

# FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 17 - numero 162 - marzo 2024



USA, NON SOLO TECNOLOGIA

BOND, ASPETTANDO LE BANCHE CENTRALI



BANCA  
GENERALI  
PRIVATE



MESSAGGI

# PROTEGGERE IL TUO PATRIMONIO È IL NOSTRO NATURALE OBIETTIVO.

Per questo noi di Banca Generali Private ce ne prendiamo cura ogni giorno. I nostri consulenti sono sempre al tuo fianco, aiutandoti a dare forma ai tuoi progetti di vita con soluzioni su misura, accompagnandoti nelle scelte più importanti per il tuo futuro e quello della tua famiglia.

ISTITUTO  
Credito Italiano  
**MIGLIORI  
IN ITALIA  
N. 1 SERVIZIO  
RETI CONSULENTI  
FINANZIARI**

2023

ISTITUTO  
Credito Italiano  
★★★★★ GREEN  
**MIGLIORI  
GESTORI PATRIMONIALI**

2023

PWM | The Banker

GLOBAL PRIVATE  
BANKING AWARDS  
2023

WINNER

Best Private Bank in Italy



## SE NON CI RIESCONO I CONSULENTI... di Giuseppe Riccardi



Parlavo qualche giorno fa con un amico commercialista che mi raccontava di un suo cliente imprenditore di 83 anni. Ha una piccola azienda che fattura 4 milioni all'anno, con un margine operativo di oltre il 30%, in un mercato solidissimo e in continua crescita. La particolarità è che questa persona ha come curriculum scolastico una licenza di terza elementare e non ha mai sentito la necessità di migliorare le sue capacità culturali. «Tanto mi sembra di avere dimostrato di essere stato bravo lo stesso», afferma con il massimo possibile dell'orgoglio. In azienda lavorano, con ruoli secondari, le sue due figlie, ormai quasi sessantenni, che non hanno nessuna voce in capitolo e non vengono mai consultate neppure per i problemi più banali. Chiunque tenti di affrontare con "il Capo" il problema del passaggio generazionale viene ignorato.

Forse questo citato è un caso estremo: ovviamente non tutti i piccoli imprenditori che si sono costruiti da soli sono così, ma certamente una situazione di questo genere fa intravedere un fenomeno generale molto importante. È stato calcolato che, nel giro di pochi anni, in Italia passerà da una generazione all'altra un patrimonio di oltre 200 miliardi di euro. E, se le premesse sono queste, è difficile che la trasmissione sia indolore.

Ecco che in questo campo i consulenti finanziari hanno un ruolo fondamentale. Mentre con la banca, il rapporto è spesso

tempestoso e talora basato sulla reciproca sfiducia, la dinamica con il consulente è fondata proprio sulla fiducia. Chi amministra bene i soldi ha già dato prova di meritare la massima stima e, soprattutto, è spesso a contatto con tutta la famiglia e conosce le dinamiche che si svolgono all'interno. In pratica è la posizione ideale, forse addirittura l'unica, per dare un contributo decisivo alla risoluzione di un problema sociale che è e che sarà sempre più importante. Se non ci riescono loro...



## NEL SEGNO DELLA CONTINUITÀ di Pinuccia Parini

Si apre con il mio arrivo alla direzione un nuovo capitolo del mensile Fondi&Sicav: è un cambiamento di forma, ma non della continuità con ciò che in tutti in questi anni è stato fatto. I mercati finanziari sono sempre più complessi da leggere e interpretare, soprattutto in un contesto che rimane in grande evoluzione e dove i punti di riferimento non sono facili da identificare. Il nostro lavoro è offrire ai lettori degli spunti che permettano un confronto e che possano essere d'aiuto per formulare le loro decisioni o, semplicemente, alcune riflessioni. Interrogarsi è un dovere: serve

ad ampliare le proprie conoscenze ed è più che mai necessario in ambito finanziario, dove viene richiesta sempre maggiore competenza.

Il magazine ha sempre puntato a mantenere elevata la qualità dei contenuti proposti, coniugando approfondimenti, interviste e contributi esterni, con l'obiettivo di offrire a chi legge gli strumenti per elaborare un proprio parere. Il susseguirsi repentino degli eventi e la velocità dei cambiamenti richiedono una presenza attenta, pronta a cogliere anche le sfumature di un futuro sempre più prossimo e, in questa direzione, la rivista ribadisce il proprio impegno. Fondi&Sicav, in questo senso, non vuole arrogarsi alcun ruolo, bensì fungere da stimolo per chi vuole conoscere questo mondo un po' più da vicino.

Infine, vorrei ringraziare, sia l'editore, Giuseppe Riccardi, sia il precedente direttore, Alessandro Secciani. Riccardi mi ha offerto un'opportunità professionale, aprendomi le porte della sua rivista: mi ha dato la sua fiducia e gliene sarò sempre riconoscente. Per me inizia una nuova sfida e so che sarà al mio fianco. Secciani ha avuto la pazienza di avviarmi verso una professione nuova, trasferendomi la sua esperienza: gli insegnamenti e i consigli che mi ha dato sono un tesoro che custodirò con cura. Ai lettori di Fondi&Sicav offro il mio impegno per fare in modo che non cambi la dedizione e l'attenzione con cui il mensile viene redatto: la strada è già tracciata e il mio compito è di proseguirla il più responsabilmente possibile.

## SOMMARIO

Numero 162  
marzo 2024  
anno 17

editore  
**Giuseppe Riccardi**

direttore  
**Giuseppina Parini**

vice direttore  
**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**

coordinamento redazionale  
e direttore responsabile  
**Alessandro Secciani**

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

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

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

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

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

### 3 EDITORIALE

### 6 GEOPOLITICA

Vietnam: dinamismo e cautela

### 8 OSSERVATORIO ASIA

India: Modi verso la riconferma

### 10 FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

*Matteo Ramenghi, chief investment officer, Ubs Gwm Italia*  
«Attenzione ai potenziali rischi all'orizzonte»

*Karin Kunrath, chief investment officer, Raiffeisen Capital Management*  
«Utili delle aziende in ripresa»



### 14 WALL STREET, NON C'È SOLO L'HI TECH

La recessione può attendere

### 30 INVESCO RACCONTA

Tutti i nodi vengono al pettine

### 32 LOMBARD ODIER IM

Contribuire a un ecosistema sostenibile

### 35 FOCUS BOND

Rendimenti interessanti

### 52 TECNOLOGIA

Una piattaforma per fare fintech

### 54 PLENISFER INVESTMENTS SGR

Nuovi massimi per l'oro?

### 56 OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE

Non solo auto elettrica

### 60 OSSERVATORIO RISCHIO

Le persone sono il motore del mercato

### 63 EDUCAZIONE FINANZIARIA

Quando scoppiano le bolle

### 66 LA FINANZA E LA LEGGE

La riforma del Fondo di garanzia Pmi

### 69 CONSULENTI&RETI

**Duccio Marconi**

«Mediobanca Premier; una crescita nelle mani della rete»

### 76 INCHIESTA

Non è una passeggiata

### 82 CONSULENTIA 2024

Tanti temi sotto la lente





Kairos International Sicav

# BOND PLUS

## LA FLESSIBILITÀ SI FA RESILIENZA

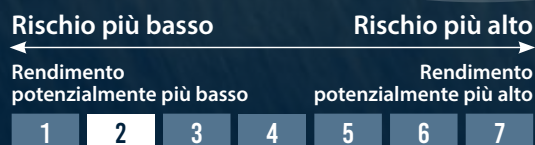
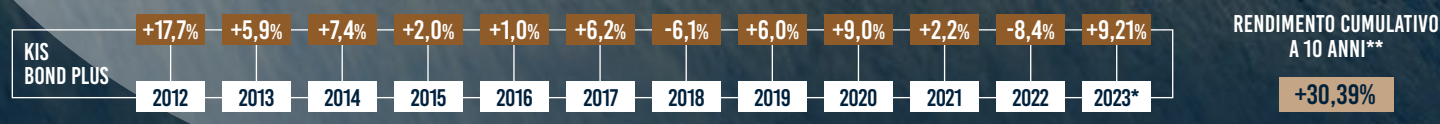
Flessibilità, elevata diversificazione del portafoglio e una ultradecennale storia di successo sono i tratti distintivi di KIS BOND PLUS, la soluzione di Kairos Partners SGR. Mai come oggi è il momento opportuno per investire nei mercati obbligazionari.



LSE Lipper  
Fund Awards  
2024 Winner  
Europe



I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.



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

# KAIROS

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

Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa, non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento e non sono dirette a persone residenti negli Stati Uniti o ad altri soggetti residenti in Paesi dove il Fondo non è autorizzato alla commercializzazione. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, 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](http://www.kairospartners.com). La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari. (\*) Dati al 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.

Per ulteriori informazioni sul premio LSE Lipper <https://www.lipperfundawards.com/Awards/Europe/2024/Fund>

## Vietnam: dinamismo e cautela

a cura di Mark William Lowe

La recente dichiarazione di un importante analista e commentatore di mercato, che ha affermato che «l'economia vietnamita va alla grande», ha dato vita a una vivace discussione, che ha portato il dibattito a un nuovo livello di confronto. Infatti, se la considerazione può essere discutibile, i risultati della crescita non lo sono di certo: il prodotto interno lordo del Vietnam è aumentato del 5,1% nel 2023 e le previsioni indicano che nel 2024 il tasso di crescita sarà ancora più elevato, fino al 6,5%.

Per mettere le cose in prospettiva, secondo l'Ufficio generale di statistica, nei primi due mesi del 2024 le esportazioni verso gli Stati Uniti, il più grande mercato del Vietnam, sono state di 17,4 miliardi di dollari, con un aumento del 33,7% rispetto all'anno precedente.

Di fatto, il Vietnam è una delle economie in più forte crescita del Sud-Est asiatico e, dal momento che le aziende globali cercano di diversificare le catene di approvvigionamento attuando la strategia "China plus one", ha la possibilità di trarre notevoli vantaggi dal diventare una nazione "plus one" per le imprese europee e americane.

L'ampia base manifatturiera del Vietnam, le capacità industriali diversificate, i bassi costi di produzione e, soprattutto, la vicinanza geografica alla Cina, sono tutti fattori che hanno favorito la sua performance economica e aumentato la rilevanza geopolitica del paese.

Ma i pericoli non mancano: le esportazioni rappresentano circa il 92% dell'economia vietnamita, rendendolo uno dei paesi più

dipendenti dal commercio al mondo; la situazione è ulteriormente aggravata dal fatto che gli investimenti diretti esteri restano fondamentali per lo sviluppo economico. Sebbene il Vietnam presenti numerosi vantaggi per coloro che desiderano diversificare le proprie catene di fornitura, l'attrattiva del paese come destinazione primaria per gli investimenti esteri non è scontata.

### UN AVVERTIMENTO AD HANOI

Negli ultimi anni, un flusso di visitatori stranieri di alto livello è venuto a corteggiare la leadership di Hanoi. Gli accordi hanno portato Apple a spostare una catena di fornitura in Vietnam, Lego a costruire un impianto a energia solare e i produttori di chip ad annunciare l'intenzione di stabilire linee di produzione locali.

Tuttavia, il dinamismo economico del Vietnam e le sue ottimistiche prospettive di crescita potrebbero essere ostacolate da una serie di considerazioni di fondo e le recenti decisioni di due importanti investitori stranieri, Intel e Ørsted, dovrebbero essere un campanello d'allarme per la leadership locale. Intel ha aperto un impianto di assemblaggio e confezionamento di chip nel 2010 e nel 2021 ha aumentato l'investimento a 1,5 miliardi di dollari. All'inizio del 2023,

secondo notizie non confermate, l'azienda avrebbe pianificato un'espansione da 1 miliardo di dollari. Il governo vietnamita aveva previsto, ed erroneamente annunciato, un investimento di 3,3 miliardi di dollari.

Secondo la Banca Mondiale, il Vietnam ha il mercato dell'elettricità in più rapida crescita nel Sud Est asiatico e la stessa considerazione vale per le energie rinnovabili. Il gigante danese Ørsted, specializzato in quest'ultimo campo, ha firmato un accordo di sviluppo con il gruppo vietnamita T&T nel 2021. L'obiettivo era investire nello sviluppo del settore eolico offshore e raggiungere un livello di produzione di 21Gw entro il 2030. Nell'agosto 2022 la joint venture ha annunciato la creazione di due parchi eolici offshore e nel maggio 2023 ha

**Sebbene il Vietnam presenti numerosi vantaggi per coloro che desiderano diversificare le proprie catene di fornitura, l'attrattiva del paese come destinazione primaria per gli investimenti esteri non è scontata**

firmato un contratto con una divisione della compagnia petrolifera statale per costruire le fondamenta delle sue turbine eoliche. Tutto sembrava procedere per il meglio fino a quando, nel giugno 2023, Ørsted ha



annunciato l'uscita dal mercato eolico vietnamita, affermando che «la nostra etica commerciale ha incontrato ostacoli». L'attenzione di Hanoi nell'attrarre investitori nella produzione di semiconduttori e nel settore delle energie rinnovabili ha visto, improvvisamente, i principali attori globali sollevare dubbi o allontanarsi. Non sarebbe corretto ritenere che il Vietnam non sia più interessante per gli investitori stranieri, ma è giusto affermare che Hanoi deve affrontare, e risolvere, una serie di questioni, se vuole che il Paese raggiunga il suo pieno potenziale.

### SFIDE SISTEMICHE

Tra le sfide principali e interconnesse del Vietnam, spiccano le seguenti che richiedono soluzioni immediate.

La fornitura di elettricità rimane irregolare, una considerazione di particolare importanza in un paese in cui lo sviluppo economico è legato al settore manifatturiero. I blackout sono frequenti, soprattutto nei momenti di maggiore consumo, come durante le ondate di calore. In occasione di una serie di incidenti che hanno danneggiato gravemente gli obiettivi di produzione nelle zone industriali del corridoio Hanoi-Haiphong, anziché annunciare lo sviluppo di una strategia che risolvesse il problema, il governo ha invitato le aziende a ridurre il consumo di energia.

L'affidabilità della fornitura di elettricità è destinata a restare una questione seria ancora per un po': i piani annunciati dal governo sono ancora molto lontani dall'essere pienamente attuati e la rete elettrica rimane antiquata e sottosviluppata.

Il capitale umano continua a essere un ostacolo. Se la presenza di aziende come Intel, Samsung, Amkor, Synopsis e molte altre è estremamente positiva, non lo è l'insufficienza di ingegneri e progettisti preparati.

La nascente industria vietnamita dei semiconduttori soffre già di una carenza di manodopera specializzata. Le stime indicano che, attualmente, ci sono già circa 5 mila ingegneri di chip. Sebbene si tratti di un risultato molto positivo, la mancanza di investimenti e di pianificazione strategica significa che ci vorranno diversi anni per ottenere un numero maggiore di persone formate a un livello tale da potere partecipare allo sviluppo dell'industria.

Un'altra questione preoccupante è la solidità politica. Il Vietnam è ben lungi dall'es-

sere stabile come potrebbe sembrare e, negli ultimi anni, si sono verificate diverse epurazioni, anche di leader governativi che godevano di grande fiducia da parte della comunità imprenditoriale internazionale. Gli analisti politici temono che le lotte intestine in vista del 14° Congresso del Partito comunista, previsto per gennaio 2026, siano già in corso e che possano portare a ulteriori turbolenze.

Un altro problema è il fatto che l'elaborazione delle politiche rimane lenta e macchinosa e nessuno si aspetta cambiamenti coraggiosi prima dell'assise del Partito. In un panorama globale così dinamico e competitivo, è essenziale che i politici vietnamiti rispondano alle sfide che ostacolano lo sviluppo e attuino le misure necessarie a sostenere la crescita economica.

### LA CORRUZIONE

Un'altra questione molto preoccupante è la corruzione, che rimane endemica. Nell'annunciare la decisione di lasciare il Vietnam, l'azienda danese Ørsted ha fatto un riferimento indiretto a questo problema. La campagna anticorruzione ha messo bruscamente in luce la realtà che il Partito comunista vietnamita non è così unito come sostiene di essere. Il rischio è che questa percezione minacci la legittimità del partito unico e crei dissenso tra i cittadini.

Finora, la campagna anticorruzione del segretario generale Trong si è concentrata su singoli casi, senza affrontare le questioni fondamentali che permettono alla corruzione di prosperare. Tutto ciò non è passato inosservato agli investitori stranieri e ha aumentato il timore che il problema non venga risolto. Le aziende europee e americane sono particolarmente attente all'etica, alla conformità e alla governance e non accettano di lavorare in ambienti che presentino sfide importanti alle loro politiche.

### CONCLUSIONI

Il Vietnam si è sviluppato notevolmente dopo il quasi collasso dell'economia negli anni '80, quando la disillusione popolare riguardo alla legittimità del Partito comunista del Vietnam, basata sull'ideologia, ha spinto la leadership del paese ad abbracciare la transizione verso un'economia capitalista. Da allora, una crescita economica sostenuta ha rafforzato il sostegno pubblico e la fiducia nel governo del Partito comunista.

Oggi Hanoi dovrebbe concentrarsi sulla risoluzione delle sfide sistemiche sopra menzionate e rassicurare gli investitori stranieri che, a prescindere dall'esito del prossimo congresso, il contesto economico migliorerà e che il Vietnam merita lo status di nazione preferita "plus one".



## India: Modi verso la riconferma

a cura di Pinuccia Parini

«Inizia una nuova era per l'India», sono le parole usate da Narendra Modi, il 22 gennaio ad Ayodhya, città dell'Uttar Pradesh, nella parte settentrionale della nazione, in occasione dell'inaugurazione del tempio indù dedicato al dio Rama, che «rappresenta la fede e la legge a fondamento dell'India». Il culto di Rama è considerato centrale nel nazionalismo indù. È stato «un momento sacro e giusto in cui, dopo anni di sacrifici si gettano le fondamenta per l'India dei prossimi mille anni», ha commentato il primo ministro che, in questa occasione, ha aperto la campagna elettorale per le consultazioni che si terranno il prossimo aprile e maggio in tutto il Paese.

### UN'OPERAZIONE SIMBOLICA

Il luogo della cerimonia non è stato ovviamente casuale, ma ha un significato ben preciso. Il tempio di Ayodhya è stato realizzato grazie a una massiccia operazione di riqualificazione di un'area che sarà meta di turisti e pellegrini. Esso sorge sulle rovine della moschea Babri, distrutta nel 1992 a causa di disordini provocati da un gruppo di fondamentalisti indù che causarono oltre 2 mila morti, soprattutto musulmani. La demolizione dell'edificio scatenò violente rivolte religiose che scossero la nazione e l'area fu oggetto di una contesa legale tra indù e musulmani che fu risolta nel 2019, quando una delibera della Corte suprema decise l'assegnazione dell'area ai primi. L'inaugurazione potrebbe essere una mera operazione simbolica, ma, se la si associa allo spirito identitario che anima il Bjp, formazione politica cui appartiene il primo ministro, assurge a un significato ben più profondo: la volontà di

creare una nazione basata sul nazionalismo indù. Si tratta di un progetto di non facile realizzazione, nonostante la dominanza della popolazione induista nel Paese (oltre l'80%).

