, asset speculativi e volatili, che possono essere utilizzati anche per attività

illecite. Se vi saranno ripercussioni sul Vecchio continente è difficile da dire, anche perché, sul mercato europeo, si contano già più di cento Etp su cripto-valute. Si tratta, appunto, di exchange traded products (Etc in particolare, quindi su commodity e non fund) perché, alla luce degli stringenti limiti (di concentrazione e di liquidità in primis) posti dalla normativa di riferimento, allo stato, l'Etf Ucits, ossia armonizzato, non può costituire la struttura di riferimento per questo genere di sottostante.

Allianz Thematica

Identificare i motori della crescita del futuro

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



Intelligent
Machines



Pet
Economy



Infrastructure



Digital
Life



Health
Tech



Next Generation
Energy



Clean
Water & Land

Morningstar Rating™



Classificazione SFDR*:

Articolo 8

Partecipa attivamente ai megatrend di crescita futuri con un'unica soluzione di investimento.
Sempre un passo avanti con Allianz Thematica.

Morningstar Fund Rating al 31 dicembre 2023 relativi al fondo Allianz Thematica classe AT (USD), AT (EUR) e A (EUR), classi autorizzate alla commercializzazione in Italia. Una graduatoria, un rating o un premio ottenuti non sono indicativi dell'andamento dei rendimenti futuri e sono soggetti a variazioni nel tempo.

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

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. Allianz Thematica è un comparto di Allianz Global Investors Fund SICAV, società d'investimento a capitale variabile di tipo aperto costituita ai sensi del diritto lussemburghese. Il valore delle classi di azioni del Comparto è soggetto ad una volatilità elevata. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le classi del comparto disponibili per la commercializzazione in Italia sono AT (USD) (LU1917777945); AT (EUR) (LU1981791327); A (EUR) (LU1479563717); CT (EUR) (LU2547933452). Le spese correnti annue stimate per le suddette classi del comparto sono 1,95% per le classi A (EUR), AT (EUR) e AT (USD) e 2,70% per la classe CT (EUR). Il prospetto, i documenti istitutivi, gli ultimi rendiconti contabili e il documento delle Informazioni chiave per gli investitori in Italiano, nonché le commissioni ed i prezzi giornalieri delle azioni di ciascuna classe di ogni comparto sono disponibili gratuitamente sul sito www.allianzgifondi.it. La società di gestione può decidere di porre fine alle disposizioni adottate per la commercializzazione dei suoi organismi di investimento collettivo in conformità alla regolamentazione applicabile in materia di denotifica. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.it, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in italiano all'indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. Febbraio 2024, AdMaster 2689262.

Scopri di più



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

CONSULENTI & RETI



«L'AI è uno strumento e come tutti gli strumenti, se utilizzato nel modo corretto, può assolutamente renderci più liberi. Libera tempo, perché ci rende più efficienti ed efficaci. Libera la creatività: non è ChatGpt a scrivere al posto nostro, siamo noi che gli diciamo che cosa scrivere e come scrivere e lui (o lei, come preferite) ci supporta, come farebbe un assistente estremamente efficiente, che però dipende da noi per potere lavorare.

Se non interrogato con i nostri prompt, ChatGpt tace. Da solo non fa nulla»

ENRICO MARIA CERVELLATI
professore universitario
ceo e fondatore
Emc³ Solution

ENRICO MARIA CERVELLATI
professore universitario
ceo e fondatore
Emc³ Solution

CONSULENTI &
RETI

«Tanta Ai nel futuro dei consulenti»

a cura di **Boris Secciani**

All'ultima edizione del Meeting di Epa Italia, dedicato all'"Alternative intelligence", è stato uno degli interventi che hanno destato maggiore interesse nella platea di consulenti finanziari. **Enrico Maria Cervellati**, professore associato di finanza aziendale presso la Link Campus University di Roma, professore aggregato presso l'Università La Sapienza di Roma, e ceo e fondatore di **Emc³ Solution** (il nome della società viene dall'equazione di Einstein $E=mc^2$, potenziata al cubo, ma rappresenta, non per caso, anche le iniziali del leader della società), ha raccontato come sarà il consulente del futuro. La tecnologia e l'intelligenza artificiale (Ai) cambieranno profondamente il ruolo e il modo di operare dei professionisti. Finora si era parlato di rivoluzione tecnologica soprattutto nella gestione, ma una disruption di notevole importanza toccherà anche agli advisor, cioè quelle persone che sono a contatto con il cliente finale e che hanno il compito di guidare gli investitori in un mondo difficile da interpretare nel quale il consulente finanziario dovrà avere a breve un ruolo sempre più importante e complesso. Non sarà sufficiente solo l'empatia, come molti ritengono, ma occorrerà avere una preparazione multidisciplinare che richiederà impegno e attenzione.

«Emc³ Solution nasce come società il cui scopo è soddisfare le esigenze di consulenza e formazione in ambito finanziario e in particolar modo per quanto riguarda il settore del private banking», afferma Cervellati. «L'obiettivo è, attraverso la valorizzazione dei nostri docenti, diffondere una maggiore cultura finanziaria in chi opera in questo ambito. Da una parte, puntiamo in maniera decisa su un core di competenze che potremmo definire come hard skill e, tra esse, possiamo, ad esempio, citare lo studio delle caratteristiche matematiche e statistiche dei derivati o l'approfondimento di varie tecniche di risk management. Ma molti dei nostri insegnanti si focalizzano sulle cosiddette soft skill. È infatti fondamentale per un consulente finanziario conoscere e gestire al meglio l'emozionalità propria e dei clienti per potere così ottenere una relazione più soddisfacente con essi. Da tale esigenza nasce la nostra collaborazione con uno psicoterapeuta professionista».



Quali sono le caratteristiche più importanti del vostro approccio?

«Il nostro approccio viene da lontano e trae origine dalle tecniche utilizzate nella finanza comportamentale. In particolare, abbiamo identificato quattro tipologie di investitori che abbiamo definito guardiani, idealisti, razionali e intraprendenti. I suddetti profili possono venire applicati, sia ai clienti, sia ai banker stessi. Nel primo insieme troviamo persone caratterizzate da una forte prudenza e da una consistente allocazione in liqui-

dità e titoli di stato. Il secondo cluster, invece, comprende coloro che investono seguendo i propri valori. Essi non si limitano solamente e tipicamente all'acquisto di fondi Esg, ma mostrano spesso anche una marcata predisposizione a comprare fondi tematici che puntano su ambiti che soddisfano le loro necessità ideali. L'investitore razionale è tipicamente colui che sceglie in base all'uso di strumenti analitici quanto più sofisticati possibile. Infine, nel segmento caratterizzato dall'etichetta di intraprendente rientra un ulteriore profilo: in quest'ul-

timo caso troviamo, infatti, investitori che potremmo definire sensibili allo story-telling. Molto spesso essi vogliono rischiare i propri capitali in aziende innovative e nuovi trend in forte crescita: basti pensare, ad esempio, al settore dell'intelligenza artificiale. Ciò viene fatto, però, principalmente a causa dell'interesse per le prospettive future più che in base a complesse analisi numeriche».

Come avete realizzato questa classificazione? C'è dietro un lavoro specifico e approfondito?

«Emc³ Solution collabora da un decennio con l'industria del private banking e ciò ci ha consentito di accedere a un grande numero di casi reali il cui studio abbiamo incorporato nei nostri corsi di formazione. Negli ultimi anni l'uso dei big data e dell'intelligenza artificiale ci ha portati a raffinare ulteriormente le nostre metodologie».

Come è possibile inserire l'uso dell'AI nel vostro dialogo con l'industria del private banking?

«I consulenti che operano in questo settore rappresentano la nostra fonte di dati. Nel concreto, collaboriamo con diversi professionisti dell'industria che hanno il compito di etichettare i propri clienti in base ai profili descritti in precedenza. Questo lavoro si interseca con i dati che ricaviamo dallo storico degli investimenti effettuati dagli investitori stessi. Ad esempio, risultati molto interessanti li abbiamo ottenuti osservando le differenze nella reazione dei membri dei quattro insiemi agli eventi della pandemia».

È possibile integrare dati di natura finanziaria con i cosiddetti dataset alternativi per raffinare ulteriormente la profilazione di chi investe?

«Sì e l'accademia si sta già muovendo in questa direzione. Sicuramente, unire lo storico delle decisioni di investimento con, ad esempio, l'approfondimento dei contenuti social postati dagli investitori porta a un ulteriore arricchimento dell'analisi».

Che cosa cambia nel vostro sistema rispetto, ad esempio, alle varie forme di autovalutazione delle preferenze di investimento e della propensione al rischio comuni per la clientela del private banking?

«L'autocertificazione è spesso non particolarmente accurata, perché soffre di bias nella percezione che ciascuno ha di sé. La nostra formazione è uno strumento che, appunto, permette al private banker di mostrare ai propri clienti quali sono le loro reali preferenze in termini di rischio/rendimento al di là dell'auto-percezione. Si tratta di un approccio che

è maggiormente comune all'estero, ma che è comunque destinato a crescere enormemente nei prossimi anni in tutto il mondo, Italia inclusa, dove però vige ancora un approccio piuttosto artigianale. Infatti, nel nostro Paese mancano sovente gli strumenti di comprensione delle reali esigenze degli investitori e le soft skill per farle emergere».

Ci sono esperienze estere interessanti alle quali fate riferimento?

«Sì, anche se non moltissime per la verità. Ci sono società, soprattutto statunitensi, che da anni lavorano proponendo strumenti basati sulla classificazione per personalità, anche se più complessa rispetto a quella da noi utilizzata, per supportare i consulenti finanziari. Gli strumenti tipicamente proposti comprendono test di autovalutazione della personalità in ambito finanziario, analisi del rischio, valutazioni della reazione dei clienti agli eventi di mercato, analisi dei bias comportamentali e suggerimenti per correggerli. Ovviamente, le esperienze straniere danno spunti, ma spesso non possono essere applicate così come sono al contesto italiano, ai consulenti e ai clienti italiani, ma vanno adattate. Questo è il lavoro che svolgiamo da oltre 10 anni, avendo testato il nostro approccio di finanza comportamentale applicata e personalizzata sulla base di analisi di migliaia di incontri reali tra consulenti e clienti. Questo lavoro ci ha permesso di affinare il nostro metodo e adattarlo alla realtà italiana».

Le vostre skill sono utilizzabili solo dal private o anche per una consulenza più basilica? Non c'è il pericolo che questo tipo di advisory sia riservato solo a una fetta molto limitata della clientela?

«Abbiamo applicato il nostro metodo e le nostre skill lavorando a tutti i livelli della consulenza, dai bancari, sia a livello retail (mass market), sia affluent e private, ma anche ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede. Le dinamiche cambiano, ma il metodo si è dimostrato efficace in tutti i contesti, basta adattarlo».

La vostra offerta è rivolta anche

ai consulenti evoluti indipendenti? Avete già alcuni clienti in questo campo?