L'India è uno stato laico, un valore quest'ultimo non facile da scalfire, nonostante i vari o presunti tentativi di Modi in questa direzione. Il primo ministro ha saputo coniugare una politica di apertura del paese alle logiche del libero mercato, così come aveva fatto in qualità di primo ministro, per ben tre volte, nello stato di Gujarat, con la rivendicazione dell'identità induista. I risultati, guardando alla crescita del Pil, sono stati positivi, ma non sono mancate le critiche e, soprattutto, chi ha sottolineato che, nonostante le performance economiche, le disuguaglianze all'interno dell'India non sono diminuite.

### DISUGUAGLIANZE IN AUMENTO

A tale proposito, i risultati del Supplemento India 2023 di Oxfam rivelano che il divario tra ricchi e poveri si sta effettivamente allargando. Dopo la pandemia del 2019, il 50% più indigente della popolazione ha continuato a vedere la propria ricchezza ridursi, mentre il 30% detiene più del 90% della ricchezza totale, il 10% ne possiede oltre il 72%, il 5% quasi il 62% e l'1% il 40,6%. Il Paese ha ancora il più alto numero di poveri al mondo, con 228,9 milioni di persone. Tut-

tavia, in base a una pubblicazione del think-tank governativo Niti Aayog, quasi 135 mi-

“Dopo 10 anni di operato, Narendra Modi si presenta all'ennesimo confronto elettorale, con buone probabilità di ottenere anche il terzo mandato, soprattutto perché l'opposizione sembra inconsistente o non tale da offrire una vera e propria alternativa”

lioni di persone, circa il 10% degli indiani, è sfuggito alla povertà nei cinque anni fino a marzo 2021. La percentuale di coloro che vivono in povertà è scesa al 15% nel 2019-2021 dal 25% del 2015/2016.

### L'ECONOMIA È FORTE

L'attività economica è decisamente vivace. Lo scorso novembre, nella pubblicazione del Article IV consultation sull'India, il Fmi ha dichiarato che «il Paese (...) è sulla buona strada per diventare una delle principali economie in più rapida crescita al mondo quest'anno (2023)». La responsabile per la missione in India, **Nada Choueiri**, ha commentato, in quella occasione, che la nazione dovrebbe avere contribuito, in base alle proiezioni dell'istituzione, a oltre il 16% della crescita globale l'anno passato. Il Fmi si attende che,





grazie alla stabilità macroeconomica e finanziaria, il Pil reale cresce del 6,3% nell'anno fiscale 2023/24 e 2024/25, con l'inflazione complessiva in discesa graduale verso l'obiettivo, benché permanga volatilità a causa degli shock dei prezzi dei generi alimentari. Il disavanzo delle partite correnti dovrebbe migliorare fino all'1,8% del prodotto interno lordo nell'anno fiscale 2023/24, per la buona tenuta delle esportazioni di servizi e, in misura minore, per la riduzione dei costi di importazione del petrolio.

Il forte programma d'investimento in infrastrutture, digitali e non, aiuterà a sostenere la crescita, che potenzialmente potrebbe essere superiore se venissero attuate le riforme del mercato del lavoro e per il capitale umano. L'ulteriore liberalizzazione degli investimenti esteri potrebbe aumentare il ruolo dell'India nelle catene globali del valore, favorendone la crescita economica.

Le stime rilasciate dal governo, a inizio 2024, mostrano un quadro più robusto delle attese, con il Pil in salita del 7,3% nell'anno che si chiude a marzo, grazie alla forza dei consumi e della spesa pubblica, un solido settore dei servizi e un'accelerazione di quello manifatturiero. Tutto ciò è avvenuto in un contesto di economia globale in rallentamento e nonostante i sei aumenti dei tassi della Reserve Bank of India da maggio 2022 (dal 4% all'attuale 6,5%).

## LA DISOCCUPAZIONE NON CALA

Come ricorda il Fmi, negli ultimi anni l'India è stata uno dei paesi a più rapida crescita, ma quest'ultima è stata «disomogenea, con molti settori lontani dalla frontiera tecnologica e tanti lavoratori ancora occupati in mansioni a bassa produttività, che contribuiscono poco al valore aggiunto complessivo». Lo stesso Modi è stato criticato per non avere creato abbastanza posti di lavoro, nonostante gli ingenti sussidi per rilanciare l'industria manifatturiera. Il tasso di disoccupazione, secondo il Centre for Monitoring India Economy, un think-tank indipendente, è salito dal 5,4% nel 2008 all'8% nel 2023. A ciò si aggiunge il problema della disoccupazione giovanile e della sottoccupazione.

## IL PIANO INFRASTRUTTURALE

Alla forza del paese ha contribuito l'incremento della spesa per le infrastrutture decisa dal governo, con le imprese straniere che hanno aumentato la loro presenza in India, soprattutto nella produzione tecnologica, alla ricerca di sedi alternative alla Cina. I risultati sono chiaramente visibili. È indubbio che il tema delle infrastrutture è un aspet-

to cruciale per il Paese, che ne ha sempre sofferto la carenza con ricadute pesanti per l'attività economica e per la popolazione. In base a quanto dichiarato dal ministro delle finanze, Nirmala Sitharaman, la spesa in conto capitale è triplicata negli ultimi quattro anni, con un forte impatto sulla crescita economica e sulla creazione di posti di lavoro e, per il prossimo anno fiscale, è atteso un aumento dell'11,1%, ossia il 3,4% del Pil. Con il passare degli anni, il governo Modi ha sempre più utilizzato la politica fiscale per stimolare la crescita con incentivi legati alla produzione (Pli-Production linked incentive), l'aumento della spesa in conto capitale e tagli alle aliquote dell'imposta sulle società. Per l'India, il Pli è diventato una componente cruciale del piano del primo ministro, poiché rafforza il settore manifatturiero incentivando gli investimenti nazionali ed esteri. Il programma si rivolge a 14 settori di importanza strategica ed economica per la crescita. Attraverso il Production linked incentive, il governo incoraggia le aziende ad aumentare le loro capacità produttive spendendo in impianti, macchinari, attrezzature e servizi associati, ricerca e sviluppo e trasferimento di tecnologia. L'esecutivo, a sua volta, fornisce incentivi per un periodo fino a cinque anni a fronte dell'aumento della produzione. La percentuale dei sostegni varia a seconda dei settori, tenendo conto delle esigenze specifiche dell'industria.

Tra i vari impegni del governo, inoltre, non va dimenticato il processo di digitalizzazione del paese, che ha permesso la diffusione dell'utilizzo della carta d'identità elettronica Aadhaar (sviluppata dal governo precedente guidato dal Partito del Congresso), un sistema di identificazione biometrica. È stato descritto come «il programma di identificazione più sofisticato al mondo» dal capo economista della Banca Mondiale, Paul Rome, e permette di trasferire direttamente ai cittadini i vari sussidi e le indennità attraverso i conti bancari.

L'effetto dell'introduzione di questa tecnologia ha permesso di contenere la dispersione delle risorse allocate per il welfare. A esso va aggiunto il sistema Upi (Unified payments interface), sviluppato in India e introdotto nel 2016, che permette di facilitare le transazioni interbancarie. Ciononostante, è interessante notare che, in termini di peso sul Pil, la spesa per ricerca e sviluppo è scesa allo 0,65% nel periodo 2020-2021 dallo 0,82% del 2009-2010.

## UN'IDEOLOGIA DOMINANTE

Dalle elezioni generali indiane del 2014, con la vittoria del Bjp, la premiership di Narendra Modi ha portato avanti diverse parti dell'agenda Hindutva, un'ideologia politica che comprende la giustificazione culturale del nazionalismo indù e la volontà di stabilirne l'egemonia in India. A essa si rifà il Rashtriya Swayamsevak Sangh (Rss), un'organizzazione culturale, non politica, che tuttavia sostiene un programma nazionalistico indù sotto la bandiera dell'Hindutva, che ha la sua espressione politica nel Bjp, fondata nel 1925 per raggiungere l'indipendenza dall'Impero britannico. Secondo alcuni, questa ideologia sta permeando una serie di apparati statali e istituzioni e coloro che vengono riconosciuti come "nemici" dello stato indiano sono i pericoli di un nuovo ordine che è stato costituito e al centro del quale c'è la preservazione degli interessi della classe media urbana. L'ideologia maggioritaria influenza anche il sistema giudiziario, le università e le istituzioni culturali, sempre più appannaggio dei nazionalisti indù.

## UN ESITO SCONTATO

Dopo dieci anni di operato, Narendra Modi si presenta all'ennesimo confronto elettorale con buone probabilità di ottenere anche il terzo mandato, soprattutto perché l'opposizione sembra inconsistente o non tale da offrire una vera e propria alternativa. Ciononostante, non bisogna dimenticare che il crescente protagonismo delle organizzazioni nazionaliste negli ultimi decenni ha acuito le tensioni e aumentato la polarizzazione all'interno del paese. Dopo la vittoria schiacciante nel 2014 e nel 2019 del Bjp, la situazione si è ulteriormente inasprita e sono aumentati gli attacchi alle istituzioni indipendenti e alla libertà di stampa.

Secondo Reporter senza frontiere (Rsf), nella classifica della libertà di stampa l'India è scesa al 161esimo posto nel 2023, mentre nel 2022 si trovava al 150esimo. I sostenitori del governo Modi hanno messo in dubbio l'affidabilità delle classifiche sui diritti umani e sulle libertà civili stilate da Rsf, Freedom House e altri gruppi, ma il tema è dibattuto nel paese ed è indubbiamente importante, soprattutto perché la maggior parte dei mezzi di comunicazione è schierata a favore del governo e l'appuntamento elettorale è alle porte.

**MATTEO RAMENGHI**  
CHIEF INVESTMENT OFFICER  
UBS GWM ITALIA

# Attenzione ai potenziali rischi all'orizzonte

a cura di Pinuccia Parini

**L'economia globale ha mostrato maggiore resilienza delle attese e l'inflazione sta scendendo. C'è la possibilità che si avveri un altro "goldilocks"?**

«L'economia statunitense è stata la sorpresa del 2023: all'inizio molti la vedevano in recessione, ma gli Stati Uniti hanno chiuso l'anno con una crescita ben superiore al 2%. Un tale scarto, rispetto alle previsioni, è ancora più sorprendente, se si considera che gli Usa rappresentano un quarto del prodotto interno lordo mondiale. Gli ultimi dati hanno continuato a sorprendere: a gennaio la creazione di

posti di lavoro ha raggiunto 353 mila unità, il doppio delle attese, e la componente dei nuovi ordini dell'indice Ism del settore manifatturiero ha mostrato nello stesso mese un valore di 52,5, il più alto da 20 mesi. Le stime della Federal Reserve di Atlanta suggeriscono che il primo trimestre non dovrebbe mostrare cedimenti. Di pari passo, l'inflazione continua lentamente a scendere, per cui per gli Stati Uniti si può effettivamente parlare di uno scenario "goldilocks", vale a dire di crescita che rallenta evitando la recessione con inflazione e tassi in graduale discesa. La situazione europea è però molto diversa:



da ormai un anno siamo in stagnazione e non si vedono segnali di svolta a breve. I tassi d'interesse elevati e la politica fiscale più rigorosa nel continente frenano la crescita, mentre l'economia più importante, la Germania, è in difficoltà probabilmente perché risente della fine del lungo periodo di tassi bassi che hanno portato anche a una bolla immobiliare».

### **I consumi americani mostrano ancora forza. La sorprende tutto ciò?**

«Un aspetto che ha spinto gli Usa è la straordinaria propensione al consumo. Se è vero che in tutte le economie avanzate i lavoratori dipendenti hanno accumulato risparmi durante la pandemia, solo negli Stati Uniti sembra che questo denaro venga speso. Stimiamo che degli oltre 2 mila miliardi di dollari di extra-sparmi derivanti dalla pandemia la metà sia stata impiegata negli ultimi due anni, spingendo la domanda interna e il Pil. Si tratta di un elemento non sostenibile nel tempo, ma è pur vero che l'economia risente molto dell'inerzia e, quindi, questo effetto non è destinato a svanire rapidamente».

### **Quali sono i rischi di uno scenario macroeconomico benigno che il mercato sembra scontare?**

«Il contesto attuale è potenzialmente positivo per tutte le principali asset class. Sullo sfondo si accumulano, tuttavia, molti rischi, in particolare in ambito politico e geopolitico, ma gli investitori sembrano non tenerne conto, forse perché sono concentrati sull'imminente taglio dei tassi d'interesse e sulle attese nei confronti dell'intelligenza artificiale. Quando c'è un forte consenso tra gli operatori, è prudente interrogarsi sulla presenza di fattori sottostimati che potrebbero scombinare l'attuale narrazione, ribaltando le aspettative per le diverse asset class. È un paradosso, ma nei prossimi mesi il principale rischio è che l'economia vada troppo bene, la domanda rimanga robusta e l'inflazione non scenda. Se l'inflazione statunitense non continuasse a calare e la Fed posticipasse i tagli dei tassi, ci potrebbe essere una reazione negativa, sia per l'azionario, sia per l'obbligazionario. Per un investitore europeo questi impatti potrebbero essere parzialmente

mitigati da un rafforzamento del dollaro. Per l'Europa il rischio sembra opposto: anche se la Bce comincerà a tagliare i tassi, continuerà a ridurre il proprio bilancio e quindi la liquidità in circolazione. Pertanto, seppure improbabile sulla base degli ultimi dati, il rischio di una recessione non può essere ignorato».

### **Il 2024 è però anche un anno elettorale. Sarà un'ulteriore incognita per i mercati?**

«Quest'anno si alterneranno elezioni in molti paesi: dagli Stati Uniti all'India, passando per l'Unione Europea, molti stati africani, il Messico, il Venezuela e tanti altri. Quelle che hanno maggiore rilevanza da un punto di vista finanziario sono senza dubbio le presidenziali statunitensi dove, per il momento, si delinea una sfida tra Joe Biden e Donald Trump. I mercati non sembrano essersi ancora appassionati al tema, ma sicuramente l'interesse aumenterà nei prossimi mesi, quando sarà forse possibile stimare la composizione del Congresso, una variabile fondamentale per determinare il raggio d'azione del nuovo presidente. Le tensioni tra Stati Uniti e Cina con tutta probabilità continueranno indipendentemente dall'esito delle elezioni, ma non ci aspettiamo un'escalation nel breve termine. Il debole andamento della borsa cinese ci fa capire che molti investitori temono il rischio di limitazioni ai flussi di capitali. La nostra aspettativa è che il conflitto in Medio Oriente e quello tra Russia e Ucraina non registrino escalation. Ma non si tratta di rischi meramente teorici, come dimostrano i recenti attacchi missilistici a imbarcazioni commerciali nel Mar Rosso. Il segretario di stato degli Stati Uniti, Antony Blinken, ha indicato che le condizioni geopolitiche in Medio Oriente sono le peggiori da 50 anni».

### **Il mercato, però, non sembra dare molto peso a tutto ciò. Che cosa ne pensa?**

«Come anticipato, per ora gli investitori non sembrano prendere in considerazione questi rischi: il principale indice di volatilità, il Vix, rimane oltre il 20% al di sotto della sua media storica, anche se nelle ultime sedute ha registrato un modesto incremento. Il petrolio è un altro indicatore delle tensioni geopolitiche e il suo prezzo si mantiene inferiore ai livelli del 7 otto-

bre, data dell'attacco di Hamas contro Israele. Quelli descritti sono i principali rischi noti, senza dimenticare che spesso gli eventi con maggiore impatto per i portafogli sono i cosiddetti «cigni neri», vale a dire quelli ritenuti estremamente improbabili, come è stato per la pandemia. In aggiunta, l'effetto di potenziali eventi avversi per le borse potrebbe essere amplificato dalla particolare natura del mercato azionario, che ormai vede una prevalenza di scambi eseguiti tramite algoritmi. La gran parte di questi automatismi è legata alla volatilità: quando è bassa, porta ad aumentare il rischio e quindi l'esposizione azionaria. Ciò significa che un evento avverso che facesse salire rapidamente la volatilità potrebbe innescare un temporaneo effetto domino».

### **In termini di allocazione, i rendimenti offerti dai bond rendono l'asset class più attrattiva rispetto a quella azionaria?**

«Sì, l'obbligazionario offre rendimenti reali positivi, vale a dire superiori all'inflazione attesa. Le obbligazioni Ig con scadenze medio-lunghe consentono di bloccare rendimenti che non saranno più disponibili tra qualche mese. Inoltre, potrebbero apprezzarsi qualora l'economia sorprendesse in negativo e le banche centrali fossero costrette ad accelerare i tagli dei tassi d'interesse. Si tratta di un segmento che può avere caratteristiche anticicliche, tanto che nell'ultimo secolo, escludendo tre eccezioni (tra le quali spicca il 2022), le obbligazioni hanno riportato performance positive quando l'azionario è sceso».

### **Le performance delle borse da inizio anno sono positive per l'azionario. Quali sono le sue preferenze in termini di geografia e di stile d'investimento?**

«Normalmente il mercato continua a salire per almeno un semestre dopo i primi tagli dei tassi d'interesse. I P/E sono però già elevati dopo il rally dello scorso anno e penso che l'andamento dei prossimi mesi dipenderà soprattutto dagli utili delle aziende. In questo contesto, credo che vadano preferite le società con buona redditività e basso indebitamento, oltre ai settori che si difendono meglio nei periodi di bassa crescita, come la tecnologia».



**KARIN KUNRATH**

CHIEF INVESTMENT OFFICER

RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT

# Utili delle aziende in ripresa

a cura di Pinuccia Parini

**Il 2024 è un anno di “super elezioni”. Ciò significa maggiore incertezza per gli investitori?**

«L'inflazione e i rischi geopolitici sono stati fattori importanti per i mercati finanziari e, in particolare, per quelli obbligazionari. In passato le elezioni sono state un elemento di volatilità e non ci sorprenderebbe se lo fossero anche nel 2024 e ciò vale, soprattutto, sia per le consultazioni nell'Unione Europea, sia per le presidenziali negli Usa. Riteniamo che tra i temi principali di entrambi gli eventi ci saranno la questione del protezionismo e il futuro del green deal, messi in discussione dalle forze populiste».

**Quali sono le vostre previsioni sui tassi di interesse e, di con-**

**seguenza, la vostra strategia sul mercato obbligazionario?**

«Manteniamo una visione favorevole sui titoli a lungo termine con scadenze fino a 10 anni, che rappresentano un'opportunità per ottenere rendimenti storicamente elevati per un periodo prolungato. In prospettiva, riteniamo che sia più probabile che l'Eurozona torni a un regime di bassa inflazione e bassi tassi d'interesse, piuttosto che rimanga nell'attuale contesto di alti livelli d'inflazione e alti tassi della Bce. Ci aspettiamo che i Bund decennali si posizionino in una fascia compresa tra il 2% e il 2,4% su un orizzonte di 12 mesi. Per quanto riguarda il credito societario, abbiamo assistito a un sostanziale restringimento degli spread. Anche se al mo-



mento non vediamo un grosso rischio di allargamento di questi ultimi, stiamo diventando un po' più cauti vendendo titoli di bassa qualità e acquistando titoli di qualità superiore».

### **Come possono influire sulla performance delle diverse classi di attivo tassi più alti per un periodo più lungo?**

«Dipende dal motivo per cui i tassi sono più alti per un periodo più lungo. Se questi ultimi sono il risultato di una forte crescita economica, gli asset rischiosi, come le azioni e le obbligazioni ad alto rendimento, possono ancora registrare buone performance. Le obbligazioni investment grade non dovranno necessariamente soffrire, poiché la performance assoluta di questi strumenti è sostenuta da un carry interessante. D'altro canto, se i tassi fossero spinti al rialzo da un aumento dell'inflazione, la valutazione sarebbe diversa, perché lo scenario sarebbe negativo per la maggior parte delle asset class. In tal caso, infatti, le banche centrali non avrebbero l'opportunità di ridurre i tassi d'interesse, anche in un contesto economico debole: sarebbero anzi costrette ad aumentarli nuovamente. Una simile situazione si è sviluppata durante il 2022, quando, sia le obbligazioni, sia le azioni hanno sofferto in modo considerevole».