«Non abbiamo ancora lavorato con i consulenti autonomi, ma siamo ovviamente aperti alla collaborazione e certamente il nostro metodo funzionerà anche con loro, perché si basa sul migliorare l'approccio comunicativo e relazionale, dunque la relazione tra consulente e cliente, a prescindere dall'inquadramento in termini di ruolo del primo e del livello (in termini patrimoniali, ma anche di conoscenze finanziarie) del secondo».

Quanta formazione sarà necessaria perché i consulenti utilizzino l'AI?

Bella domanda. Ci sono due possibili risposte, entrambe generiche, ma diverse. La prima è "quanto basta", nel senso che pensiamo che sia ormai imprescindibile, ma che al tempo stesso spinga a partire con una formazione di base sull'AI, seguita da un'ulteriore formazione laddove venga richiesta. La seconda risposta è "tantissima, il più possibile", perché nella nostra esperienza, superato l'iniziale scetticismo di alcuni (sempre di meno!), una volta che i consulenti capiscono che cosa e quanto l'intelligenza artificiale può fare per loro, sono loro stessi a chiederci maggiori approfondimenti. È però importante che, dopo le basi, siano loro a comprendere il valore dello strumento, di quanto necessitano e, in questo modo, prendano l'iniziativa di richiederla. Ovviamente, poi, le mandanti più illuminate, che hanno capito la potenza dell'AI, hanno già iniziato a chiederci molti corsi per usarla con varie finalità: da quelli introduttivi, all'utilizzo di ChatGpt o altri chatbot per migliorare lo storytelling personalizzato coi clienti. Tutto ciò può essere fatto per portare avanti in modo più efficace la gestione delle email con risposte automatiche, per migliorare in generale il time management, istruendo l'AI su come condurre i compiti più di routine e per essere supportati, in termini di efficienza, efficacia e velocità di esecuzione, in quelli più importanti».

Considerando che l'età media della categoria supera ampiamente i 52 anni, non c'è il rischio

che il vostro tipo di formazione sia rivolto solo a una minoranza di giovani? È ipotizzabile che anche consulenti di una certa età, magari ottimi nel rapporto con gli investitori, possano cambiare il loro modo di lavorare?

«Non è solo o tanto un tema di età. Dipende molto, per esempio, dalla personalità del consulente. Ci sono persone in età avanzata che hanno la curiosità di un bambino e, al contrario, altre più giovani estremamente conservatrici e meno aperte alle novità. A volte c'è sì più scetticismo nelle persone in età più avanzata e c'è di certo un tema generazionale nell'utilizzo della tecnologia. Occorre però considerare due aspetti interessanti che spesso ribaltano le aspettative. Il primo è che si tratta di una tecnologia molto semplice da utilizzare. ChatGpt, per esempio, è un chatbot, non si deve programmare, ma semplicemente scrivere, come faremmo su altre chat che utilizziamo tutti i giorni. Al tempo stesso, è molto potente, quindi anche chi non sa nemmeno utilizzare Excel, può farlo fare al chatbot semplicemente scrivendogli cosa fare. Questo è straordinario ed è utilissimo soprattutto per le persone meno avvezze a usare la tecnologia. L'altro aspetto è che spesso i consulenti in età avanzata sono anche i più impegnati e, appena capiscono come l'intelligenza artificiale può aiutarli, sono i primi a volerla imparare».

Il lavoro in gruppo in un quadro di questo genere sarà sempre più indispensabile: è ipotizzabile che all'interno di un team di consulenti lavori un esperto di informatica e più in specifico di intelligenza artificiale?

«Il lavoro in team è molto importante e si sta, per fortuna, diffondendo sempre più tra i consulenti, anche se da ciò che vediamo c'è ancora parecchio lavoro da fare. Non serve però avere in team un informatico, ma certamente è utile avere nel gruppo un collega più desideroso e capace di utilizzare gli strumenti offerti dall'AI e che possa supportare gli altri».

In conclusione, l'utilizzo dell'intelligenza artificiale darà più o



meno libertà ai consulenti?

«L'AI è uno strumento e, come tutti gli strumenti, se utilizzato nel modo corretto, può assolutamente renderci più liberi. Libera tempo, perché ci rende più efficienti ed efficaci. Libera la creatività: non è ChatGpt a scrivere al posto nostro, siamo noi che gli diciamo che cosa scrivere e come scrivere e lui (o lei, come preferite) ci supporta, come farebbe un assistente estremamente efficiente, che però dipende da noi per potere lavorare. Se non interrogato con i nostri prompt, ChatGpt tace. Da solo non fa nulla».

Infine, un'ultima domanda quasi personale per lei: come mai è passato dalla finanza comportamentale all'utilizzo delle tecnologie più avanzate? Sono apparentemente mondi molto diversi, se non addirittura opposti: nel primo caso si lavora con la soggettività, mentre la tecnologia ha una base totalmente scientifica.

«Sono sempre stato affascinato dalla tecnologia. Al tempo stesso, la mia grande passione è il cervello umano, l'intelligenza e gli aspetti psicologici

e comportamentali, soprattutto quelli personalizzati. L'intelligenza artificiale è uno strumento molto potente che, se sappiamo padroneggiare, può aiutarci, semplificarci la vita, farci lavorare meglio e più velocemente, è davvero un prezioso alleato. Permette, inoltre, di personalizzare la comunicazione. È vero che la tecnologia ha una base scientifica, ma può essere utilizzata per aumentare il grado di soggettività. Faccio due esempi: in tutti i nostri corsi stiamo inserendo l'ausilio di ChatGpt. Su quello dedicato alla finanza comportamentale 3.0 applicata e personalizzata, insegniamo come usare il chatbot per personalizzare la comunicazione, sia scritta (possiamo fargli scrivere email personalizzate), sia orale, dando spunti ai consulenti prima di un incontro con il cliente. Il secondo esempio è l'utilizzo di avatar creati dall'intelligenza artificiale per i nostri videocorsi. Noi proponiamo un avatar, ma potremmo anche dare l'opzione al fruitore di sceglierselo, uomo, donna, più o meno giovane, dell'aspetto che più ci piace, eccetera. Pensiamo ad alcuni videocorsi di formazione obbligatoria che potrebbero risultare noiosi: beh, se ce li insegnano Brad Pitt o Angelina Jolie potrebbero risultare più interessanti».

Sei anni per partire, ma c'è chi è più veloce

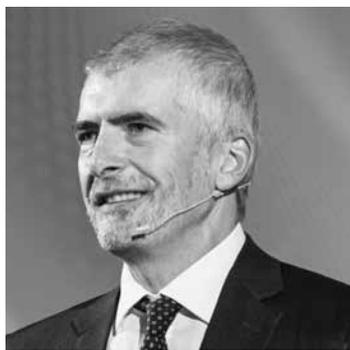
di **Alessandro Secciani**

Chiunque voglia iniziare un'attività da libero professionista, sia che si tratti di un commercialista, di un avvocato od operi in qualsiasi altro settore, deve mettere in conto almeno cinque-sei anni iniziali molto difficili prima di riuscire ad affermarsi. E non sembra, secondo alcuni studi e soprattutto l'esperienza di chi lavora in questo settore da anni, che per i consulenti finanziari sia molto diverso. Come in ogni libera professione, infatti, non soltanto occorre avere un'ottima conoscenza tecnica, ma anche una capacità relazionale che è indispensabile per realizzare un buon portafoglio clienti. In una situazione iniziale di questo tipo, certamente non agevole, sono indubbiamente molti coloro che si scoraggiano prima di arrivare alla meta: fare l'imprenditore di sé stessi è duro.

Questa difficoltà delle nuove generazioni ad affermarsi, però, si scontra con l'assoluta necessità, per le società di distribuzione di prodotti finanziari, di un forte ricambio generazionale, visto che l'età media degli attuali professionisti è

intorno a 52 anni. Di conseguenza, sostenere i primi passi degli aspiranti consulenti è semplicemente fondamentale. Le aziende devono convivere con un apparente paradosso: la professione dell'advisor è sempre più qualificata e socialmente importante, ma non sembra che le nuove leve siano interessate a entrare in questo mondo. Perciò è diventato necessario, per attirare i giovani, fornire elementi concreti (in molti casi si parla anche di veri e propri stipendi nei primi anni) per sostenerli in questa difficile fase della loro carriera.

Così, Fondi&Sicav ha chiesto ad alcuni dei più importanti manager italiani come sostengono i nuovi arrivati nel corso di quei primi cinque-sei anni che sono necessari per avviare la professione. Hanno risposto **Fabio Cubelli**, condirettore generale di **Fideuram-Ispb**, **Stefano Lenti**, responsabile area consulenti finanziari di **Banca Generali**, **Cristina Scelzo**, Hr di **Copernico Sim** e **Nicola Viscanti**, head of advisors di **Banca Widiba**.



FABIO CUBELLI
condirettore generale
Fideuram-Ispb

«Nella nostra esperienza un orizzonte temporale di circa tre anni è idoneo a raggiungere una sostenibilità economica di base, grazie ai supporti formativi ed esperienziali erogati nei percorsi di inserimento, al team e alle riassegnazioni di portafoglio di colleghi che vanno in pensione»»

FABIO CUBELLI

Alcuni studi affermano che, per un consulente giovane che inizia la sua attività, tra iscrizione all'Albo e la costruzione di una clientela, sono necessari almeno sei anni prima di arrivare a operare a pieno ritmo, come peraltro avviene per un commercialista o altri professionisti. Secondo la vostra esperienza è vero? Quali sono gli ostacoli più difficili da superare? Sono molti quelli che si scoraggiano prima?

Fabio Cubelli (Fideuram-Ispb): «I nostri percorsi di inserimento dei giovani (Next Generation) hanno una durata fino a 36 mesi, sia dal punto di vista del pacchetto di sostegno economico, sia per quanto riguarda la fase di formazione intensiva. Nel corso di questo periodo, i giovani sono indirizzati a sviluppare accordi di team con consulenti più senior, accordi che consen-

tono di beneficiare della collaborazione di un Pb esperto con relativo riconoscimento economico e la possibilità di imparare sul campo dai migliori esempi di professionalità. Nella nostra esperienza, un orizzonte temporale di circa tre anni è idoneo a raggiungere una sostenibilità economica di base e, grazie ai supporti formativi ed esperienziali erogati nei percorsi di inserimento, al team e alle riassegnazioni di portafoglio di colleghi che vanno in pensione, i nostri progetti giovani hanno una buona sostenibilità, che si traduce in tassi di abbandono direi fisiologici, nell'intorno del 10-15% nei primi 24 mesi.