### **In un contesto di crescita economica che prevedete moderatamente positiva, perché vi attendete una ripresa significativa degli utili aziendali?**

«Esiste una certa dispersione nelle prospettive dei diversi settori. Se da un lato c'è incertezza nei segmenti più legati ai consumi, dall'altro vediamo un aumento degli ordini per i software o i semiconduttori. Prevediamo una ripresa degli utili, in particolare grazie agli incrementi di efficienza operativa. La gestione delle spese sarà al centro dell'attenzione e guiderà la produttività futura. Il tema dell'intelligenza artificiale (Ai) può iniziare ad avere un ruolo di guida dell'efficienza in un contesto aziendale e stiamo sentendo molte imprese che la stanno testando che vanno in questa direzione».

### **Che cosa pensate dei mercati azionari e quale stile di investimento preferite?**

«Per il momento abbiamo una visione costruttiva, guidata da un'espansione economica moderatamente positiva, da solidi utili societari, da un tasso d'inflazione in lento ma costante calo e dall'inizio di un ciclo di allentamento. Soprattutto negli Stati Uniti, la crescita economica dovrebbe sostenere i mercati azionari in generale. Siamo convinti che una combinazione di solidità finanziaria e sostenibilità dovrebbe portare a rendimenti superiori nel lungo periodo. Attualmente, prevediamo che i tassi d'interesse diminuiranno nel corso del 2024, in particolare nella seconda metà dell'anno. Dal punto di vista dello stile, ciò dovrebbe favorire i titoli growth piuttosto che quelli value. A livello settoriale, privilegiamo i titoli tecnologici, perché riscontriamo un maggiore rialzo dovuto all'integrazione dell'intelligenza artificiale nei prodotti e, di conseguenza, possibili aumenti di prezzo. Ci attendiamo, inoltre, un anno positivo per il settore della salute, in quanto siamo convinti che ci sarà una ripresa dei prezzi delle azioni dopo la performance negativa dell'ultimo anno».

### **Il mercato azionario cinese continua a deludere: le valutazioni sono basse, ma non c'è il rischio che diventi una value-trap?**

«Le basse valutazioni del mercato azionario cinese suscitano preoccupazioni riguardo a una potenziale value-trap, in cui i titoli appaiono a buon mercato ma sono fundamentalmente poco solidi. Tuttavia, considerando il contesto economico più ampio, questa visione potrebbe essere eccessivamente pessimistica. Nonostante i notevoli venti contrari, come il calo della domanda globale e le continue sfide rappresentate dal settore immobiliare, si prevede che l'economia cinese crescerà di circa il 5% nel 2024. Questa proiezione, benché modesta rispetto agli standard storici, indica una capacità di recupero e un potenziale di ripresa. I critici spesso sottolineano le basse valutazioni come indicative di problemi fondamentali delle società cinesi e dell'economia in generale. L'indice Msci China è

scambiato a circa nove volte il P/E a 12 mesi, una deviazione standard inferiore alla media di lungo periodo dal 2010. Tuttavia, questi livelli potrebbero anche rappresentare opportunità sottovalutate, soprattutto per gli investitori a lungo termine. La chiave sta nel sapere discernere tra le aziende fundamentalmente solide, temporaneamente colpite da pressioni esterne, e quelle con problemi strutturali più profondi. Pertanto, sebbene la cautela e l'analisi approfondita siano essenziali, liquidare l'intero mercato azionario cinese come una value-trap significa trascurare le potenziali opportunità per gli investitori».

### **Gli investimenti sostenibili stanno vivendo un momento di stanchezza? Le performance stanno deludendo le attese?**

«Negli ultimi due anni temi come la guerra in Ucraina, le tensioni geopolitiche, l'aumento dell'inflazione e gli elevati tassi di interesse sono stati al centro dell'attenzione degli investitori, a discapito della sostenibilità. Gli asset manager, come Raiffeisen Capital Management, che prendono sul serio l'integrazione della sostenibilità nei processi di investimento, mantengono la loro convinzione e, naturalmente, sviluppano ulteriormente il tema dell'investimento responsabile. Le nostre analisi mostrano che a livello aziendale non c'è stanchezza. Vediamo, ad esempio, obiettivi ambiziosi di riduzione delle emissioni di anidride carbonica guadagnare sempre più terreno o società che migliorano i loro rapporti di lavoro per diminuire il turnover e mantenere il know-how in azienda. Inoltre, i requisiti normativi spingono le imprese ad aumentare i loro sforzi di sostenibilità, in particolare nell'Unione Europea. L'andamento delle performance degli investimenti sostenibili non è tanto legato alla sostenibilità in sé, quanto piuttosto ai livelli di market cap e di valutazione. Soprattutto le small e mid-cap hanno registrato un periodo di performance piuttosto deludente, perché l'andamento del mercato è stato guidato da alcune selezionate società tecnologiche, piuttosto che da un'ampia gamma di aziende».

# La recessione può attendere

di Boris Secciani



**L'interesse per la tecnologia ha gettato un velo sulle altre società statunitensi che, in questi anni, hanno intrapreso una crescita strutturale. Pesa, probabilmente, un pessimismo generalizzato su tutto ciò che non è high tech che, se risultasse infondato, potrebbe portare a un'importante rotazione di titoli del listino americano, che è ricco di aziende di qualità elevata. Di fatto, l'economia Usa continua a mostrare numeri forti, anche se non impressionanti in senso assoluto, che appaiono eccelsi, se paragonati ai rischi di stagnazione strutturale di mezza (o forse più) Europa. Ciò è stato possibile grazie a una serie di fattori che sono radicati nei fondamentali economici, anche se non è detto che siano ripetibili. Al tutto va aggiunto un improvviso aumento della produttività, che ha avuto un'influenza fortissima nel determinare la differenza dei due diversi sentieri di Usa ed Europa in questi anni. Infatti, l'enorme capex It, che da oltre un decennio caratterizza i grandi gruppi statunitensi, si sta rivelando uno degli investimenti più produttivi della storia**

Se si decide di occuparsi del gigantesco mercato azionario statunitense, può valere la pena

lasciare per il momento da parte il settore della tecnologia, protagonista assoluto di questi anni. La scelta può apparire curiosa, ma vi sono ottime ragioni per pensare che le società Usa abbiano intrapreso una nuova fase di crescita strutturale in grado di innalzare i rendimenti di tutti i segmenti dell'S&P 500. Certamente, anche l'America si trova oggi di fronte a una transizione difficile, che però non dovrebbe indurre gli investitori a un eccesso di cautela. Infatti, Graham Holloway, il defunto presidente di American Funds Distributors, non molto tempo fa fece una dichiarazione che inquadra mirabilmente la situazione degli Usa di quest'epoca: «Nel corso dei miei 25 anni di attività nel settore degli investimenti, non ho mai conosciuto un buon momento per investire. Esistono sempre decine di buoni motivi per cui è opportuno attendere. Oggi la situazione non è diversa... i tassi d'interesse, il presidente, le continue lotte in Medio Oriente, le eccessive regolamentazioni governative e un Congresso che è più parte del problema che della soluzione. Una persona prudente potrebbe essere tentata di non investire in simili circostanze, a meno che non voglia cogliere un'opportunità».

Questo riassunto rende bene l'idea di un'economia e di un mercato che riescono a sopravvivere a squilibri fondamentali spesso scoraggianti e che continuano ugualmente a crescere e a macinare profitti. Il 2024 non sembra costituire, per il momento, un'eccezione a questo paradigma: in tutto il mondo





ci sono preoccupazioni sul possibile rallentamento economico, la situazione politica statunitense è semplicemente da brivido, quella fiscale pure, ma, nonostante tutto ciò, le prime settimane di quest'anno si sono rivelate una fotocopia del 2023, con l'S&P 500 che giovedì 8 febbraio ha per la prima volta superato la soglia storica di 5.000. Al riguardo, impressionante appare la sintesi di **Alexis Bienvenu**, gestore di **La Financière de L'Echiquier**: «Le azioni statunitensi dimostrano un vigore sconcertante: il 15 febbraio l'S&P 500 segnava già un aumento del 6% circa (in dollari) dopo che era cresciuto del 26% nel 2023. Questo dinamismo colpisce, visto soprattutto il contrasto con il rialzo del 2% delle azioni europee (Stoxx 600) e del 16% lo scorso anno, un dato ben modesto rispetto all'indice Us. Quanto alle azioni cinesi, segnano una flessione ormai ininterrotta da tre anni. Si potrebbe sospettare negli Usa l'effetto di una sorta di bolla per i principali titoli tecnologici: è vero indubbiamente che un contributo notevole lo ha dato l'aumento del 45% registrato dalla quotazione di Nvidia nelle prime settimane dell'anno, soprattutto dopo l'impennata del 230% dell'anno scorso».

### ECONOMIA FORSE DOPATA

Gli investitori continuano dunque a essere innamorati del potentissimo settore tecnologico statunitense. Per certi versi, però, forse questo

atteggiamento nasconde paradossalmente un certo pessimismo che, se alla fine si rivelasse infondato, potrebbe portare a una grande rotazione in un listino comunque ricchissimo in ogni angolo di aziende di elevata qualità. Perché, però, correlare l'ascesa delle mega-cap del Nasdaq a un quadro di insicurezza sottostante? Per rispondere è bene ricapitolare brevemente quanto è avvenuto di recente. All'avvio della manovra di rialzo dei tassi da parte della Fed, i colossi del Nasdaq hanno reagito con il tipico comportamento delle azioni dotate di marcata duration: crollando. La ripresa del 2023 in parte si poteva spiegare con un ritorno a corsi più sensati, date anche le prospettive di rientro dell'inflazione e di normalizzazione incipiente del costo del denaro.

Questa logica, però, non può chiarire gli sviluppi più recenti, visto l'atteggiamento tutt'altro che accomodante di Powell, che ha gettato una secchiata di acqua fredda sulle stime più ottimiste di inversione della politica monetaria da parte della Banca centrale statunitense. In realtà, ciò cui stiamo assistendo potrebbe essere un ritorno al decennio precedente in una forma più estrema. Con questa espressione si indica l'assunzione di un ruolo quasi difensivo da parte dei pesi massimi della tecnologia: in un ambiente in cui la crescita economica generale scarseggia o è instabile, viene naturale rifugiarsi nei segmenti che offrono ragionevoli certezze di aumento pluriennale dei profitti.



**ALEXIS BIENVENU**  
gestore  
**La Financière de L'Echiquier**

*Le azioni statunitensi dimostrano un vigore sconcertante: il 15 febbraio l'S&P 500 segnava già un aumento del 6% circa (in dollari) dopo che era cresciuto del 26% nel 2023*

### FATTORI IRRIPETIBILI

Ma è davvero così? In realtà l'economia americana continua a performare con numeri che, anche se non sono impressionanti in senso assoluto, appaiono eccelsi, se paragonati ai rischi di stagnazione strutturale di mezza (o forse più) Europa. Questo miracolo è stato ottenuto grazie a una serie di fattori forse irripetibili e presto destinati a rientrare, che vengono sintetizzati sempre da Alexis Bienvenu: «L'euforia non è soltanto borsistica: è radicata nei fondamentali economici. La crescita degli Stati Uniti non ha smesso di stupire nel 2023: prevista allo 0,3% all'inizio dell'anno, ha finito per raggiungere il 2,5% circa, con un picco annualizzato di quasi il 5% nel terzo trimestre. Nello stesso periodo, l'aumento del Pil nell'Eurozona è rimasto vicino allo 0,5%, senza destare sorprese positive. Ep-



**MICHAËL LOK**  
group cio  
e co-ceo asset management  
Ubp

*Le prospettive  
dell'economia statunitense  
dovrebbero rimanere solide:  
secondo la nostra analisi,  
dopo il 2,5% del 2023, nel  
2024 la crescita dovrebbe  
raggiungere il 2,2%*

pure, non sono mancati gli ostacoli alla crescita statunitense: stretta monetaria, crisi del settore immobiliare commerciale e delle banche regionali, stallo sul tetto del debito, prosciugamento dei risparmi delle famiglie, inflazione. Ma il maggiore ricorso all'indebitamento da parte delle famiglie, nonostante i tassi d'interesse proibitivi, la generosità fiscale dello stato federale (al costo di un deficit galoppante) e le condizioni di credito, certo più difficili ma ancora sopportabili, soprattutto per le grandi imprese, hanno avuto la meglio sul temuto rallentamento».

La tentazione, dunque, potrebbe essere di ritenere gli Usa alla stregua di un cavallo dopato destinato a ridimensionarsi presto. Il quadro congiunturale rischia, in effetti, di portare a un deterioramento, anche se una recessione non va assolutamente data per scontata. Non ci



*È difficile distinguere i guadagni di produttività "strutturali" da quelli "ciclici" in tempo reale. Tuttavia, siamo tentati di collegare il miglioramento persistente della produttività negli Stati Uniti a una rapida accelerazione degli investimenti in proprietà intellettuale (essenzialmente software e ricerca e sviluppo) dalla seconda metà dell'ultimo decennio*



**GILLES MOËC**  
Axa group chief  
economist e head  
Axa Im Research



sarebbe da sorprendersi, infatti, se il rallentamento alla fine risultasse modesto. Di questa opinione è **Michaël Lok**, group cio e co-ceo asset management, di **Ubp**: «Le prospettive dell'economia statunitense dovrebbero rimanere solide: secondo la nostra analisi, dopo il 2,5% del 2023, nel 2024 la crescita dovrebbe raggiungere il 2,2%. Questa sovraperformance è il risultato di una forte domanda interna, sostenuta dai consumi, dalla creazione di posti di lavoro e dagli investimenti in nuove tecnologie e delocalizzazioni industriali. Inoltre, il mercato immobiliare è ripartito grazie all'allentamento dei tassi a lungo termine. Il buon andamento dell'economia Usa non è una coincidenza del ciclo, ma il risultato di fondamentali che ancora non l'attività su una base di crescita più sostenuta rispetto a Europa e Giappone».

#### LA RIVOLUZIONE PRODUTTIVA

A risolvere positivamente la tensione fra gli immensi squilibri interni e le dinamiche di resilienza presenti in America, oltre a una Federal Reserve che dovrebbe tornare a essere meno matrigna, vi è un altro fattore fondamentale: la diffusione della tecnologia in ogni ganglio del paese, probabilmente, sta rimuovendo uno dei maggiori cappi alla crescita nell'era post Grande crisi finanziaria. Si tratta dell'improvviso aumento della produttività, che ha avuto un'influenza fortissima nel determinare la differenza dei due diversi sentieri di Usa ed Europa in questi anni. En-

trambe le aree, infatti, hanno adottato una politica monetaria truce, compensata da generosità fiscale, anche se in misura minore nel Vecchio continente. La differenza è che l'enorme capex It, che ormai da oltre un decennio caratterizza i grandi gruppi statunitensi, si sta rivelando uno degli investimenti più produttivi della storia. Infatti, sta ponendo le basi per avviare nei prossimi anni un circolo virtuoso di redditi che continuano a salire (anche per le classi più umili, lasciate indietro per decenni) insieme a profitti e cash flow. **Gilles Moëc**, Axa group chief economist e head of **Axa Im Research** porta all'attenzione proprio questa dicotomia all'interno del mondo occidentale: «Tra Stati Uniti e area euro è evidente la divergenza in termini di performance di crescita. A spiegare questo fenomeno, vi sono, da un lato, i fattori fondamentali dietro l'accelerazione della produttività negli Stati Uniti, assenti nell'area euro, dall'altro, il fatto che, pur adottando una politica monetaria restrittiva analoga, la trasmissione all'economia reale è stata più lenta negli Stati Uniti. È difficile distinguere i guadagni di produttività "strutturali" da quelli "ciclici" in tempo reale. Tuttavia, siamo tentati di collegare il miglioramento persistente della produttività negli Stati Uniti a una rapida accelerazione degli investimenti in proprietà intellettuale (essenzialmente software e ricerca e sviluppo) dalla seconda metà dell'ultimo decennio. Esiste una ricca letteratura accademica sugli effetti posi-



tivi a livello aziendale dell'adozione di misure It come il cloud computing».

È interessante peraltro notare, e qui forse gli investitori potrebbero interpretare il fenomeno in maniere opposte, che i progressi attuali sono il frutto di tecnologie anteriori, rispetto l'intelligenza artificiale. Gilles Moëc prosegue: «Mentre il dibattito tecnologico attuale si concentra sulle promesse dell'AI, è plausibile che un'accelerazione della diffusione delle tecnologie digitali pre-AI, forse agevolata dallo shock pandemico, stia innescando una "rivoluzione silenziosa". È interessante notare che l'Eurozona ha completamente mancato il momento dell'aumento degli investimenti in proprietà intellettuale».

## LA LIBERTÀ AL CENTRO

Notoriamente, quella americana è un'economia che pone al centro la libertà personale, sia in termini di ambizioni individuali e di iniziativa imprenditoriale, sia di spesa, con consumatori sempre alla ricerca di nuovi modi per impiegare i propri abbondanti guadagni. Se quanto visto di recente a livello di produttività continuasse, allora gli Stati Uniti si troverebbero all'inizio di una nuova fase di aumento strutturale dei redditi. Ciò farebbe seguito a circa mezzo secolo in cui il mercato del lavoro si è frantumato in due, andando a favorire soprattutto le persone in possesso di maggiori qualifiche. **Sonal Desai**, cio di **Franklin Fixed Income**, ricorda che la produttività è la chiave per sostenere il miglioramento diffu-

so degli standard di vita e che questo fenomeno è generalmente molto positivo per l'equity: «La crescita della produttività negli Stati Uniti nel 2023 ha avuto una drastica accelerazione. I mercati finanziari hanno mantenuto gli occhi costantemente puntati sui diversi dati dell'inflazione, sulla crescita salariale, sulle oscillazioni dell'occupazione e della disoccupazione e sulla fiducia dei consumatori e delle imprese. A mio avviso, tuttavia, la produttività potrebbe rivelarsi lo sviluppo più interessante e importante per l'economia e merita un'attenzione particolare. La produttività è l'indicazione di quanto può realizzare un'economia con un determinato livello di risorse. La resa del lavoro, in particolare, indica il grado di redditività da parte della forza lavoro di un'economia in funzione del livello di capitale e della tecnologia disponibili. Una crescita più forte della produttività traina aumenti più rapidi del reddito pro capite e degli standard di vita. Ha anche un impatto importante sui mercati finanziari: un dollaro investito nell'attività economica reale produce un rendimento maggiore. A parità di altri elementi, il risultato dovrebbe essere una performance più robusta del mercato azionario».