Nicola Viscanti (Banca Widiba): «Banca Widiba guarda con molta attenzione ai giovani professionisti della consulenza finanziaria e alle loro aspirazioni, in un contesto sociale che deve fare fronte alla sfida del passaggio generazionale. In termini di tempistiche per i giovani che si avvicinano alla consulenza finanziaria, la rete di Banca Widiba registra medie inferiori rispetto a quanto indicato negli studi che restituiscono un quadro complessivo del settore. Banca Widiba mette infatti a disposizione le strutture e gli strumenti per avviare fin da subito la professione, assestandosi su una media di quattro anni per fare sì che i giovani arrivino a operare a pieno ritmo. A differenza delle altre categorie professionali, che si trovano ad affrontare importati costi iniziali, sicuramente il consulente finanziario che si avvicina alla professione è uno dei lavoratori autonomi più agevolati, perché può contare sulla banca, che lo sostiene nella costruzione del por-



NICOLA VISCANTI
head of advisors
Banca Widiba

«A differenza delle altre categorie professionali, che si trovano ad affrontare importati costi iniziali, sicuramente il consulente finanziario che si avvicina alla professione è uno dei lavoratori autonomi più agevolati, perché può contare sulla banca, che lo sostiene nella costruzione del portafoglio clienti e contribuisce a garantire la stabilità economica»

NICOLA VISCANTI





STEFANO LENTI
responsabile
area consulenti finanziari
Banca Generali

«Personalmente ho sempre capito che in questo settore spesso non emergono semplicemente i più preparati, ma quelli che abbinano anche una caratteristica fondamentale: la determinazione. Solo i più determinanti avranno la capacità non solo di attraversare una prima fase di difficoltà, ma sapranno in futuro affrontare anche le insidie di mercati che pregiudicheranno talvolta il rapporto di gestione emotiva dei clienti»

STEFANO LENTI

tafoglio clienti e contribuisce a garantire la stabilità economica. Nel primo anno, Banca Widiba fornisce un supporto economico per l'avvio della professione (per esempio per i costi della partita Iva) e il secondo anno dà alcuni incentivi sulla raccolta. Per ciò che riguarda la selezione, la rete di Banca Widiba è particolarmente attenta nelle fasi iniziali di inserimento dei giovani che si avvicinano alla consulenza finanziaria. L'obiettivo è proprio dare perfetta cognizione delle opportunità offerte da questa professione, per poi offrire una maggiore possibilità di

completamento: in Banca Widiba, infatti, non solo difficilmente un professionista junior interrompe il suo percorso, ma ha anche la possibilità di crescere rapidamente.

Stefano Lenti (Banca Generali):

«Quando parliamo del nostro settore abbiamo una forte discrasia. Da una parte lamentiamo che l'età media continua ad alzarsi, mentre dall'altra esistono forti barriere all'ingresso che spesso impediscono un vero ricambio generazionale. Non possiamo dire che ci sia un tempo medio per arrivare al pieno ritmo, perché le variabili sono moltissime. Infatti, oltre alla preparazione tecnica, che chiaramente si impara con il tempo, la discriminante principale è la capacità commerciale e l'intraprendenza del candidato. Una seconda variabile è il suo contesto sociale, cioè se inizia da una situazione familiare

e di conoscenze che gli permette di avere una prima base di potenziali clienti. Quando un giovane inizia in questa professione, parte con grande entusiasmo, ma spesso è vero che arriva a un punto in cui inizia a vedere le difficoltà e si scoraggia, perché i clienti talvolta giudicano la giovane età come una mancanza di conoscenza. In realtà, molti giovani sono tecnicamente molto preparati dal punto di vista concettuale, ma poco dal punto di vista relazionale. Bisogna lavorare su questo elemento, sull'identità del ruolo per evitare di perdere una generazione intera di nuovi talenti. Personalmente, ho sempre capito che in questo settore spesso non emergono semplicemente i più preparati, ma quelli che abbinano anche una caratteristica fondamentale: la determinazione. Solo i più determinati avranno la capacità non solo di attra-





CRISTINA SCELZO
Hr
Copernico Sim

«Soprattutto con l'avvio del nostro nuovo percorso formativo, frutto dei trend osservati in passato, un giovane consulente, se mette in pratica con metodo e dedizione gli insegnamenti appresi, può cominciare a fatturare cifre interessanti sin dal primo mese di attività»

CRISTINA SCELZO

versare una prima fase di difficoltà, ma sapranno in futuro affrontare anche le insidie di mercati che pregiudicheranno talvolta il rapporto di gestione emotiva dei clienti.

Cristina Scelzo (Copernico Sim): «Il Progetto formativo giovani creato da Copernico Sim sta per compiere 15 anni e, in questo periodo, abbiamo avuto modo di osservare, a livelli quasi antropologici, l'inserimento nel mercato dei giovani consulenti finanziari. Secondo la nostra esperienza, possiamo affermare che, in media, il consulente giovane impiega tre anni per godere dei frutti dell'impegno iniziale e cinque anni per andare a regime. Specifichiamo, tuttavia, che la soddisfazione nel lavoro rimane un concetto relativo, difficilmente generalizzabile e che, soprattutto con l'avvio del nostro nuovo percorso formativo frutto appunto dei trend osservati in passato, un giovane consulente, se met-