## TANTI TEMI

La tesi di investimento che si sta evidenziando, dunque, è incentrata sulla cornucopia di possibilità che si potrebbero aprire con il pieno dispiegarsi della rivoluzione tecnologica in atto. Finora si è parlato dei consumi, degli immobili e dei piani



**SONAL DESAI**  
cio  
**Franklin Fixed Income**

*La crescita della produttività negli Stati Uniti nel 2023 ha avuto una drastica accelerazione (...) A mio avviso (...) tuttavia, la produttività potrebbe rivelarsi lo sviluppo più interessante e importante per l'economia e merita un'attenzione particolare. La produttività è l'indicazione di quanto può realizzare un'economia con un determinato livello di risorse*

pubblici di espansione industriale: si tratta certamente di esempi da analizzare di come corporate America stia ponendo le basi per il prossimo super-ciclo. Gli investitori, che appaiono ancora ossessionati dai "magnifiche sette", hanno la possibilità oggi di diversificare su tanti temi dalle caratteristiche, non ancora pienamente riconosciute, di growth a quotazioni ragionevoli.



# L'anno dell'efficienza

In base ai risultati trimestrali delle società americane, il consenso stima una crescita degli utili intorno alla parte alta della singola cifra nel 2024. Ciò che emerge di interessante è che i conti aziendali dovrebbero riflettere un aumento della produttività nei diversi settori. Quest'ultima, insieme alla disinflazione e a condizioni finanziarie meno restrittive, sembra in grado di generare una buona combinazione di fatturati e di utili in aumento. Il recente rally del mercato statunitense è stato guidato dai titoli tecnologici, tuttavia emergono segnali di un suo possibile allargamento, visto anche l'ampio divario di valutazioni che si è creato tra i best performer e il resto del mercato. L'evoluzione futura sarà condizionata, però, dalla possibile decelerazione dell'economia americana e dalla sua entità e, in questo quadro, le mega-cap tecnologiche vengono considerate quasi delle utility, caratterizzate però da margini e potenziale di crescita ancora consistenti. Ovviamente, ci si potrebbe anche trovare di fronte a stime troppo ottimiste per il 2024 e per questa

**ragione un atteggiamento di cautela che porti alla ricerca della resilienza e della qualità nelle società potrebbe essere d'ausilio**

L'anno che sta prendendo forma dovrebbe essere tutto sommato buono per i profitti dell'S&P 500: il consensus stima una crescita intorno alla parte alta della singola cifra. Contando che in tutto il mondo ci sono rischi di rallentamento, si tratterebbe di un risultato più che ottimo. In pratica, per un altro anno ancora, Wall Street si troverebbe fornita di un cuscinetto di protezione in grado di garantire un certo margine rispetto ai rischi di performance negative. Ciò anche nel caso che si assista a un minimo di contrazione delle valutazioni, fatto da non escludere, visti i multipli non proprio da occasionissima. I conti aziendali, inoltre, dovrebbero riflettere gli sviluppi positivi lungo tutto lo spettro settoriale, grazie all'aumento della produttività. Per certi versi, tutto ciò è ancora più importante rispetto al fatto di avere un incremento degli Eps più elevato, ma distorto dai risultati monstre della tecnologia. Con questa logica si muove **Alec Murray**, head of equity client portfolio managers di **Amundi Us**: «Secondo le nostre previsioni, nel 2024 i ricavi e gli utili dell'indice S&P 500 cresceranno rispettivamente del 5% e dell'8%. Inoltre, i



margin di profitto potrebbero aumentare leggermente grazie al contenimento dei costi. A differenza del 2023, in cui la crescita degli utili è stata trainata in gran parte dalle mega-cap tecnologiche, nel 2024 prevediamo una ripresa tiepida, ma più ampia, degli earning. Le azioni dei settori finanziario e healthcare, ad esempio, dovrebbero registrare un incremento medio-alto degli utili a singola cifra dopo il calo dei profitti registrato nel 2023».

#### POCHI RIVALI

Produttività e disinflazione, dunque, sembrano costituire la miccia in grado di innescare una buona combinazione di fatturati e di utili in crescita in diversi comparti, segnale del fatto che corporate Usa tuttora vanta pochi rivali a livello di redditività. In particolare, appaiono interessanti un paio di fenomeni: da una parte il 2023, un periodo in sé non molto buono per quanto riguarda i risultati aziendali, è stato però sfruttato per migliorare l'organizzazione di molte società, come ricorda **Michelle Cluver**, portfolio strategist di **Global X**: «Il 2023 è stato l'anno dell'efficienza con i gruppi chiave dell'S&P 500 che hanno dato la priorità al grado di profittabilità. Il risultato è che l'indice nel suo complesso è ritornato a mostrare un aumento degli Eps nel terzo trimestre, con ulteriori miglioramenti nel quarto. Il ritmo di incremento dei fatturati sembra destinato a rallentare, dato il calo dell'inflazione, però

gli utili dovrebbero salire più delle vendite nel 2024, sull'onda di margini in via di miglioramento. Finora il mercato è rimasto molto concentrato, in termini di performance. Probabilmente, però, vedremo una maggiore diffusione nella seconda metà dell'anno, quando la Federal Reserve comincerà ad abbassare i tassi». Dall'altra parte, il ritorno a condizioni finanziarie meno restrittive potrebbe amplificare la risalita dei guadagni con un balzo degno di anni di robusta espansione economica. Questa possibilità viene intravista da **Grant Bowers**, portfolio manager di **Franklin Equity Group**: «Prevediamo che il mercato statunitense vedrà un forte rimbalzo degli utili nel 2024 e riteniamo che le aspettative di una crescita moderata dei ricavi tra il 4% e il 6% e di un incremento degli utili più significativo, tra il 10% e il 19% per l'S&P 500, siano raggiungibili. Ci attendiamo che il fattore chiave di una maggiore crescita dei profitti sarà la leva operativa, poiché in questo periodo post-pandemia le società si sono concentrate sulla gestione dei costi e sull'identificazione dell'efficienza dei modelli di business».

#### VERSO UNA NUOVA ROTAZIONE?

A fronte di tutto ciò, sembra che diversi investitori si siano già accorti della ristrutturazione di corporate America nel biennio inflativo, con un rally che si sta da mesi estendendo, anche se in maniera non spettacolare. Per esempio,



**ALEC MURRAY**  
head of equity client portfolio  
managers  
Amundi Us

Secondo le nostre  
previsioni, nel 2024 i  
ricavi e gli utili dell'indice  
S&P 500 cresceranno  
rispettivamente del 5%  
e dell'8%. Inoltre, i margini  
di profitto potrebbero  
aumentare leggermente,  
grazie al contenimento  
dei costi

**Andrew Smith**, gestore portafoglio clienti, azionario Us, di **Columbia Threadneedle Investments**, rimarca: «Dopo il forte rallentamento delle azioni nel corso del 2022, gli asset di rischio hanno registrato una forte ripresa, con l'S&P 500 che è salito di quasi il 40% dai minimi toccati nell'ottobre 2022. Sebbene gran parte di questo rally sia stato guidato dai titoli tecnologici a grande capitalizzazione, vediamo segnali incoraggianti di un suo allargamento, il che costituisce un fattore positivo per gli investitori attivi e per le dinamiche di mercato in generale. In effetti, abbiamo assistito a un aumento del 20% dell'indice dai minimi registrati a ottobre 2023, generato perlopiù da una



**FABRIZIO SANTIN**  
senior investment manager  
Pictet Asset Management



*Non crediamo che il comportamento dei listini, caratterizzato da una leadership molto ristretta negli Usa e in misura marginalmente inferiore in Europa, sia stato irrazionale: il mercato ha semplicemente seguito gli utili aziendali*



gamma più ampia di titoli: sia i fattori growth (di crescita), sia quelli value (di valore) sono stati all'incirca uguali in questo periodo».

Il processo vanta fondamentali piuttosto solidi per potere continuare ed espandersi ulteriormente: uno di questi è uno scarto di valutazioni ai limiti dell'impressionante. Qualche numero al riguardo viene snocciolato da Alec Murray, di Amundi Us: «L'indice S&P 500, dominato dalle mega-cap, quota a 20x gli utili per azione stimati per il 2024, mentre l'S&P equal weighted è solo a 16x, in linea con le medie storiche. Le valutazioni più basse della parte non mega-cap del mercato azionario statunitense potrebbero attirare l'interesse degli investitori, soprattutto se la crescita degli utili si riprendesse come



previsto». Inoltre, la storia ha dimostrato che raramente multipli elevati rappresentano la preoccupazione numero uno dell'ampissima base di investitori nell'azionario made in Usa.

#### NULLA È SCONTATO

Ma è buona regola in questo ambito non dare nulla per scontato: la ripresa recente potrebbe essere stata un fuoco di paglia con una leadership destinata a rimanere nelle mani della tecnologia a lungo. Ad esempio, in mancanza di mutamenti importanti a livello di costo del denaro e di equity risk premium, **Fabrizio Santin**, senior investment manager di **Pictet Asset Management**, non vede grandi sconvolgimenti all'orizzonte: «Non crediamo che il comportamento dei listini, caratterizzato da una leadership molto ristretta negli Usa e in misura marginalmente inferiore in Europa, sia stato irrazionale: il mercato ha semplicemente seguito gli utili aziendali. La capacità delle Magnificent seven e dell'ecosistema industriale riconducibile alla filiera dei semiconduttori di continuare a sovraperformare dipende da due fattori macro: una decelerazione della crescita Usa a vantaggio di altre aree geografiche che ancora non si palesa (anzi, da inizio 2024 la divergenza economica si è mossa a favore degli Stati Uniti) e una discesa decisa dei rendimenti obbligazionari che avvantaggerebbe maggiormente le small cap, che hanno una leva finanziaria più elevata rispetto alle large cap. In assenza di queste due precondizioni, crediamo che la leadership del mercato resterà concentrata».

#### UNA PAURA DIFFUSA

Un ulteriore ostacolo a una dispersione più razionale dei rendimenti è la paura diffusa sulle sorti dell'economia globale: in questo contesto, le megacap tecnologiche hanno cambiato pelle. Non vengono più, infatti, considerate azioni ad alta duration, bensì sempre più utility quasi monopolistiche, caratterizzate però da margini e potenziale di crescita ancora imponenti: de facto un safe haven ideale in un quadro di difficilissima lettura. A ciò si aggiunge il problema dei flussi di liquidità verso gli strumenti passivi, che si concentrano gioco forza sulle azioni a maggiore capitalizzazione in un ciclo che si autoalimenta. **Stefan Rondorf**, senior investment strategist di **Allianz Global Investors**, sostiene: «L'ascesa dei grandi nomi della tecnologia, dotati di bilanci estremamente solidi, può essere interpretata come la ricerca di un porto sicuro da parte degli investitori, in particolare in seguito agli shock che hanno colpito le banche regionali statunitensi. Se però non ci fosse un hard landing a livello macro, la crescita degli utili dovrebbe allargarsi e gli investitori potrebbero dunque dimostrarsi attratti dalle più ragionevoli valutazioni disponibili in altri comparti. Comunque, l'elevata concentrazione dell'equity americano potrebbe non calare velocemente per due ragioni: innanzitutto, a parità di condizioni, forti flussi verso strumenti passivi favoriscono i titoli con maggiore peso all'interno degli indici. Inoltre, Big Tech continua a godere di una condizione di quasi monopolio, il che fa sì che



*Prevediamo una continua espansione dei ricavi e degli utili, ma i margini dipendono dal contesto del mercato del lavoro e dall'inflazione, che si sta dimostrando più persistente di quanto previsto in precedenza*



**LEWIS GRANT**  
senior portfolio manager  
for global equities  
Federated Hermes

sia difficile, per il gruppo con caratteristiche mediane nell'S&P 500, riuscire a pareggiare la redditività e la capacità di generare liquidità dei colossi».

Anche in questo caso però, i mercati potrebbero trovarsi di fronte a una realtà ben diversa rispetto a quella attesa. Alec Murray di Amundi, ad esempio, sembra piuttosto scettico nei confronti della tesi appena esposta. Difficilmente, secondo lui, un rinnovato periodo di avversione al rischio risparmierebbe i protagonisti dell'It: «In caso di recessione, le azioni subirebbero quasi certamente un calo. Se i titoli delle mega-cap si sono dimostrati difensivi durante la pandemia, questa volta potrebbero non esserlo altrettanto in caso di recessione, dato che sono così diffusi nei portafogli. Gli investitori venderebbero ciò che possiedono, ossia le mega-cap».

In definitiva, sicuramente conviene tornare a una maggiore diversificazione, con però il caveat di basarsi su un'ottica di lungo periodo e un accurato stock picking: non sembra infatti sensato puntare su un'ondata generale di rialzi.

## PUNTARE SULLA QUALITÀ

Molte delle considerazioni fatte dipendono dall'avverarsi di uno dei due scenari principali: o un quadro complessivo caratterizzato da un Pil Usa ancora in rialzo oppure una moderata e comune recessione. Occhio, però, a escludere l'eventualità di una nuova fase semi-stagflativa, che potrebbe fare pendere di nuovo la Fed verso atteggiamenti draconiani, con conseguenze pessime facilmente immaginabili per l'economia. Lo stesso Alec Murray sottolinea,

infatti, che i prossimi mesi potrebbero risultare accidentati: «Una recessione è ancora possibile, dato che i tassi d'interesse rimarranno più alti più a lungo, creando un rischio di ribasso per le nostre previsioni finanziarie». A queste considerazioni si aggiunge la nota di **Lewis Grant**, senior portfolio manager for global equities di **Federated Hermes**: «Prevediamo una continua espansione dei ricavi e degli utili, ma i margini dipendono dal contesto del mercato del lavoro e dall'inflazione, che si sta dimostrando più persistente di quanto previsto in precedenza». In pratica, attenzione a dare per morto il drago inflativo a fronte del quale, comunque, dovremo abituarci a un costo del denaro più alto rispetto a quello che abbiamo conosciuto nell'era fino alla pandemia.

Peraltro, non tutto il complesso produttivo statunitense è caratterizzato da margini di profitto così elevati da essere attrezzato a gestire una nuova spirale dei costi. **Paul Middleton**, global equities portfolio manager di **Mirabaud Asset Management**, ad esempio, invita a non abbandonarsi a facili entusiasmi: «Nel 2023 l'S&P 500 ha conseguito utili inferiori rispetto al passato; questo fatto fa partire il 2024 con un confronto vantaggioso. Il consenso attuale ritiene che nel 2024 i profitti cresceranno del 10%. Il mercato apprezzerrebbe se questa stima fosse più bassa e ci fosse un maggiore potenziale di sorpresa al rialzo. Tuttavia, facendo un'analisi più approfondita, vediamo che il settore tecnologico statunitense rappresenta il 30% dell'indice e si prevede che crescerà del 20%; quindi, al netto del settore tecnologico, l'S&P

dovrebbe registrare una crescita degli utili di circa il 5%, il che a nostro avviso sembra più ragionevole».

## CERCARE RESILIENZA

Di conseguenza, non si può adottare soluzioni semplicistiche come passare da un portafoglio ultra-concentrato a uno equal weight: probabilmente, non siamo in un paradigma che consente un numero elevato di vincitori nei vari segmenti del complesso statunitense, sia nel caso di una contrazione economica standard, sia tanto meno a fronte di un permanere dei problemi dell'ultimo anno. Sarà infatti necessario identificare all'interno di ogni tema, come ricorda **Marc Pinto**, cfa, head of Americas equities di **Janus Henderson Investors**, le realtà caratterizzate da maggiore resilienza e qualità in termini di vantaggi competitivi e di gestione: «La concentrazione tra i titoli più volatili dell'indice S&P 500 smorza l'ottimismo suscitato dai recenti record del mercato. Gli Stati Uniti rappresentano attualmente quasi la metà dell'Msci All-Country World IndexTm e il settore tecnologico comprende oltre un quarto dell'S&P 500, senza contare le piattaforme internet e di e-commerce non classificate come tecnologiche. I tanto citati "magnifici sette" sono raddoppiati di valore nel 2023, mentre l'indice S&P 500 a parità di peso ha registrato un modesto risultato positivo e questa disparità si estende alle valutazioni e agli utili. In questo contesto, riteniamo che sia fondamentale concentrarsi sulla qualità, ossia su quelle società in grado di garantire una crescita costante, ma non necessariamente rapida, degli utili».

Parole ancora più caute vengono pronunciate da **Matthew Benkenorf**, cio della boutique **Quality Growth** di **Vontobel**, che mette in guardia dall'ottimismo generalizzato: «A nostro avviso, le stime di consenso sono troppo ottimistiche per il mercato azionario statunitense di quest'anno, in quanto prevedono una crescita degli utili del 10% e un mercato che si adeguerà o addirittura farà meglio di questi guadagni. Pensiamo che questa previsione possa portare a una situazione rischiosa, dove gli investitori detengono il mercato sulla base di aspettative troppo ottimistiche. Quest'anno c'è molto più spazio per una delusione che per una sorpresa positiva negli utili del mercato. Come investitori, cerchiamo società che mostrino prevedibilità e che si basino su aspettative ragionevoli». Vale dunque la pena di capire dove e come fare ciò.



# Consumi, cercare i grandi vincitori

**L'economia americana è stata sostenuta dai consumi: la liquidità resa disponibile alle famiglie durante la pandemia ha alimentato la domanda privata. A ciò si è aggiunto un mercato del lavoro forte, con dinamiche salariali che, in parte, hanno contrastato le ricadute dell'inflazione. Se l'economia Usa mostrasse una tenuta nel 2024, si aprirebbero diverse opportunità nell'indice S&P 500, ad esempio nel comparto dei consumi discrezionali, nel quale sono presenti titoli growth a corsi ragionevoli. Tuttavia, proprio per una serie di caratteristiche che hanno contraddistinto il mercato degli States, dove c'è stata una sovraperformance delle large-cap, un forte stock picking diventa la discriminante fondamentale nelle decisioni di investimento**

Come è quasi sempre accaduto in passato nei momenti più difficili, a tenere a galla l'economia statunitense sono stati i consumi. È vero che un grande impulso alla crescita del Pil nel periodo post-2019 è arrivato dal fortissimo disavanzo pubblico, ma l'America, a differenza dell'Europa, può contare su meccanismi di trasmissione degli stimoli molto più efficaci. In soldoni, una volta che vengono messi quattrini nelle tasche delle famiglie statunitensi (qualunque siano le forme scelte), velocemente questa liquidità

alimenta la domanda privata. A ciò si aggiunge il fatto che il Paese presenta in molti ambiti scarsità di manodopera, il che ha portato a una buona dinamica dei salari in grado, almeno parzialmente, di contrastare gli effetti dell'inflazione.

Non è incredibile pensare che nel 2024 l'andamento possa risultare più tiepido, ma, se si adotta come scenario centrale una discreta tenuta di quello che è forse il più importante pilastro dell'economia globale, si apre per l'S&P 500 un insieme di opportunità non da poco. Infatti, proprio in precisi ambiti del segmento consumer discretionary (e non solo in esso), si possono identificare diversi nomi che presentano ottime caratteristiche di growth a corsi ragionevoli. Ovviamente, in un listino vasto come quello Usa, è possibile approcciare questa filosofia di investimento attraverso una marea di settori, temi e modalità.