te in pratica con metodo e dedizione gli insegnamenti appresi, può cominciare a fatturare cifre interessanti sin dal primo mese di attività. Notiamo che, a oggi, gli ostacoli più difficili da superare sono due, probabilmente uno subordinato all'altro. Il primo riguarda l'apertura della partita Iva, il secondo è l'assenza di un portafoglio clienti con il quale partire. Rispetto al primo caso, notiamo che molti giovani preferiscono inserirsi nel mondo del lavoro con una base sicura proprio perché consapevoli di non possedere ancora le competenze, vista la mancanza di esperienza pregressa, per guadagnare meritocraticamente. Il giovane opta quindi per un ruolo da subordinato per un'azienda, perché si reputa poco competente per potere iniziare da solo. Esistono tuttavia anche giovani con lo spirito imprenditoriale disposti a mettersi in gioco fin da subito. L'altro ostacolo, cioè l'assenza di un portafoglio, è un tema che frena molti giovani ben disposti a iniziare l'attività da consulente, ma che non la associano a quell'azione più commerciale della ricerca del cliente. Da ciò che percepiamo, il giovane vuole potere fare solo la consulenza e questa non prevede l'impegno a trovare gli investitori. Emergono quindi, per alcuni, veri e propri rifiuti rispetto a questa parte dell'attività, per altri paure legate al sentirsi non in grado di convincere o di relazionarsi in maniera efficace. Non escludiamo che il rifiuto dei primi casi sia correlato alla paura dei secondi. Copernico Sim vuole venire incontro a questi ostacoli e lo fa in due modi. Uno: l'assenza di una struttura piramidale permette una remunerazione ai vertici del mercato, in quanto il consulente non deve spartire la propria provvigione con il manager o il capo area, per il semplice motivo che in Copernico non ci sono manager o capi area. Due: la nostra formazione, che definiamo un vero e proprio master che ha dato le basi a quelli che oggi sono consulenti Copernico, prevede un insegnamento dettagliato del metodo di approccio al cliente. Quindi non diamo un portafoglio clienti, ma offriamo una formazione specifica che permette al neo-consulente di crearne uno proprio. Secondo la nostra esperienza, per i motivi descritti sopra, molti candidati si scoraggiano prima di iniziare il percorso formativo. L'importante in questo lavoro è

riuscire a non assorbire la negatività che fa in parte perdere un po' di entusiasmo dopo l'ennesimo "no" e, allo stesso tempo, analizzare il proprio approccio per migliorarlo, senza arrendersi. Dedizione, fiducia, metodo, costanza, formazione ed entusiasmo sono gli ingredienti fondamentali per costruire le basi di una carriera di successo».

Quale tipo di aiuto offrite a un giovane che intende cominciare, che ha magari buoni studi economici alle spalle, ma nessuna esperienza, per superare più in fretta possibile la fase iniziale?

Fabio Cubelli (Fideuram-Ispb): «Sicuramente il nostro punto di forza è il Campus Fideuram, luogo dedicato alla formazione residenziale della rete che viene erogata in presenza, con un valore aggiunto in termini di efficacia che non ha eguali sul mercato, grazie anche all'utilizzo di qualificati docenti e dei migliori testimonial della professione. Se necessario, prima dell'inserimento in rete, offriamo supporto nella preparazione dell'esame per l'iscrizione all'albo Ocf con un percorso che ha ottimi risultati in termini di percentuale di superamento dell'esame. I nostri progetti Next Generation prevedono un contributo economico, variabile a seconda del target di giovane inserito, cioè un supporto mensile che si compone di un importo iniziale fisso e poi diventa variabile in base ai risultati di volta in volta raggiunti. Uno dei punti di forza della nostra offerta dedicata ai giovani risiede anche nel fatto che il contributo economico non prevede meccanismi di penali in caso di mancato raggiungimento di obiettivi o in caso di abbandono del progetto: questo aspetto garantisce una grande serenità ai partecipanti».

Nicola Viscanti (Banca Widiba): «L'investimento più importante affinché la carriera del neo-consulente riesca a consolidarsi in tempi brevi è la formazione: la rete ha infatti avviato da tempo l'Accademia delle competenze, un percorso rivolto a tutti i nuovi ingressi e, in particolare, ai giovani consulenti finanziari della banca alla prima esperienza. L'Accademia fornisce le com-

petenze tecniche e, soprattutto, aiuta a sviluppare le soft skill fondamentali per entrare in relazione con i clienti, ascoltandone e comprendendone perfettamente le esigenze e le aspettative. Un altro elemento distintivo, che in Banca Widiba aiuta nella crescita e crea valore per i professionisti e i clienti, è la possibilità di lavorare in squadra: dal 2023 il programma Team Cf, dai processi totalmente digitalizzati, consente infatti, sia di unire le competenze dei consulenti al servizio del cliente (Team partnership), sia di favorire il passaggio generazionale dei professionisti (Team next generation). Se da un lato Banca Widiba mette a disposizione degli advisor piattaforme e tool tecnologicamente avanzati, dall'altro sposa un modello di consulenza finanziaria basato sul fattore umano. Un'approfondita analisi dei bisogni e degli obiettivi del cliente permette di rispondere in maniera personalizzata alle diverse esigenze, non solo grazie al supporto di strumenti innovativi, ma soprattutto grazie al fondamentale lavoro di relazione dei consulenti finanziari con i propri clienti. L'unione di queste leve offerte dalla banca porta il giovane ne-

o-consulente ad avere la stabilità professionale necessaria e a consolidare il rapporto con la clientela, anche con quella più giovane, con cui condivide obiettivi generazionali comuni.

Stefano Lenti (Banca Generali):

«In Banca Generali possiamo sicuramente contare su un brand di primissimo piano, una gamma prodotti di eccellenza e un percorso formativo intenso e specifico. Ritengo, però, che tutto ciò spesso non sia sufficiente. Infatti, spesso quanto affermato sopra rappresenta una visione empirica di progetto. Sono convinto che oltre a questo tipo di sostegno sia necessario un ingrediente fondamentale, cioè garantire non solo un supporto economico, ma pratico. Ciò lo può fare solo una struttura di banker storici che affianchino e assistano costantemente il giovane per tutti i mesi necessari ad acquisire le caratteristiche tecniche e operative, ma anche quelle gestionali necessarie con la clientela. Abbiamo recentemente creato una struttura ad hoc che infatti non parte da una logica di individuazione e selezione dei giovani candidati, ma dall'inversione del paradigma.

Prima cerchiamo i cosiddetti "tutor" tra i banker più esperti che abbiano le caratteristiche e diano la disponibilità a un percorso di affiancamento e supporto ai nuovi inseriti e poi cerchiamo gli aspiranti consulenti. Solo così possiamo essere sicuri di creare i nuovi banker di successo del futuro. Abbiamo quindi preparato un programma ad hoc che si chiama Generazione Bg e punta a individuare e inserire nuovi giovani consulenti a elevato potenziale».

Cristina Scelzo (Copernico Sim):

«Offriamo una formazione specifica che permetta al consulente non solo di acquisire conoscenze teoriche e tecniche sugli strumenti finanziari ed assicurativi, ma soprattutto diamo le basi per costruire la propria attività imprenditoriale. Ciò viene fatto da un punto di vista commerciale, quindi comprende parlare al potenziale cliente, come arrivare alla chiusura della trattativa e, da un punto di vista anche metodologico, la creazione di un proprio business plan e la costruzione della tabella di marcia da seguire dal momento in cui si diventa operativi sul mercato».



Più educazione per maggiore consapevolezza

a cura di **Pinuccia Parini**



FEDERICA DOSSENA
consulente finanziaria
presso **Credem Euromobiliare**
Private Banking

Federica Dossena, consulente finanziaria presso **Credem Euromobiliare Private Banking**, è l'autrice di "Educazione finanziaria for dummies". Il libro appartiene alla collana edita da Hoepli, che comprende manuali il cui scopo è essere guide facili da leggere, per lettori alle prime armi, su un determinato argomento.

Perché ha deciso di diventare consulente finanziaria?

«Sono una donna che ha intrapreso questa carriera quasi per caso. Dopo una laurea in giurisprudenza e un tirocinio in ambito forense, mentre ero alla ricerca di un'attività che mi sarebbe piaciuto svolgere, ho deciso di affrontare l'esame per iscrivermi all'albo dei consulenti finanziari. È stata una scelta fatta non con la consapevolezza che avrebbe poi condizionato il mio futuro, bensì con l'idea che sarebbe stato un modo per ampliare le mie opportunità lavorative. E così è stato, perché da allora ho cominciato ad appassionarmi a questo mondo che, devo confessare, non era per me completamente nuovo, visto che sono cresciuta in un contesto familiare in cui la finanza è stata sem-

pre presente, grazie all'esperienza lavorativa prima di mio bisnonno, poi di mio nonno e, infine, di mio padre. Dal 2014 ho iniziato a lavorare in questo campo, a fare corsi di formazione e ad affiancare figure professionali, con una lunga esperienza alle spalle, che mi hanno aiutato a crescere. Al termine di nove anni, posso affermare di svolgere il mio lavoro in piena autonomia, dopo avere attraversato periodi, come gli ultimi anni, nei quali non è stato facile gestire il rapporto relazionale con la clientela».

Che cosa le chiede un cliente quando la incontra la prima volta?

«Generalmente, la prima richiesta che mi viene fatta è di guadagnare tanto senza perdere nulla. La cosa interessante è che questo tipo di approccio è trasversale: non dipende, né dal grado di istruzione, né dal patrimonio della persona. Anche chi ha già operato alcuni investimenti e può avere una serie di conoscenze più specifiche non necessariamente è scervo da luoghi comuni o da mancanza di conoscenza. Ed è proprio anche da questa mia esperienza che ho compreso quanto sia importante non

solo avere idee chiare su che cosa voglia dire fare il consulente finanziario, ma anche quanto sia necessaria l'educazione finanziaria. Credo che, in Italia, ce ne sia un forte bisogno».

A che cosa fa riferimento?

«Innanzitutto, credo che l'educazione finanziaria debba fare parte di un processo formativo sino dalla tenera età, per rendere i cittadini consapevoli e indipendenti. Inoltre, è fondamentale comprendere appieno il lavoro del consulente, la cui formazione non può essere delegata a un corso accademico, per quanto ricco di contenuti, ma inadeguato a offrire gli strumenti necessari per interfacciarsi con una variegata tipologia di risparmiatori. Detto ciò, devo rilevare con soddisfazione che all'interno delle reti bancarie, negli ultimi anni, le cose stanno gradualmente cambiando e si stanno creando scuole di formazione che rispondono a questo tipo di esigenza».

In merito alla sua affermazione, ritiene che il lavoro del consulente non sia pienamente compreso?

«Credo che troppo spesso si confonda il lavoro del consulente con quello del gestore. È un luogo comune che si ripete e che vede una sovrapposizione di ruoli inappropriata: il consulente si occupa di pianificazione finanziaria e non della quotidianità dei mercati, delle loro oscillazioni e neppure delle previsioni sugli indici di borsa. Si tratta di un punto fermo con il quale devono confrontarsi anche gli stessi addetti ai lavori. Affinché tutto ciò sia possibile, è fondamentale che esista un entroterra culturale che faciliti la comprensione di questi concetti e, in tale senso, l'educazione finanziaria ricopre un ruolo vitale, perché serve a fare capire i concetti base: il valore del denaro, l'importanza del risparmio e dell'investimento, il ruolo della previdenza. Penso che siano temi non debitamente affrontati e che richiedano anche un cambio di atteggiamento culturale, perché l'indipendenza finanziaria è una delle componenti che rende un cittadino libero».

Sono state queste le riflessioni che l'hanno portata a scrivere il suo libro?