## POTENZIALE DI CRESCITA

Per cominciare a inquadrare il tutto, vale la pena iniziare da una constatazione: gli Stati Uniti sembrano per certi versi un'economia in uno stato di "goldilocks", in cui è possibile trovare aziende enormi, benissimo gestite e quasi inattaccabili nei loro mercati di riferimento. E questi ultimi non di rado sono caratterizzati da un potenziale di crescita rimanente non da poco. Da questo punto di vista un ragionamento interessante viene proposto da **Christophe Nagy**, gestore del fondo **Comgest Growth America**



**CHRISTOPHE NAGY**  
gestore del fondo  
**Comgest Growth America**  
**Comgest**

*Crediamo che sia importante concentrarsi su gruppi che abbiano un vantaggio competitivo che garantisca loro di continuare a crescere nel lungo periodo*

di **Comgest**: «Nel 2023 l'unico modo per brillare nel mercato statunitense sembrava che fosse battere i "magnifici sette". Tuttavia, negli ultimi 30 anni negli Usa si è registrato un incremento del 50% del numero di società, che sono passate da 4 milioni a 6 milioni. Allo stesso tempo, però, si è assistito a un aumento della concentrazione nell'economia e la questione ha acquisito rilevanza per gli investitori che devono riconoscere le migliori imprese in cui investire. Crediamo che sia importante concentrarsi su gruppi che abbiano un vantaggio competitivo che garantisca loro di continuare a crescere nel lungo periodo. Per farlo, occorre analizzare il modello di business delle società durante il loro ciclo di vita attraverso la "curva a S" della crescita di qualità. Se ci si muove lungo



questa curva, è possibile trovare alcune realtà che, a livello di percezione pubblica, sono poco mature, ma che hanno al loro interno alcune divisioni che stanno crescendo più velocemente e che le rendono interessanti».

#### **UN FORTE STOCK PICKING**

Non sorprende, dunque, che, contrariamente a quanto tradizionalmente stabilito dalla teoria finanziaria, da anni assistiamo a una sovraperformance delle large-cap, pur in presenza di un'elevata propensione al rischio generale. In pratica, negli States si è sviluppato un processo di forte disuguaglianza non solo per le persone fisiche, ma anche nell'alveo aziendale. Quest'ultimo sempre di più, in pratica, si è diviso nettamente fra vincitori e vinti: non è incredibile pensare che il trend possa continuare anche in futuro, se non addirittura accelerare. Il paradigma nel quale ormai il sistema statunitense si sta muovendo appare appunto coerente con la previsione di una moderata rotazione della leadership al di fuori dei "magnifici sette", ma comunque entro un pool relativamente ristretto di nomi. Di conseguenza, un forte stock picking appare più centrale che mai, anche se può portare a trovare società interessanti nell'ambito delle capitalizzazioni più contenute per gli standard locali. **Federico Polese**, fondatore di **Simplify Partners**, sostiene: «L'indice Russell 2000 potrebbe essere una scelta oculata per capitalizzare sull'economia dei consumi americani. Que-

sto benchmark include una vasta gamma di aziende di piccola e media capitalizzazione per il mercato Usa, ma che sarebbero grandi in Europa, e rappresentano vari settori: potrebbero beneficiare della resilienza dei consumatori statunitensi».

#### **UNA DEMOGRAFIA MATURA**

A questo punto viene da chiedersi se vi sono settori o temi particolarmente ricchi di gruppi orientati al segmento consumer con le caratteristiche che sono state tratteggiate. Per rispondere a questa domanda, occorre operare un'ulteriore considerazione, ossia il fatto che l'America è una terra di grandi contraddizioni e di polarizzazioni estreme anche a livello demografico. In generale, la quota di popolazione anziana è, seppure più bassa rispetto all'Europa, decisamente significativa. Infatti, la percentuale di over 65 si posiziona attualmente al 18%: gli Stati Uniti, dopo tutto, sono un'economia matura. Inoltre, i cosiddetti baby boomer detengono un ammontare enorme di ricchezza e abitudini di spesa decisamente sofisticate. Dall'altra parte, vi è la generazione dei millennial, che, con oltre 72 milioni di persone, si configura come la più vasta nella storia del paese. Infatti, il tasso di nascite negli Usa riprese ad aumentare fra la fine degli anni '70 e la metà dei '90, fase storica in cui si sono avuti anche massicci fenomeni migratori. A essa si ac-



**MICHELLE CLUVER**  
portfolio strategist  
Global X

*I consumatori costituiscono la linfa vitale dell'economia americana. A sua volta la forza del mercato del lavoro fornisce una solida spina dorsale alla tenuta dei consumi*

compagna quella successiva (gli Z), ormai giunta all'età adulta e che, con i suoi 68 milioni di membri circa, rappresenta un blocco quasi altrettanto significativo.

#### CAMBIAMENTI CULTURALI

Il risultato è che oggi gli Usa si ritrovano con un'enorme pool di acquirenti arrivato finalmente alla maturità, con valori culturali molto diversi da quelli dei boomer, i quali però compensano i loro numeri più modesti con una disponibilità di risorse notevolissima. Intercettare il crescente potere d'acquisto dei giovani e meno giovani rappresenta dunque un obiettivo cruciale e non semplice da raggiungere. Per quanto riguarda questo punto, vale la pena portare all'attenzione quanto espresso da **Michelle Cluver**, portfolio strategist di

**Global X**: «I consumatori costituiscono la linfa vitale dell'economia americana. A sua volta la forza del mercato del lavoro fornisce una solida spina dorsale alla tenuta dei consumi. L'aumento del livello di debito e degli insoluti delle persone rappresenta un'area di preoccupazione che stiamo monitorando, dall'altra parte, però, il calo delle pressioni sui prezzi probabilmente porterà a miglioramenti in alcuni comparti dei consumi discrezionali. In particolare, crediamo che saranno soprattutto beni e servizi di minore dimensione a godere di questo fenomeno».

Gli americani, dunque, sembrano più vogliosi di godersi la vita e rivolgersi alla qualità e all'innovazione nella miriade di occasioni di shopping con cui entrano in contatto ogni giorno che di impegnarsi in spese di vasta entità. Si tratta di una chiave di lettura che **Paul Middleton**, global equities portfolio manager di **Mirabaud Asset Management** declina esplicitamente focalizzandosi sugli under 45: «Concordiamo nel ritenere che i consumatori statunitensi possano dimostrare probabilmente una resilienza maggiore delle aspettative, ma, come sempre, dobbiamo essere selettivi e assicurarci di essere allineati ai driver di crescita strutturali. Con riferimento al nostro tema sui consumatori millennial e Gen Z, abbiamo un'esposizione a settori come il beauty e l'industria del caffè, che costituiscono en-

trambi una quota sempre maggiore dei portafogli dei consumatori. Starbucks ha recentemente sottolineato che "i clienti millennial e della Gen Z acquistano caffè freddo tutti i giorni" e ciò sta supportando la sua crescita. Nel settore del beauty, Ulta ha notato che i clienti della Gen Z si rivolgono sempre a loro prima di investire nella cura della pelle, alimentando così un ulteriore sviluppo».

#### FRA STAPLES E DISCRETIONARY

Una logica non molto diversa muove anche **Matthew Benkenndorf**, cio della boutique **Quality Growth** di **Vontobel** che sottolinea che quelli che potremmo definire come i piccoli piaceri della vita si collocano in una zona grigia fra i beni di largo consumo e quelli discrezionali, area che, al contempo, offre la possibilità di puntare su imprese con business quasi oligopolistici: «Nel settore dei beni di consumo discrezionali (consumer discretionary), Starbucks è un'azienda interessante, in quanto ha una domanda per i suoi prodotti simile a quella dei consumer staples e ha intrapreso iniziative di auto-miglioramento che le permetteranno di continuare a fare crescere la sua attività negli Stati Uniti. Amazon è un'altra società da tenere sotto osservazione: è normalmente considerata un operatore del settore tecnologico, ma la sua attività più sorprendente e positiva è stata il commercio al dettaglio, sia negli Stati Uniti, dove la redditività ha proseguito a migliorare costantemen-



*Concordiamo nel ritenere che i consumatori statunitensi possano dimostrare probabilmente una resilienza maggiore delle aspettative, ma, come sempre, dobbiamo essere selettivi e assicurarci di essere allineati ai driver di crescita strutturali*



**PAUL MIDDLETON**  
global equities  
portfolio manager  
Mirabaud Asset Management







te, sia sul piano internazionale, dove l'azienda continua ad acquisire una dimensione di scala espandendo le proprie attività a un livello di redditività crescente e sostenibile. Anche nel settore dei beni di consumo discrezionali, il tempo libero e i viaggi continueranno a beneficiare di un consumatore che continua a mostrarsi resiliente. Booking.com è un'altra società che, a nostro avviso, continuerà a sfruttare questa resilienza».

#### ANCHE NOMI DIFENSIVI

Di fondo, però, continuano a farsi sentire un costo del denaro e condizioni finanziarie non delle più facili, oltre che un certo grado di incertezza. Non deve quindi più di tanto stupire se meno numerose sembrano le opportunità in ambiti quali il mercato dell'auto o l'immobiliare. Peraltro, come accennato, probabilmente un minimo in Usa sarà necessario tirare la cinghia, dato l'assottigliamento delle scorte di liquidità disponibile dopo anni di festa. Non sorprendentemente, dunque, vi è anche chi consiglia di diversificare su nomi più difensivi, in grado di reggere con volatilità limitata anche le fasi di recessione. Anche **Alec Murray**, head of equity client portfolio managers di **Amundi Us**, elabora consigli su questa linea: «L'aumento del reddito disponibile reale nella seconda metà del 2023 è stato inferiore alla spesa per consumi reali, che prevediamo che rallenterà per riflettere il calo della crescita del reddito disponibile reale. In quest'ottica, privilegiamo le aziende di consumo che vendono beni di prima ne-

cessità, come quelle che collocano assicurazioni per auto e proprietà».

Sulla stessa lunghezza d'onda si muove anche **Charles Kantor**, senior portfolio manager di **Neuberger Berman**: «Nonostante le previsioni di una riduzione dei consumi in seguito all'esaurimento degli stimoli legati alla pandemia, la fiducia dei consumatori rimane forte. Sebbene le spese si siano spostate per dare la priorità ai bisogni rispetto ai desideri e gli acquirenti a basso reddito stiano affrontando maggiori difficoltà, in definitiva i consumatori continuano a spendere. Inoltre, grazie alla crescita dei salari, il forte calo dell'inflazione (al 3,7% dal 9,1% nel 2023) ha permesso a molti consumatori di sentirsi più sicuri del proprio potere d'acquisto, dato che i redditi reali delle famiglie sono diventati positivi. Riteniamo che per gli investitori sia fondamentale capire in quale modo i consumatori stabiliscono le priorità di spesa, soprattutto in caso di recessione economica. Ad esempio, aziende come McDonalds, Walmart, Dollar Tree e persino il rivenditore di prodotti off-price T.J. Maxx hanno generato vendite positive nei punti vendita durante la Grande crisi finanziaria e riteniamo che questo tipo di imprese possa ottenere risultati simili anche nella prossima crisi». Tale analisi appare particolarmente pregnante per il fatto che va contro corrente rispetto a quel trend definibile come ricerca del premium nei piccoli acquisti che è stato portato all'attenzione in precedenza.



**CHARLES KANTOR**  
senior portfolio manager  
Neuberger Berman

“

*Sebbene le spese si siano spostate per dare la priorità ai bisogni rispetto ai desideri e gli acquirenti a basso reddito stiano affrontando maggiori difficoltà, in definitiva i consumatori continuano a spendere*

”

In questo caso si tratta di potenziare il grado di diversificazione del proprio portafoglio, puntando su nomi dominanti nella competizione incentrata su volumi e prezzi, che incidentalmente godrebbero di una non indifferente spinta da un acuto ribasso dei tassi indotto da un'eventuale contrazione del Pil. Una filosofia di investimento incentrata su uno scenario che potremmo definire di moderato ottimismo per quanto riguarda la fascia intermedia e giovane della piramide demografica statunitense. Di seguito vale la pena capire, invece, come puntare sul potere d'acquisto del gruppo finanziariamente più potente del mondo: i baby boomer statunitensi.



# Il presidente Keynes

**Dal 2017 in poi, nell'economia americana hanno avuto grande importanza i piani quasi keynesiani di espansione infrastrutturale e di reindustrializzazione, legati anche alla oggettiva arretratezza del capitale fisico in molte aree del paese. Questi ultimi hanno fornito una spinta significativa ai segmenti del settore manifatturiero a essi correlati. Gli Stati Uniti, in altre parole, hanno deciso di riallocare una grande quantità di risorse, per un lungo periodo di tempo, con la finalità di recuperare forti arretratezze. A ciò va aggiunta la rilocalizzazione di alcune attività produttive, dopo anni di delocalizzazione, favorita anche da incentivi da parte del governo federale, che ha fatto crescere l'attività di costruzione del settore manifatturiero**

«Se si vuole pensare ad alternative al di fuori dei consumi, le spese per infrastrutture continuano a beneficiare di una grossa spinta. Gli investimenti in questo ambito hanno fornito un sostegno alla resilienza dell'economia statunitense». Queste parole di **Michelle Cluver**, portfolio strategist di **Global X**, servono a introdurre un ulteriore importante tema quando si avvicinano gli Stati Uniti di questi anni: il fatto che dal 2017, e poi in maniera ancora più marcata dal 2021, l'economia locale è tornata ad adottare un

approccio prettamente keynesiano. In particolare modo, hanno avuto grande importanza i piani di espansione infrastrutturale e reindustrializzazione, che stanno fornendo una spinta non indifferente a diversi comparti manifatturieri legati a queste manovre.

La logica che ha portato, sia Trump, sia Biden, a convergere su questo punto nasce dalla situazione di oggettiva arretratezza a livello di capitale fisico in molte aree degli Usa, che, va ricordato, sono una nazione che si è modernizzata molto prima di diverse economie europee e non ha subito le distruzioni della seconda guerra mondiale.

## DECENNI IN DISCUSSIONE

Inoltre, le difficoltà a livello di catene di fornitura in era post-Covid e, ovviamente, i non facili rapporti con la Cina, stanno rimettendo in discussione, fra le classi manageriali locali, decenni di ossessiva ricerca di efficienza e di vantaggi comparati nella delocalizzazione in giro per il pianeta. Va detto che tutto ciò è stato reso possibile perché le imprese Usa sono state cullate da una generosità del governo federale senza pari. Prima o poi un minimo di ordine ovviamente dovrà essere rimesso, ma va detto che margini per una continuazione dell'intervento pubblico sembrano esserci. In particolare, **Garrett Melson**, portfolio strategist di **Nim Solutions**, sottolinea che a livello locale la situazione delle finanze è meno impresentabile rispetto ai disavanzi mostruosi ai quali



**GARRETT MELSON**  
portfolio strategist  
Nim Solutions

*L'attività di costruzione del settore manifatturiero continua a crescere a un ritmo sostenuto, grazie agli incentivi legislativi e alla riconfigurazione della supply chain*



**ANDREW SMITH**  
gestore portafoglio clienti,  
azionario Us,  
**Columbia Threadneedle**  
**Investments**



*In un'epoca di tensioni geopolitiche, in cui le tendenze alla de-globalizzazione si consolidano sempre di più, l'on-shoring e il re-shoring della produzione sono largamente diffusi e riteniamo che alcuni comparti del settore industriale possano sfruttarli a proprio vantaggio*



ormai Washington ci ha abituati: «L'attività di costruzione del settore manifatturiero continua a crescere a un ritmo sostenuto, grazie agli incentivi legislativi e alla riconfigurazione della supply chain. A questo proposito, il più ampio capex sembra continuare a essere di supporto, in quanto la spesa in beni strumentali genera ulteriore spesa in altri beni strumentali e le aziende cercano di investire sempre di più per aumentare l'efficienza sulla scia dell'esperienza del biennio 2021-2022. Mentre la spesa

federale è destinata a diminuire, i governi statali e locali rimangono ricchi di liquidità e dovrebbero continuare a fornire un significativo impulso fiscale».

#### **ANCORA SOLDI DA SPENDERE**

L'intervento di Melson è interessante anche per un'altra ragione, ossia avere portato all'attenzione l'ampiezza delle ricadute economiche del neo-kenyenesimo made in Usa. Si tratta dunque di un balsamo che potrebbe fare molto per allargare la rotazione dei titoli dell'equity locale, al di fuori delle mega-cap tecnologiche e dei player più competitivi nello spettro dei consumi. **Andrew Smith**, gestore portafoglio clienti, azionario Us, di **Columbia Threadneedle Investments**, appare decisamente convinto delle prospettive reddituali del complesso industriale americano: «Negli ultimi anni l'economia statunitense ha beneficiato di una grande quantità di stimoli monetari, a partire dai programmi di sostegno durante la pandemia di Covid, all'Inflation reduction act (Ira), dai pacchetti infrastrutturali alla legge sui chip e ai sussidi per l'energia verde e molto altro. Tutto ciò ha dato un enorme impulso alla spesa e agli investimenti interni, soprattutto in un momento in cui molti produttori e aziende industriali statunitensi cercano di salvaguardare la sicurezza delle catene di approvvigionamento riportando la produzione in patria e approfittando dei generosi aiuti e sussidi offerti. In un'epoca di tensioni geopolitiche, in cui le tendenze alla de-globalizzazione si consolidano sempre di più, l'on-shoring e il re-shoring della produzione sono largamente diffusi e riteniamo

che alcuni comparti del settore industriale possano sfruttarli a proprio vantaggio. Tuttavia, il fenomeno dovrebbe essere mitigato da un aumento dei tassi di riduzione delle scorte nel settore, man mano che le catene di approvvigionamento ritorneranno alla normalità».

#### **ENORMI RISORSE**

È interessante notare un altro fattore: quelli di cui si parla sono normalmente gruppi dalle caratteristiche piuttosto cicliche, appartenenti a settori che nel resto del mondo non attraversano un gran periodo. La Cina, sicuramente, non è nella posizione di potere rilanciare più di tanto lo stimolo infrastrutturale, dopo decenni di crescita vorticoso (e veri e propri eccessi) in questo ambito. L'Europa non è nelle condizioni istituzionali, e probabilmente neppure macroeconomiche, per spingere realisticamente a tutto gas nella direzione di grandi piani di spesa pubblica in conto capitale. Gli Stati Uniti, invece, hanno deciso di collocare enormi risorse per un periodo indefinito di tempo, allo scopo di recuperare le sacche di arretratezza. Come ricordato in apertura, si tratta inoltre di uno dei pochi punti sul quale sembra esserci un accordo bipartisan; pertanto, grosse sorprese non dovrebbero arrivare neppure da un'eventuale elezione di Trump.

Vi è, dunque, la possibilità che anche un ambito tradizionalmente non considerato come uno dei maggiori punti di forza statunitensi possa configurarsi con caratteristiche più sistematicamente growth nei prossimi anni.



# Healthcare, growth e difensivo

**Il farmaceutico e altri segmenti del sistema sanitario sono una growth story all'interno del mercato americano e la ragione va ricercata nel modello di sviluppo economico e sociale del paese: un sistema capitalistico, con un elevato grado di consumismo e un modello sanitario fortemente liberista. A ciò si aggiunge il continuo lievitare dei costi in questo ambito. Inoltre, nel farmaceutico si è sviluppato un modello molto venture capital-centrico per quanto riguarda la ricerca. In esso le grandi aziende si pongono come fornitori di capitali e servizi di distribuzione e marketing, rendendo meno instabile il ciclo dei brevetti**

L'America spesso anticipa e amplifica fenomeni che poi finiscono per diffondersi in tutto il pianeta. Molti di essi sono positivi, altri un po' meno: tra questi ultimi ci sono diversi problemi che riguardano la cura della salute che sono inevitabilmente legati all'evolversi del capitalismo statunitense. Il Paese, in pratica, vanta un elevatissimo grado di consumismo, combinato con l'invecchiamento di una popolazione molto ricca e un sistema sanitario fortemente orientato al modello liberista. Il risultato è che la popolazione locale è gravata, da un lato, da una crescente quantità di malattie croniche che vanno dai problemi all'apparato

cardiocircolatorio al diabete e ai tumori, dall'altro lato, dal fatto che ciò alimenta un processo innovativo di altissimo livello che rende il farmaceutico e altri segmenti del sistema sanitario Usa una growth story strutturale pari almeno a quella dell'It, con la quale, peraltro, si interseca non poco.

## **COSTI IN CRESCITA**

A tutto ciò si aggiungono costi in perenne lievitazione: in concreto, una buona parte della straordinaria ricchezza della generazione di americani più anziani verrà destinata a cure sempre più avanzate. Non sorprendentemente, **Grant Bowers**, portfolio manager di **Franklin Equity Group** vede davanti un lungo periodo di crescita: «Riteniamo che il settore healthcare, sostenuto da trend pluridecennali della domanda da parte di una popolazione che invecchia a livello globale, offra una notevole quantità di opportunità. Ad esempio, rimaniamo entusiasti delle innovazioni interessanti nell'ambito della tecnologia medica, tra le quali la robotica chirurgica, lo sviluppo di farmaci e i sistemi di bio-processo».

## **ANCHE UTILI STABILI**

Sarebbe però sbagliato descrivere questo cruciale comparto della prima economia del mondo come una pura e semplice scommessa sull'evoluzione della scienza, dalle potenzialità esplosive (ad esempio nell'ambito delle cosiddette orphan drug



**KEVIN THOZET**  
membro dell'Investment  
committee  
Carmignac

*Nel settore healthcare, i leader di mercato come Eli Lilly dovrebbero continuare a ottenere buoni risultati, poiché le previsioni di profitto a breve termine non riflettono ancora la possibile forza del mercato legato ai farmaci per il diabete e alla ripresa dell'offerta per le terapie legate all'obesità*

per curare malattie rare), ma anche dal forte grado di incertezza. Infatti, diversi gruppi che operano lungo questa complessa filiera sono caratterizzati da utili stabili, una posizione competitiva dominante e un management attento a massimizzare il rendimento per gli azionisti. **Kevin Thozet**, membro dell'Investment committee di **Carmignac**, spiega questa dualità in maniera molto chiara: «La concentrazione dei rendimenti richiede cautela e l'adozione di una strategia di bilanciamento che

consenta di diversificare le azioni rispetto ai titoli più favoriti. Ciò significa rivolgersi, da un lato, ai settori difensivi, come la sanità e i beni di prima necessità, e, dall'altro, puntare su un potenziale di rendimento più elevato, come per i beni di consumo, il settore industriale e i finanziari. Nel comparto healthcare, i leader di mercato, come Eli Lilly, dovrebbero continuare a ottenere buoni risultati, poiché le previsioni di profitto a breve termine non riflettono ancora la possibile forza del mercato legato ai farmaci per il diabete e alla ripresa dell'offerta per le terapie legate all'obesità. Inoltre, siamo orientati a un approccio contrarian positivo sugli strumenti e i servizi per le life science, con aziende del calibro di Thermo Fischer o Danaher. Il segmento è destinato a espandersi e ha probabilmente già iniziato a farlo, in un contesto in cui le società farmaceutiche esternalizzano già più della metà della produzione di farmaci blockbuster; e si tratta di una tendenza in aumento».

#### OTTIMISMO E PRUDENZA

In pratica corporate America ha elaborato, in ambito farmaceutico (il ragionamento si può, però, adattare all'intera filiera dell'healthcare), un modello molto venture capital-centrico per quanto riguarda la ricerca. In esso le major si pongono come forni-

tori di capitali e servizi di distribuzione e marketing e, in questa maniera, hanno reso meno instabile il ciclo dei brevetti che in passato ha causato non pochi grattacapi. Un simile paradigma, dunque, presenta caratteristiche sia difensive, sia fortemente growth e, di conseguenza, sembra adattarsi alle prospettive di moderato ottimismo, accompagnate però da una certa dose di prudenza, che caratterizzano molti altri temi legati ai consumi made in Usa. Questo approccio, peraltro, avrebbe per **Lewis Grant**, senior portfolio manager for global equities di **Federated Hermes**, diversi benefici anche nel caso di difficoltà nel riportare alla ragione le spinte sui prezzi: «L'inflazione persistente è un ostacolo per i cosiddetti titoli dello "status quo". In generale, il caro-vita resiliente favorisce le opportunità value, anche se alcuni temi sono in grado di favorire la crescita, nonostante i rischi inflazionistici: la cura dell'obesità e l'AI ci sono riusciti nel 2023. In caso di pressioni inflazionistiche impreviste, a essere premiate saranno comunque le società con un buon profilo difensivo (brevetti estesi, bilanci solidi, prodotti di nicchia o irreplicabili)». Un ventaglio di opportunità valido per ogni scenario si presenti, dunque, grazie a una popolazione sempre più matura e sempre più ricca.





# Tutti i nodi vengono al pettine

di **Daniel Zanin**  
analyst, investment research, Invesco

“Dai pettinati!” Tutti abbiamo una frase che più di altre ci ricorda la nostra infanzia. Questa probabilmente è la mia. Ho sempre avuto un diavolo per capello: forse è anche per questo motivo che, tra tutte le correnti letterarie che avrebbero potuto sorprendermi durante il liceo, fin da subito ho avuto un rapporto particolare con gli “scapigliati”. La scapigliatura nasce, a partire dalla seconda metà del 1800, nell'Italia settentrionale, ma si diffonde velocemente in tutta la penisola. La principale caratteristica di questo gruppo artistico era di essere animato da uno spirito di ribellione nei confronti, sia della cultura più tradizionale, sia della cultura romantica, quest'ultima considerata leggera ed esteriore. Tra i motivi per cui ne fui catturato tra i banchi di scuola c'era la costante ricerca del nesso tra natura fisica e psichica: un dubbio che mi ha sempre affascinato. Fu poi all'università che scoprii che gli investitori “in fondo in fondo” sono un po' tutti, “scapigliati”. La teoria dell'investitore razionale, guidato dall'oggettività della natura, si scontra con l'animo derivante dalla psiche umana e la sua natura più irrazionale. Nascono così quei bias comportamentali, che nient'altro sono che il tentativo, fallimentare, di riconciliare natura e psiche all'interno dei portafogli. Un modo più pragmatico per vedere questa eterna diatriba nel mondo degli investimenti è attraverso aspettative

e realtà. Questi due elementi in economia e finanza si scontrano quotidianamente. La prima guidata dal dualismo tra natura e psiche, la seconda mera rappresentazione della cruda verità. Seguendo questa premessa, mi fa particolarmente sorridere il fatto che uno dei grafici più celebri per monitorare aspettative e realtà si chiami “Hair chart”, grafico a capelli. Non sarà per caso un sottile richiamo degli economisti alla scapigliatura?

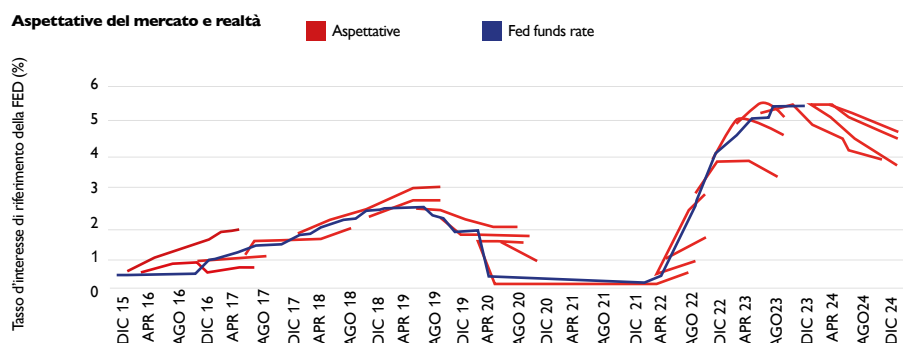
## DIFFICILE PREVEDERE IL FUTURO

Guardando il grafico 1, è abbastanza intuitivo capire da dove derivi il nome. Così come durante la mia adolescenza sarebbe servito un pettine a rendermi più ordinato, anche le aspettative degli investitori sull'andamento dei tassi d'interesse, storicamente,

avrebbero beneficiato di un pettine per avvicinarsi maggiormente alla realtà dei fatti. Se con il senno di poi è sempre facile trarre conclusioni, prevedere il futuro rimane da sempre una missione particolarmente ardua da compiere. Come disse Abraham Lincoln: «La migliore cosa del futuro è che arriva un giorno alla volta». È proprio pensando un giorno alla volta che anche oggi ci troviamo di fronte a un importante interrogativo per i prossimi mesi: l'economia e il ciclo degli utili si riprenderanno, convalidando le aspettative del mercato, o si verificherà un'inversione di tendenza nella performance degli asset più rischiosi?

Sebbene da un lato non abbiamo il pettine necessario a rendere perfetta la messa in piega delle nostre previsioni, dall'altro pos-

**GRAFICO 1: HAIR CHART, LE ASPETTATIVE SUI TASSI RISPETTO ALLA REALTÀ**



Fonte: Invesco dati a Febbraio 2024

siamo, però, formulare alcune aspettative che gli indicatori macroeconomici convalideranno, o meno, nel corso delle prossime settimane/mesi. A oggi gli investitori sembrano delineare due scenari più plausibili. Il primo è il consolidamento della ripresa, mentre il secondo è il passaggio a una fase di contrazione, sancendo la fine del ciclo economico, mai di fatto terminato dopo il rialzo repentino dei tassi d'interesse.

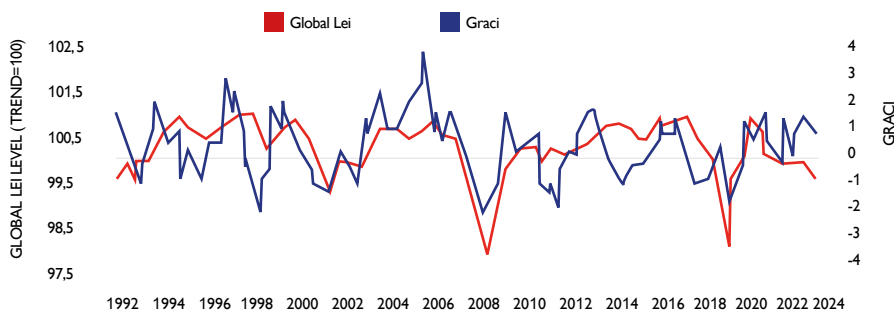
### Primo scenario: ripresa con un'accelerazione degli utili e un'inflazione stabile.

Analizzando, in chiave storica, i passati cicli economici, si nota che le aspettative del mercato, misurate per mezzo della propensione al rischio degli investitori, tendano ad anticipare i punti di flessione del ciclo economico globale, misurato attraverso gli indicatori anticipatori dell'economia. Generalmente, in queste fasi, gli utili aziendali e gli indicatori più ciclici tendono a validare le aspettative dei mercati finanziari. Un modo per illustrare quanto appena descritto è attraverso il grafico 2. Dall'immagine si evince che la propensione al rischio globale degli investitori (linea blu) storicamente ha avuto la capacità di anticipare di pochi mesi picchi e minimi negli indicatori anticipatori dell'economia globale (linea rossa). Se nel prossimo futuro si concretizzasse questo primo scenario, allora sarebbe lecito attendersi un netto miglioramento nella crescita degli utili e un mercato del lavoro solido, resiliente, con una ripresa ciclica materializzata anche fuori degli Stati Uniti, principalmente in Europa e Asia. Una condizione necessaria, ma non sufficiente, inoltre, dovrebbe arrivare dal continuo calo dei prezzi e dei tassi di interesse dettato dalle banche centrali accomodanti.

### Secondo scenario: contrazione, con una crescita inferiore al trend e in decelerazione, causata dall'impatto ritardato dell'inasprimento delle politiche monetarie.

Mentre i mercati si trovano a celebrare la fine della stretta monetaria, scontando molteplici tagli dei tassi per il 2024 (e oltre), gli investitori continuano a non perdere di vista il fatto che questo ciclo di inasprimento monetario è stato uno dei più aggressivi che la storia ricordi, sia in termini di entità, sia di velocità. Gli effetti ritardati si stanno

**GRAFICO 2: INDICATORI ANTICIPATORI DELL'ECONOMIA GLOBALE (GLOBAL LEI) E APPETITO PER IL RISCHIO DEGLI INVESTITORI (GRACI)**



Fonte: Invesco dati a gennaio 2024

ancora facendo strada nell'economia e nel sistema finanziario. Sebbene ogni ciclo sia diverso, l'evidenza storica ci ricorda che possono essere necessari fino a due anni affinché i mercati e l'economia incorporino l'impatto della politica monetaria nell'economia reale.

Se consideriamo le probabilità che la storia si ripeta, non dovremmo sorprenderci nell'ipotizzare di vedere, nei prossimi mesi, una crescita inferiore al trend e un mercato in rallentamento. Questo scenario non implica necessariamente una recessione, ma molto probabilmente, sia gli utili aziendali, sia gli indicatori anticipatori si allontanerebbero dalle rosee aspettative pubblicizzate negli ultimi mesi. Un'inversione verso la media del valore degli asset più rischiosi porterebbe, probabilmente, a una convergenza delle performance tra attività finanziarie rischiose e attività sicure.

Anche nel 2024, dunque, aspettative e realtà dovranno comunque scontrarsi con la necessità di avere un pettine a portata di mano che ci aiuti ad aggiustare le aspettative quando nuovi dati economici saranno resi progressivamente disponibili. Ciò che sarà importante, però, nel corso dell'anno, e per la costruzione dei portafogli, è evitare che l'irrazionalità della psiche prevalga sull'oggettività della natura. Controllare i nostri bias comportamentali, che spesso contraddistinguono le scelte d'investimento e trainano le nostre aspettative, potrà essere una chiave per costruire soluzioni diversificate che aiutino gli investitori a navigare l'incertezza alle porte. Alla fine, infatti, l'unica sicurezza è che, col passare dei mesi, tutti i nodi verranno al pettine e le aspettative dovranno fare i conti con il materializzarsi della realtà.

Personalmente, durante l'attesa, credo proprio che troverò il tempo per rileggere

questo passaggio tratto dall'opera di Arrigo Boito, esponente della scapigliatura, e intitolata "Dualismo":

*Ecco perché m'affascina  
L'ebbrezza di due canti,  
Ecco perché mi lacera  
L'angoscia di due pianti,  
Ecco perché il sorriso  
Che mi contorce il viso  
O che m'allarga il cuor.*

Non credo ci sia modo migliore per descrivere il sentimento dell'individuo nel provare a riconciliare quegli aspetti, personali, all'apparenza più antitetici e non conciliabili. Chissà, magari queste parole mi aiuteranno anche a essere più consapevole nel prendere decisioni razionali.

#### 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 28/02/2024, 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 di 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 [invesco.it](https://www.invesco.it). Una sintesi dei diritti degli investitori è disponibile al seguente link [invescoinvestormanagementcompany/lu](https://www.invesco.it/investormanagementcompany/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.

# Contribuire a un ecosistema sostenibile

a cura di **Pinuccia Parini**

Più di due anni fa la sostenibilità era una tema sulla bocca di tutti nei mercati finanziari. Oggi i toni sembrano più dimessi di allora, costellati da qualche disappunto sulle performance conseguite. Fondi & Sicav ne discute con **Didier Rabattu**, head of equities di **Lombard Odier Investment Managers**.

## **C'è un po' di delusione legata alla performance dei fondi sostenibili. Qual è il suo punto di vista in merito?**

«Ci sono due considerazioni da fare a questo proposito. La prima è che, è vero, i titoli azionari sostenibili hanno di recente deluso le aspettative, ma va detto che tutte le soluzioni tematiche non hanno fatto registrare ritorni azionari interessanti, salvo poche eccezioni: intelligenza artificiale e difesa. Per il resto, dall'invecchiamento della popolazione alla sanità, dall'ambiente ai consumi, la sottoperformance è stata generalizzata. La seconda è che c'è una grande differenza tra Esg e sostenibilità: i primi sono pratiche di business, mentre la seconda è collegata a come ci si attende che il

mondo economico possa cambiare e perché».

## **Perché mette Esg e sostenibilità in contrapposizione?**

«Ciò che sostengo è che i criteri Esg identificano buone pratiche aziendali da seguire, che si esplicitano, poi, in questionari da compilare sulla base dei quali viene assegnato un ranking. Se si considerano le società petrolifere, per citare un caso, si può notare che si posizionano bene in termini di rispetto delle business practice Esg, perché seguono esattamente ciò che i citati criteri indicano di fare. Ma la realtà è che queste aziende sono esse stesse il problema a causa dell'attività che svolgono: ad esempio, estraggono materiale fossile, lo raffinano, lo vendono e il combustibile viene a sua volta utilizzato per climatizzare gli edifici o fare circolare le auto. Il loro modello di business non è sostenibile per l'ambiente, indipendentemente dal loro rating. Ciò non significa che, in Lombard Odier Investment Managers, non si tenga conto che il profilo di attività di un'azienda possa cambiare. Nel caso citato in precedenza, si analizzano i diversi cambiamenti che avvengono all'inter-



**DIDIER RABATTU**  
**head of equities**  
**Lombard Odier Investment**  
**Managers**

no delle società cosiddette “brown” e delle trasformazioni avviate per rendere il modello di attività più sostenibile, ma ciò deve rappresentare una componente rilevante ed essere misurabile in termini di fatturato, profitti e capex. Considerazioni analoghe possono essere esplicitate per il settore alimentare, dove molto deve essere fatto ancora in termini di sostenibilità, visto che, per esempio, il prezzo di un prodotto finito è determinato più dalla logistica e per circa il 30% dalla promozione e dalla pubblicità; solo una minima parte è riconducibile alla materia prima utilizzata e la conseguenza è che il denaro che gli agricoltori ricevono non è allineato al prezzo che il consumatore paga per il cibo».

#### **Quindi in quali termini guarda alla sostenibilità?**

«Per me la sostenibilità è il cambiamento economico che si deve affrontare dinnanzi a un problema ambientale che riguarda, ad esempio, il clima e la biodiversità. Parlare di sostenibilità significa non distruggere la natura nello svolgere un'attività economica e, in aggiunta, tenere in considerazione le parti sociali coinvolte, affinché non si creino dannose distorsioni. Ciò che ritengo importante per un investitore, quando si parla di sostenibilità, è guardare nel complesso ai diversi cambiamenti dei sistemi economici che si verificheranno nel prossimo futuro, come l'energia, i materiali, l'alimentazione, la salute dei consumatori e molto altro. Dobbiamo capire come evolverà il profit pool, ossia il bacino dei profitti, legato a questi

cambiamenti di sistema e quali aziende beneficeranno di un rialzo delle vendite e degli utili più elevato con il trascorrere del tempo. In sintesi, gli investimenti sostenibili devono individuare quelle società con una crescita superiore grazie allo shift dei profit pool legati a nuovi modelli economici. Credo che si stia rinunciando all'idea che i criteri Esg possano essere determinanti chiavi della performance di un titolo nel lungo periodo. Invece, per quanto riguarda la sostenibilità in rapporto ai cambiamenti del sistema economico, penso che si possa affermare che si è solo agli inizi della trasformazione. In un certo senso, è un po' ciò che accadde agli inizi degli anni 2000, quando ci fu lo scoppio della bolla dot.com e tutti pensarono che non ci sarebbe stato più un rimbalzo delle azioni tecnologiche. Di fatto ciò non avvenne per alcuni anni a seguire, ma poi successe che, dal 2014 in poi, l'It fu il migliore settore per quasi otto anni di fila».