«Direi di sì, anche se sicuramente ho fatto mio un insegnamento del manager con



cui sono cresciuta professionalmente, che mi diceva sempre di non temere che il mio bagaglio di conoscenza potesse essere inadeguato per incontrare un cliente, perché ne avrei sempre saputo più di quest'ultimo. È stato uno sprone che mi ha aiutato ad affrontare le situazioni e a trovare fiducia in me stessa, che si è rafforzata con l'esperienza e la constatazione di avere gli strumenti appropriati a disposizione per svolgere la professione. Ma tutto ciò per me non era abbastanza, perché era necessario che quanto avevo appreso venisse trasferito anche ad altri e ai miei stessi clienti. La consapevolezza che ci fosse un vuoto informativo e formativo cui anch'io, nel mio piccolo, avrei potuto dare un contributo a colmare, mi ha così indotto a scrivere un libro sull'educazione finanziaria. È stata una decisione nella quale, indubbiamente, si riflette anche la scelta di attribuire un valore etico a tutto ciò che faccio».

È stata una decisione maturata nel tempo?

«Ho iniziato con un blog e poi, gradualmente, è nata l'idea del libro. Esistono diversi modi di comunicare e, in base alle generazioni con cui ci si interfaccia, il linguaggio cambia molto. Io utilizzo diversi strumenti e il libro è uno di questi».

Ma proprio la forma del libro non rende più difficile la comunicazione con i più giovani?

«Non ho contezza del profilo delle per-

sone che hanno acquistato il mio libro, ma la missione, insieme alla casa editrice, era di renderlo il più possibile fruibile e trasversale, che potesse essere adatto per i boomer, i millennial e la generazione Z. Per fare in modo che ciò fosse possibile, ho cercato di rendere la stesura semplice, utilizzando tanti esempi e i fumetti, che avevano riscosso successo quando li avevo impiegati sulla mia pagina Instagram. Non è, quindi, il canale digitale a permettere una migliore comunicazione, bensì le modalità con cui si esprimono i concetti».

È dunque importante semplificare il linguaggio finanziario?

«Ne sono convinta, perché viene percepito ancora come una barriera che allontana le persone dalla materia finanziaria, già di per sé considerata ostica e, a volte, quasi un tabù. Alla fine, se si riflette, si tratta di discutere di due macro aree: le azioni e le obbligazioni. Nel libro ho poi dedicato una parte anche alla finanza comportamentale, perché ritengo che fare i conti con i propri bias cognitivi sia d'aiuto a scardinare tutte quelle remore che ci tengono lontani da questo mondo».

Qual è stata la reazione di suoi colleghi e dei clienti alla pubblicazione del suo libro?

«Direi positiva da entrambi i lati. Un collega non solo l'ha regalato ai suoi clienti, ma lo usa come sussidiario durante alcuni incontri, facendo così educazione finanziaria. Per quanto riguarda i miei, per alcuni, che già conoscevano il mio approccio, non è stata una sorpresa, bensì una conferma di come io intendo la mia professionalità. In altri casi è stato invece un mezzo per conoscerne di nuovi. Devo dire che il libro ha aggiunto credibilità all'attività che svolgo».

Come vede evolversi il suo lavoro nel futuro?

«Credo che ci sarà un impatto della nuova tecnologia, ma sono anche fermamente convinta che il lavoro del consulente finanziario abbia molto a che fare con le emozioni delle persone, con i loro sentimenti e la cui percezione e condivisione non potrà essere gestita da una macchina».

19,20,21
marzo
2024

ROMA

Auditorium
Parco della Musica

ISCRIZIONI APERTE
su consulentia.com



in collaborazione con

creative-farm.it

un evento ideato da

ANASF
ASSOCIAZIONE NAZIONALE CONSULENTI FINANZIARI

#consulentia

segui su

www.consulentia.com



Flessibilità. Convizioni. Potenziale di rendimento.

PIMCO GIS Income Fund: oltre 10 anni di comprovata esperienza nella generazione di rendimenti.



Capitale a rischio. La performance dipende dalla tempistica dell'investimento e può comportare rendimenti negativi. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

P I M C O

Comunicazione di marketing dedicata agli investitori professionali. Questo non è un documento contrattualmente vincolante e la sua emissione non è vincolata da alcuna legge o regolamento dell'Unione Europea o del Regno Unito. Questa comunicazione di marketing non include dettagli sufficienti per consentire al destinatario di prendere una decisione di investimento informata. Il contenuto non costituisce una raccomandazione, né un'offerta di acquisto o vendita di Fondi PIMCO Global Investment Series (GIS). Questo documento si basa su informazioni ottenute da fonti considerate affidabili, ma non comporta responsabilità per PIMCO. Tutti gli investimenti finanziari comportano rischi inclusa la possibilità di perdita di capitale. **PIMCO Europe GmbH (società n. 192083) e la filiale italiana di PIMCO Europe GmbH (società n. 10005170963, Via Turati 25/27 (angolo via Cavalieri n. 4), 20121 Milano, Italia)** sono autorizzate e regolamentate dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin). La filiale italiana è inoltre soggetta alla supervisione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). I prodotti e i servizi offerti da PIMCO Europe GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali e non agli investitori individuali che non devono fare affidamento a questa comunicazione. Gli investitori individuali devono contattare il loro consulente in caso di richieste sugli investimenti e richieste di assistenza finanziaria, legale e fiscale. Il valore degli investimenti e la redditività possono variare e l'ammontare inizialmente investito potrebbe non essere recuperato. **Prima della sottoscrizione leggere il Prospetto e il KID disponibili su www.fundinfo.com o presso i Collocatori.** PIMCO GIS Income Fund, comparto di PIMCO GIS Funds: Global Investors Series plc è domiciliato in Irlanda. PIMCO è un marchio di Allianz Asset Management of America LLC negli Stati Uniti e in tutto il mondo. ©2024, PIMCO. Tutti i diritti riservati.