#### **In altre parole, sta asserendo che anche i temi hanno una ciclicità?**

«Direi di sì: ci sono momenti in cui determinati temi conoscono una fase di stanca per diverse ragioni, tuttavia, per fare un esempio specifico e ritornare al tema attuale, non credo che l'elettrificazione dell'economia sia finita: continuiamo ad attenderci che l'elettricità rappresenterà il 50-60% delle nostre risorse naturali nei prossimi 25 anni. Un'analoga riflessione può essere fatta per i veicoli elettrici (Ev), che hanno registrato un'impennata nel 2017-2018; anche se ora il livello di crescita resta elevato ma meno eclatante, si tratta solo di una pausa e ci sarà una ripresa del trend. Inoltre, se si analizza l'allocazione degli investimenti fisici (capex), non si può certo affermare che vi sia stato un calo e, a riprova di ciò, basterebbe esaminare l'Inflation reduction act (Ira) negli Usa, dove c'è un chiaro indirizzo verso lo sviluppo di nuove tecnologie green come gli Ev, le batterie, il software e l'hardware a esse legate».

#### **Tuttavia, lei parla di un cambiamento del sistema economico...**

«Ritengo che il sistema economico, nella declinazione dei suoi diversi settori, stia raggiungendo un punto in cui è necessario un cambiamento. Ad esempio, nel settore energetico ciò è già iniziato e lo si può fisicamente vedere. Per l'intera catena alimentare, si rilevano piccoli progressi, ma continua a essere inefficiente, così come la sanità. Credo che l'attuale sistema economico, nel modo in cui è gestito, stia creando diverse esternalità a livello ambientale e sociale. Per questa ragione, penso che sia importante che i governi, le varie organizzazioni internazionali, le corporate e i consumatori codifichino regole diverse affinché si sia sicuri di non distruggere ulteriormente il pianeta e che l'inclusione sociale possa rimanere un argomento importante».

#### **In quest'ultimo periodo, però, il mercato è rimasto molto focalizzato su una certa tipologia di titoli. Che cosa ne pensa?**

«Negli ultimi 18 mesi il mercato azionario sembra che abbia deciso di investire nell'intelligenza artificiale e in un settore: la tecnologia. Questa inclinazione si è tradotta in una concentrazione, geografica e tematica, su pochi titoli azionari, tutti americani. E nel 2023, a causa di ciò, ci sarebbe stato solo il 5% di possibilità di sovraperformare l'indice globale senza avere queste azioni in portafoglio, indipendentemente da qualsiasi considerazione sulla sostenibilità».

#### **Ma che cosa potrebbe succedere dopo un periodo di così elevata concentrazione sul mercato?**

«Potremmo assistere a una mean reversion, ma è accaduto solo due volte negli ultimi 50 anni: nel 1968-1974 con i “nifty-fifty” e nel 1997-2001 con la bolla dot.com. Ciò che si può osservare è che, ogni 20 anni, c'è un episodio di massima concentrazione su un tema/settore/paese specifico. Quindi è molto difficile predire se questo fenomeno è prossimo a finire o a continuare. Ciò che si può asserire è che almeno negli ultimi 18 mesi questi “magnifici sette” hanno generato utili sufficienti che spiegano l'attuale valutazione azionaria».



# 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.

PIMCO

**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](http://www.fundinfo.com) o presso i Collocatori.** PIMCO GIS Income Fund, comparto di PIMCO GIS Funds: Global Investors Series plc è domiciliato in Irlanda. 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.



# FOCUS BOND

Rendimenti interessanti



**KAIROS**



**PIMCO**



**COLUMBIA  
THREADNEEDLE**  
INVESTMENTS



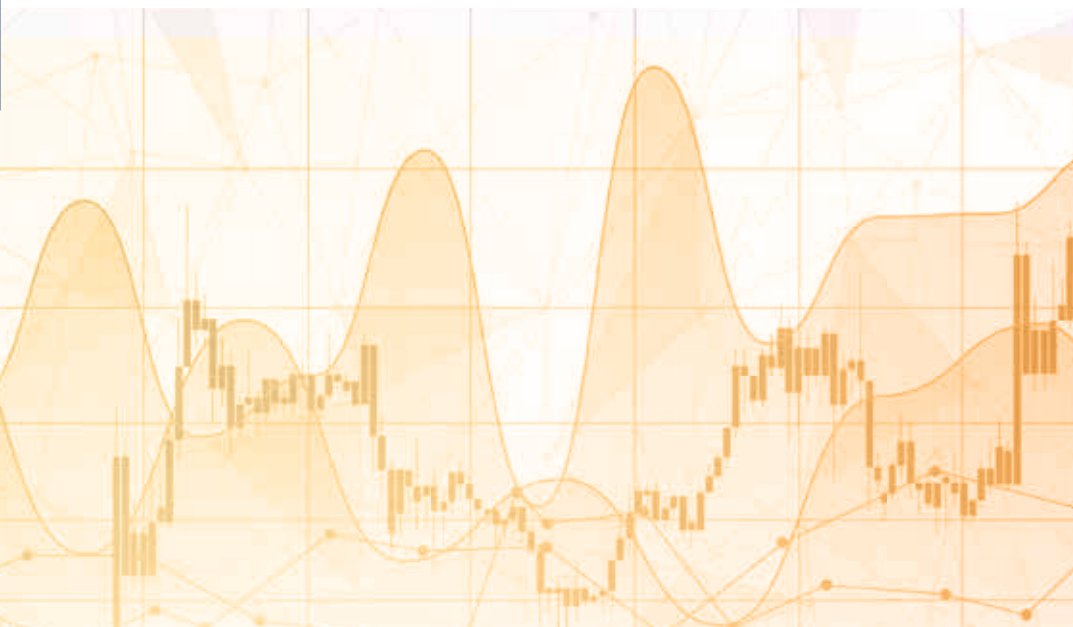
**Allianz**   
Global Investors



**Janus Henderson**  
INVESTORS



**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



 **PICTET**  
Asset Management



# Aspettando le banche centrali

**Testo e interviste**  
a cura di Pinuccia Parini

I mercati si stanno interrogando ancora su quando le banche centrali decideranno di invertire la direzione delle proprie decisioni di politica monetaria. I recenti dati macroeconomici hanno affievolito le attese di un taglio dei tassi a marzo, a dimostrazione di come si sia diventati data dependent.

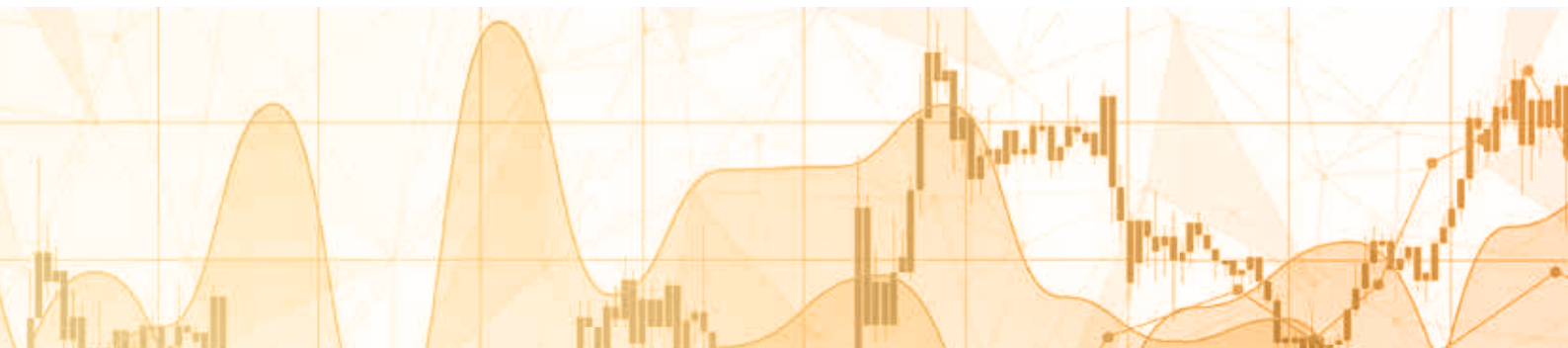
## **L'INCOGNITA ECONOMIA**

Rimane la grande incognita del rallentamento economico, come si articolerà e quanto sarà profondo. Il processo di disinflazione non sembra fermarsi, ma non è escluso che la velocità con cui si possono raggiungere i target di riferimento rallenti. È forse per questi motivi che anche i discorsi da parte dei banchieri centrali sono incentrati alla prudenza: si tratta di un invito ai mercati a non scontare tutto troppo velocemente. Continuano, inoltre, a imper-

versare le tensioni geopolitiche, le cui ricadute potrebbero mettere in discussione lo scenario generale. Ma si sa, quest'ultima è una variabile difficile da predire e in merito alla quale la politica monetaria ha le armi spuntate.

## **UN TEMA DI CONFRONTO**

Tuttavia, nonostante i dubbi su quando le istituzioni centrali taglieranno i tassi d'interesse, le opportunità offerte dal reddito fisso continuano a essere considerate attrattive dai diversi asset manager. Come posizionarsi sulla curva dei rendimenti e quali scelte operare all'interno dei vari segmenti dell'asset class obbligazionaria rimane un tema di confronto, ma emerge chiaramente, come filo conduttore, l'importanza di una gestione attiva nelle decisioni d'investimento.



## «Alla ricerca di rendimento e impatto sociale»



**TAMMIE TANG**  
executive director  
e senior portfolio manager  
Columbia Threadneedle  
Investments



**C'è molto interesse sul mercato per l'asset class obbligazionaria. In un'ottica di diversificazione dell'investimento, i social impact bond offrono un'opportunità?**

«In qualità di investitori in titoli obbligazionari, il nostro compito è offrire buoni ritorni finanziari aggiustati per il rischio, ma se, nell'agire in questo modo, si possono ottenere anche risultati migliori per le persone più disagiate in termini di servizi, educazione, sanità e infrastrutture a loro disposizione, crediamo che si tratti di un'opportunità da cogliere. Il problema dell'aumento delle disuguaglianze all'interno di una stessa nazione sta crescendo ed emerge la necessità di cercare soluzioni che aiutino a migliorare il contesto sociale. La sensibilità nei confronti di questo aspetto è in aumento e abbiamo notato che, anche all'interno delle strutture dei green e sustainability bond, si è assistito a un miglioramento della diffusione e della consapevolezza delle tematiche sociali. L'investimento in social impact bond ci permette di conseguire due obiettivi: quello finanziario e quello sociale».

**La domanda sarà banale, ma le vostre decisioni di investimento, in questo ambito,**



**sono allineate a quelle del team che si occupa di investire nei titoli obbligazionari tradizionali?**

«Le nostre decisioni di investimento si basano sulla view generale di Columbia Threadneedle Investments sull'asset class. Gli strumenti a disposizione per valutare un titolo obbligazionario non cambiano e, di conseguenza, le strategie implementate. Quindi, per semplificare, i portafogli social impact bond hanno la stessa duration di quelli, per così dire, tradizionali e le logiche d'investimento che soggiacciono alle nostre scelte sono esattamente le stesse. Anche le dinamiche che caratterizzano il mercato sono le medesime. Scegliamo gli emittenti finanziariamente più forti e con le migliori opportunità di impatto a livello sociale: è un approccio basato sull'inclusione che si avvale di un

approfondito lavoro di ricerca. La nostra politica d'investimento è di perseguire il ritorno di un tradizionale fondo che investe nell'universo del credito, nel nostro caso, soprattutto all'interno della categoria Ig, che rappresenta l'ambito più ricco per le emissioni di nostro interesse. Lo facciamo attraverso una profonda analisi che ci permette di costruire portafogli molto diversificati e, come nel caso dell'European Social Bond Fund, con una duration di circa cinque anni e un rendimento intorno al 4%. In sintesi: si può fare del bene senza sacrificare il ritorno finanziario».

**Come descriverebbe la vostra strategia d'investimento?**

«Nel delineare la nostra strategia di investimento, come detto pocanzi, ci fo-



calizziamo su due obiettivi: finanziario e di impatto sociale. Per quanto riguarda il primo, il nostro approccio è riuscire a generare valore attraverso una gestione attiva e una scelta bottom-up dei titoli da detenere in portafoglio. Nel fare ciò, ci avvaliamo di un rating interno che esplicita la qualità del credito dei singoli emittenti. Lo stesso *modus operandi* viene utilizzato per quanto riguarda la valutazione della componente di impatto sociale: redigiamo una classifica dei singoli progetti attraverso un filtro di esclusione che utilizza standard elevati per la definizione dell'universo investibile e ci concentriamo sulle finalità dell'emissione. Esaminiamo anche i risultati specifici che l'emissione si prefigge di ottenere e in quale contesto. Tendenzialmente, favoriamo progetti indirizzati a fasce della popolazione più indigente sulla quale l'impatto può essere consistente e che possono facilitare nuovi investimenti. In aggiunta, preferiamo indirizzare le nostre scelte verso emissioni che finanzino progetti nuovi, come la realizzazione di una struttura ospedaliera, piuttosto che rifinanziare quelli già esistenti».

### **Come considerate l'impatto sociale?**

«L'analisi dell'impatto sociale avviene esaminando le singole emissioni, anziché concentrarci sull'emittente, prendendo in considerazione gli obiettivi di ciascuna. Noi guardiamo con attenzione l'intenzionalità e le ricadute a livello sociale che vengono misurate in rapporto agli Sdg e alle categorie dell'Impact management project (fa parte dell'Impact programme), proprio in termini di contributo alla soluzione, oltre al fatto di avere una relazione ogni anno sui risultati ottenuti. Inoltre, c'è un comitato indipendente su questi temi che è composto da sette membri: tre appartenenti a Inco Group, due indipendenti e due portfolio manager di Columbia Threadneedle. Inco Group, con cui abbiamo una partnership, è un'azienda leader nella valutazione delle imprese sociali sostenibili e consulente in materia di responsabilità sociale. Il comitato si riunisce ogni tre mesi e valuta l'influenza sociale del fondo sotto la lente, con Inco che produce una relazione annuale in merito alla performance ottenuta. Esso agisce come consulente sugli strumenti di sostenibilità sociale e monitora che il fondo sia gestito in modo coerente rispetto

all'obiettivo che si è dato e l'integrità delle conseguenti decisioni d'investimento».

### **Investite anche in emissioni governative?**

«Sì, ma devono rispettare i principi guida dell'International capital markets association (Icma) e devono essere destinate a progetti specifici sui quali deve esserci la massima trasparenza in merito a come verranno utilizzati i proventi. L'Icma è un'organizzazione di autoregolamentazione e un'associazione per i partecipanti ai mercati dei capitali, i cui standard sono stati i pilastri del mercato internazionale del debito, e ha stabilito anche i principi guida degli investimenti sostenibili. Nel 2016 sono state pubblicate le linee guida per i social bond, sulla scia dei Green bond principles del 2014, che hanno aperto la strada alle imprese per l'emissione di obbligazioni i cui proventi vengono destinati a progetti puramente sociali».

### **E in green bond?**

«Sì, ma con il caveat che gli emittenti devono dimostrare che forniscono sostegno alle persone bisognose: occorre, per portare un esempio, che tengano in debita considerazione la necessità di riqualificare la mano d'opera all'interno di un progetto di transizione energetica. Ciò che guida le nostre decisioni di investimento è che si colga la forza dell'intenzione cui un'emissione è destinata».

### **Ma investendo in questa categoria di bond, si riesce effettivamente a generare un impatto a livello sociale?**

«L'universo obbligazionario è molto vasto e ha la capacità di raccogliere una considerevole quantità di capitali; è per questa ragione che può accogliere un'ampia gamma di emittenti, che vanno dai governativi ai sovranazionali, dalle banche di sviluppo alle organizzazioni profit e non profit, dagli istituti di istruzione alle società quotate e non quotate. Quando si parla di impact investing, il riferimento immediato è costituito forse dai mercati azionari o da quelli privati o dalle infrastrutture, ma noi pensiamo che le obbligazioni possano svolgere un ruolo importante nel finanziare ciò di cui si ha necessità a livello sociale. Quest'anno sono attese emissioni complessive intorno a 11 miliardi di dollari in un mercato

le cui dimensioni sono di oltre 130 trilioni. È proprio per la capacità di attirare emittenti e investitori che le obbligazioni possono svolgere un ruolo significativo anche nell'affrontare aspetti sociali che richiedono interventi cospicui. Basterebbe pensare che per raggiungere i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile, la maggior parte dei quali ha una finalità sociale, sono necessari 5 trilioni di dollari all'anno e non si stanno certo mantenendo gli impegni presi. Inoltre, i bond offrono l'opportunità di un investimento mirato, caratteristica quest'ultima fondamentale per avere un impatto».

### **C'è un "greenium" anche per i social impact bond?**

«Mutuando il termine anche per questa tipologia di strumenti d'investimento, direi che era un fenomeno presente quando la volatilità sul mercato obbligazionario era bassa, in altre parole quando i tassi erano vicini allo zero. Tuttavia, va detto che, in media, si tratta di un premio che si aggira attorno a pochi punti base e varia a seconda dei casi. Il fenomeno, però, è andato affievolendosi con l'aumento della volatilità sul mercato. Non direi, comunque, che sia un elemento rilevante nelle scelte di investimento».

### **La vostra decisione di investire in questa tipologia di strumenti finanziari è relativamente recente?**

«A dire la verità possiamo vantare 10 anni di esperienza in merito, risultato di un nostro impegno a investire in questo ambito, perché siamo convinti che finanziare progetti che abbiano finalità sociali, indirizzate alle fasce più deboli della popolazione, possa produrre risultati positivi dei quali l'intera comunità può beneficiare. I bisogni da soddisfare possono essere diversi: dalle abitazioni a prezzi accessibili alla sanità e al welfare, dall'educazione alla creazione di posti di lavoro in aree dismesse, dai servizi per la comunità all'accesso ai servizi, sino ad arrivare allo sviluppo e al rilancio economico sostenibile. Come portfolio manager dedicato al social impact, posso affermare che lo strumento, oltre a permettere un ritorno, persegue una nobile causa e, in qualità di investitori, si può agire in modo che gli obiettivi da finanziare possano essere ampliati e avere, di conseguenza, un maggiore impatto sociale».

## «Ritorno d'interesse per i fondi monetari»



**ANTONIO VOLPE**  
head of external distribution  
Amundi SGR

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

**I dati di raccolta netta As-sogestioni del 2023 sono stati negativi per oltre 50 miliardi, ma, guardando tra le asset class, l'obbligazionario ha un segno positivo. Che cosa è accaduto?**

«Il 2023 è stato un anno complesso per il risparmio gestito e, in termini di raccolta, ha chiuso con segno negativo: oltre 50 miliardi di euro di deflussi, con l'ultimo trimestre che ha segnato meno 15 miliardi. Tuttavia, se si guarda allo spaccato per classi di attivo, si può notare che la componente obbligazionaria ha complessivamente raccolto 24 miliardi di euro, soprattutto grazie ai prodotti a scadenza: è stato un segnale di appetito per il tasso che, nel risparmio amministrato, ha trovato la declinazione preferita nell'acquisto in primis dei Btp, seguiti dai depositi vincolati nei quali le banche hanno raccolto tantissimo. È ovvio che il vantaggio del risparmio gestito rispetto a quello amministrato sta nella possibilità di avere una diversificazione. I rendimenti offerti dal mercato hanno riportato l'interesse da parte dei risparmiatori per il reddito fisso ed è presumibile supporre che questa tendenza, visti i livelli attuali dei titoli, rimanga presente anche nel 2024. Noi ci attendiamo che, per quanto riguarda i



prodotti gestiti, la preferenza per i fondi a scadenza rimanga e, nella seconda parte dell'anno, pensiamo che l'interesse si estenda anche a soluzioni obbligazionarie aperte. La ragione di questa nostra lettura è da ricercare nel contesto macroeconomico che dovrebbe dimostrarsi favorevole per l'asset class, soprattutto perché ci attendiamo che i tassi comincino a scendere».

**Quindi le prospettive per**

**il mercato obbligazionario sono ancora incoraggianti per i prossimi mesi?**

«Crediamo che lo siano. Riteniamo che l'economia americana sia in rallentamento e che ciò si estrinsecherà soprattutto verso la metà dell'anno, ma non crediamo che vada in recessione e per il 2024 il Pil dovrebbe fare segnare un dato medio di +1,4%. In Europa, l'attività economica è più debole, con una certa eterogeneità tra i Paesi, ma dovrebbe

comunque crescere, dello 0,3%. L'inflazione core sta mostrando una tendenza che dovrebbe portarla poco sopra il target del 2% fissato dalle banche centrali ed è quindi un'evoluzione incoraggiante, nonostante rimanga la spada di Damocle dei rischi geopolitici, difficili da prevedere. Amundi si attende un taglio dei tassi della Fed a maggio e della Bce a giugno, per un ammontare complessivo durante l'anno di 125 punti base. Si può concludere, quindi, che lo scenario sia particolarmente favorevole per l'asset class obbligazionaria. Inoltre, elemento da non sottovalutare, riscontriamo che il reddito fisso sta attirando molto interesse in termini di domanda e ne è la riprova l'emissione di prestiti sindacati da parte di alcuni governi dell'Eurozona (Spagna, Italia, Grecia): dall'inizio dell'anno, sono già stati toccati circa 80 miliardi di euro, rispetto ai 40 miliardi circa dello scorso anno nello stesso periodo, e questa somma è stata facilmente assorbita dal mercato. Crediamo che si tratti di una dimostrazione dell'interesse nei confronti delle obbligazioni che, dopo molto tempo, offrono livelli decisamente interessanti per la costruzione di un portafoglio. L'appetito per i bond tocca, ovviamente, anche i titoli governativi italiani: nel 2023 c'era stato un forte interesse della clientela retail e quest'anno si sta osservando un ritorno della domanda degli investitori istituzionali esteri a partecipare a queste sindacazioni, fatto che non si vedeva da tempo».

### **A proposito dei Btp, ritiene che l'investitore italiano continuerà a guardare con interesse a questo strumento?**

«Il Btp continuerà a essere un motore d'attrazione per gli investitori e ciò potrebbe distrarre flussi dal risparmio gestito, ma pensiamo anche che detenere un titolo governativo affiancandolo a prodotti gestiti obbligazionari possa essere una decisione di diversificazione valida in termini di rischio/rendimento».

### **Intravedete un livello di rendimento del Btp al di sotto del quale potrebbe mutare l'interesse degli investitori?**

«Guardando al passato ritengo che, laddove la parte a breve della curva dei rendimenti scendesse sotto il livello dell'inflazione, la domanda per i titoli governativi potrebbe indebolirsi. Ma, ovviamente, bisogna contestualizzare le singole situazioni».

### **La domanda sembrerà banale, ma come spiegherebbe il ritorno dell'investitore italiano al cosiddetto "fai da te"?**

«Le ragioni potrebbero essere diverse. Abbiamo trascorso anni con tassi d'interesse vicini allo zero, o in territorio addirittura negativo, che hanno spinto il risparmiatore a guardare ai prodotti gestiti come fonte potenziale di maggiori rendimenti. E devo dire che, da questo punto di vista, l'industria ha risposto molto bene: anche la raccolta negativa del 2023 non è poi così preoccupante, visto che si parla di una flessione poco sopra il 2% su un ammontare totale di 2,338 miliardi di euro. Ciò mi farebbe dedurre che non si è di fronte a una disaffezione nei confronti dell'asset management. In aggiunta, penso che una parte di coloro che hanno acquistato di recente i Btp appartenga alla categoria di chi non ha mai optato per i prodotti gestiti e ha utilizzato la liquidità che aveva sui conti correnti, aumentata durante il periodo del Covid, per acquistare titoli di stato: c'è una tipologia di risparmiatore che passa dalla liquidità ai governativi e viceversa. Questa considerazione mi porta a concludere che l'industria del risparmio gestito ha un grande potenziale di crescita. Da ultimo, e non certo per importanza, è ancora limitata la cultura finanziaria nel nostro Paese, che è essenziale per diversificare gli investimenti e pianificarli in base ai propri progetti di vita».

### **Il ciclo di rialzo dei tassi delle banche centrali rilancia anche i fondi monetari per lungo tempo ignorati?**

«Il ritorno d'interesse per queste soluzioni d'investimento è iniziato nel 2023 e i dati di Assogestioni mostrano che nel terzo e quarto trimestre dello scorso anno ci sono stati flussi in entrata su questa specifica categoria di fondi, i cui

asset ammontano a quasi 42 miliardi di euro. Le ragioni sono abbastanza evidenti, visto che il ciclo di rialzo dei tassi ha portato quelli a breve a rendere intorno al 4%, in quanto direttamente agganciati ai tassi ufficiali. Possono essere strumenti per "parcheggiare" la liquidità, che però ora è ben remunerata, e costituiscono un tassello importante nella diversificazione dell'asset allocation. E poi è una soluzione che può essere proposta a chi investe per la prima volta nel risparmio gestito».

### **Come commenta le curve dei rendimenti così piatte in Usa e in Eurozona?**

«Le curve sono ancora invertite e ciò può essere interpretato in due modi: o si va incontro a una recessione o non ci sono aspettative per un prossimo taglio dei tassi. Alla luce di quanto argomentato in precedenza sul contesto macroeconomico, crediamo che questa struttura della curva dei rendimenti non abbia una valida giustificazione e, di conseguenza, ci attendiamo che, a tendere, ci sarà un riposizionamento del mercato sulle diverse scadenze tale da produrre un bull steepening. Per queste ragioni le scadenze sulle quali preferiamo posizionarci sono tra i due e i cinque anni, sia negli Usa, sia nell'Eurozona».

### **Qual è la vostra idea in ambito high yield e mercati emergenti?**

«Monitoriamo con attenzione il tasso di default delle aziende high yield (Hy), a causa del rallentamento economico atteso, e la rinegoziazione del debito in scadenza. Ciononostante, pensiamo che le scadenze brevi dell'Hy europeo, il cui universo è costituito perlopiù da rating BB, possano essere interessanti. All'interno dell'Investment grade, che è il segmento del credito che preferiamo, guardiamo con attenzione le emissioni subordinate finanziarie, visto il livello del carry. Per quanto riguarda i mercati emergenti, invece, nella prima parte dell'anno privilegiamo le emissioni in valuta forte, mentre nel secondo semestre i bond in valuta locale dovrebbero beneficiare dell'indebolimento del dollaro, che ci attendiamo avvenga alla luce delle decisioni di politica monetaria».



## «Puntare su una duration breve-media»



**MASSIMILIANO MAXIA**  
senior fixed income specialist  
Allianz Global Investors

**Allianz**   
Global Investors

### Quali sono le vostre considerazioni sui recenti dati macroeconomici?

«I dati macroeconomici pubblicati di recente, in particolare negli Usa, confermano sostanzialmente il nostro scenario, che continua a vedere la possibilità di un primo taglio dei tassi materializzarsi a metà anno, scadenza sulla quale si sta spostando il mercato, e hanno allontanato l'eventualità che ciò possa avvenire in marzo. Noi crediamo che giugno possa essere la finestra temporale corretta, sia per la Bce, sia per la Fed. Ovviamente, non è matematicamente sicuro che ciò avvenga, soprattutto alla luce dei commenti fatti dagli esponenti delle due banche centrali, che hanno sottolineato la necessità della prudenza, prima di assumere qualsiasi decisione di cambiamento di politica monetaria. L'inflazione sta scendendo, ma il target desiderato non è a portata di mano e da marzo a giugno ci sono ancora molti dati che potrebbero incidere sui tempi della svolta, in particolare negli Usa, dove i segnali sono di un'economia ancora forte. Nuovamente si può dire che si è più che mai data dependent e nulla può essere escluso, se non il fatto che pare molto improbabile che ci siano altri rialzi dei tassi».

### Alla luce di queste considerazioni, quale comportamento dei mercati obbligazionari ci si potrà attendere?

«Sino a quando non ci sarà chiarezza da parte delle istituzioni centrali, ossia sarà esplicita la loro volontà di ridurre i tassi d'interesse, ci aspettiamo un mercato, soprattutto per la componente governativa, che si muove in un intervallo di negoziazione (trading range). Ciò significa che avremo corsi che rifletteranno le indicazioni che vengono dai dati macroeconomici e sui quali il mercato s'interrogherà in merito alla tempistica del taglio dei tassi».

### Si aspetta quindi volatilità nel mercato?

«Non necessariamente, perché non credo che assisteremo a violente oscillazioni: il mercato sarà caratterizzato dall'attesa, a meno che non intervenga un fattore inaspettato che potrebbe cambiare la situazione. Fatta questa premessa, non posso esimermi dal fare la seguente considerazione: se nella riunione del 20 marzo la Fed parlasse esplicitamente di prossima riduzione dei tassi, allora inevitabilmente l'andamento del mercato obbligazionario ne sarebbe impattato. Noi riteniamo che una simile situazione si potrebbe concretizzare l'11 aprile per la Bce e il primo maggio per la





Fed e servirebbe a preparare gli investitori a un taglio effettivo a giugno. È per le ragioni esposte che, nel futuro prossimo, ci attendiamo che i bond si muovano all'interno di un trading range».

### **Le considerazioni fatte sui governativi, valgono anche per il mercato delle obbligazioni societarie?**

«Abbiamo assistito a una contrazione degli spread importante: siamo sui minimi, sia per il segmento investment grade, sia per l'high yield, considerando un arco temporale di lungo periodo. Questo comportamento è spiegabile dai due seguenti fattori: la correlazione con il mercato azionario del comparto e la buona tenuta dell'economia, in particolare negli Stati Uniti. Infatti, il fatto che l'attività economica americana sia solida fa sì che il mondo corporate ne benefici, poiché le probabilità che i tassi di default aumentino in modo significativo, rispetto alle medie storiche, diminuiscono: i fondamentali che non si stanno deteriorando e il mercato azionario che sale sono i due ingredienti che spiegano la buona performance delle obbligazioni societarie. Di fatto, il contesto macroeconomico è migliore di quanto non si fosse previsto».

### **Queste sue ultime considerazioni valgono anche per il mercato europeo?**

«I dati dell'Eurozona, nel complesso, mostrano una crescita abbastanza stagnante, con una disomogeneità tra paesi: la Germania è chiaramente in sofferenza, perché risente della minore crescita della Cina e il problema dell'immobiliare commerciale sta evidenziando alcune ricadute sul mondo bancario, mentre altri paesi, tra i quali la Spagna e l'Italia, stanno facendo meglio delle attese. Tuttavia, ciò non ha impedito ai mercati azionari di iniziare bene l'anno e, di conseguenza, lo stesso è successo anche ai titoli corporate, seppure in misura inferiore agli Stati Uniti. Se si paragona una soluzione che investe nel mercato del credito con una, invece, che si focalizza su quello governativo nell'Eurozona, il primo segna un ritorno superiore al secondo: il carry è più alto, gli spread si sono ristretti e l'effetto duration incide meno sull'uni-

verso corporate. Nello specifico, si sono comportate molto bene le obbligazioni societarie di qualità».

### **Sul mercato, però, c'è chi sostiene che la Bce possa tagliare prima della Fed...**

«È una possibilità, ma, personalmente, non ne sono così sicuro, proprio per le differenze presenti tra i diversi paesi e perché ritengo che anche la Bce assumerà un atteggiamento di cautela nel prendere qualsiasi decisione. L'indicatore più importante da seguire, nell'Eurozona, sarà la crescita salariale che è passata dal 4,7% al 4,5% nell'ultimo trimestre del 2023 rispetto a quello precedente e verrà pubblicato verso la fine di marzo. Affinché si materializzi una riduzione dei tassi, credo che sia necessario vedere un rallentamento più netto dell'indicatore, visto che l'area soffre del problema legato alla produttività e un aumento dei salari si tradurrebbe subito in un incremento dei prezzi. Sarà in base a questo dato, secondo me, che la Banca centrale prenderà la propria decisione. Non va inoltre dimenticata la maggiore esposizione del Vecchio continente alle potenziali conseguenze legate al conflitto in Ucraina e a quello in Medio Oriente».

### **Restando nel segmento corporate, qual è la vostra preferenza geografica?**

«Preferiamo tendenzialmente gli Usa, per le ragioni esplicitate, anche se, osservando le valutazioni, non ci sono grandi differenze tra il mercato americano e quello europeo. Ciò nonostante, piuttosto che guardare alle aree geografiche, è importante considerare la duration. Noi privilegiamo, per tutta la prima parte del 2024, emissioni con una duration breve-media, sia per la componente governativa, sia per quella corporate, indipendentemente dal livello di merito creditizio. Ad esempio, all'interno della soluzione Allianz Us Short-Duration High Income Bond, che investe nella componente Hy americana a breve termine, la duration è di due anni; il focus è sul segmento BB e B, con un'esposizione residuale a rating inferiori, e il rendimento a scadenza è oggi di circa il 9% in dollari. In questa strategia viene abbinata una bassa volatilità con rendimenti molto interessanti, perché la curva america-

na è ancora molto piatta, se non inclinata negativamente su alcuni segmenti. Un'altra soluzione, sempre nell'ambito corporate, è Allianz Euro Credit Sri, che investe prevalentemente nel segmento Ig, con una duration intorno a 4,5 anni e un rendimento a scadenza superiore a quello di un omologo governativo».

### **Come gestite il rischio cambio?**

«Su tutte le soluzioni obbligazionarie non denominate in euro preferiamo coprire il cambio, perché la volatilità di una valuta potrebbe intaccare il rendimento implicito di un investimento. Ciò vale anche per il dollaro, che potrebbe, tra l'altro, indebolirsi se la Fed tagliasse per prima i tassi, con una conseguente riduzione del costo di neutralizzazione dell'esposizione alla divisa, visto che è il differenziale dei tassi a breve termine la variabile che lo determina».

### **Qual è invece la strategia sui titoli governativi?**

«Pensiamo che la Fed, come già detto, possa agire prima della Bce, in particolare con strategie di steepening della curva dei rendimenti, che ci porta, di conseguenza, a privilegiare le scadenze brevi».

### **Ma quale tipo d'interesse state registrando da parte dei vostri clienti?**

«Vediamo ancora una richiesta per le strategie target-maturity, perché rappresentano un'alternativa all'investimento sul singolo titolo di stato e permettono di avere un portafoglio diversificato, con un mix nella tipologia di emissioni, sia governative, sia corporate. Allianz Global Investors ha lanciato diverse soluzioni di questo tipo nel 2023 e lo ha fatto anche agli inizi del 2024, riscontrando una risposta molto positiva. L'altra parte del mercato, che riteniamo non debba essere trascurata, è costituita dalle strategie sulle brevissime scadenze della curva, in sostanza fondi monetari che possono offrire rendimenti interessanti, tra il 3,5% e il 4% e una duration molto bassa: dall'inizio dell'anno stanno performando positivamente e pensiamo possano continuare a farlo grazie al fatto, appunto, di investire in titoli a brevissima scadenza».

## «Tutto sembra indicare un rialzo per i bond»



**JOHN PATTULLO**  
co-head of global bonds  
portfolio manager  
Janus Henderson Investors



**JENNA BARNARD**  
co-head of global bonds  
portfolio manager  
Janus Henderson Investors

**Janus Henderson**  
INVESTORS

### Che cosa ci si può attendere nei prossimi mesi sul versante prezzi?

**John Pattullo:** «Nei prossimi mesi il tema più importante per gli investitori continuerà a essere la disinflazione. L'aumento dei prezzi sta infatti continuando a tornare verso numeri che erano comuni nell'era pre-Covid. Basti pensare, ad esempio, che nel quarto trimestre l'inflazione Pce core statunitense è risultata +3,2%, a fronte di previsioni della Fed dello scorso giugno che ritenevano probabile +3,9%. Dati incoraggianti, da questo punto di vista,

si sono avuti anche in Europa, mentre la Cina si trova addirittura in un quadro di deflazione. Inoltre, la Bce ha pubblicato nel gennaio di quest'anno un documento di lavoro che evidenziava che solo il 10% circa dell'inflazione core che si è registrata dall'estate del 2021 era da imputare a uno shock sul lato della domanda: il restante 90% era ascrivibile a problemi a livello di offerta. Simili caratteristiche sono decisamente positive, perché sembrano confermare la tesi di fondo dei banchieri centrali, ossia che ciò che si è visto nell'ultimo biennio fosse in realtà un fenomeno transitorio. Di conseguenza, è ragionevole ipotizzare che sarà necessario avere un livello di disoccupazione molto più basso, rispetto a quanto previsto dai modelli economici, per rientrare all'interno dei target delle autorità monetarie».



### Quali implicazioni vedete per il reddito fisso governativo?

**Jenna Barnard:** «A fronte di un simile sviluppo, la reazione degli investitori nel reddito fisso è stata piuttosto moderata. Novembre e dicembre sono stati mesi in cui si sono visti cali dei rendimenti nei mercati dei bond significativi, dopo, però, mesi di rialzi. Infatti, a fine 2023 lo yield-to-maturity (Ytm) del 10 anni americano era tornato al punto in cui si trovava nell'estate del 2023 (intorno al 3,87% lo scorso luglio), cioè quando la Federal Reserve ha finito di alzare i tassi. È interessante notare che i mercati, per il momento, non stanno scontando una discesa sotto la soglia del 3,9% nei prossimi anni. Noi, invece, abbiamo compiuto un'analisi sul comportamento

del Treasury decennale durante i cicli di abbassamento dei Fed Funds dal 1969 in poi e abbiamo scoperto che i suoi rendimenti sono sempre arrivati nettamente al di sotto del livello nel quale si trovavano al momento dell'ultimo innalzamento. Questo approccio differisce da quelli tipici utilizzati dal mercato obbligazionario per stimare a quale punto potrebbero arrivare i rendimenti decennali, che si basano su concetti non osservabili come il premio alla scadenza o  $r^*$  (il tasso d'interesse neutrale reale). La nostra ricerca, peraltro, ha evidenziato, come caso peggiore nel 1974-75, un punto di arrivo dei rendimenti del 10 anni di 70 punti base inferiori a quelli registrati nel momento in cui è stato deciso l'ultimo rialzo da parte della Fed. Nel resto del nostro campione la discesa è stata molto più intensa. Certamente, nei prossimi mesi si potrebbero avere movimenti laterali e volatilità, però anche a fronte di una ripetizione del 1975 si arriverebbe a un Ytm del Treasury decennale intorno al 3,2%. Le potenzialità di guadagno sono dunque positive».

### **Non c'è il rischio che le autorità monetarie cambino idea?**

**John Pattullo:** «È difficile immaginare che le banche centrali cambino idea e decidano di non adottare una politica monetaria radicalmente diversa rispetto a quella vista nel 2022. Infatti, la Federal Reserve ha

praticamente confermato lo scorso dicembre, nelle sue proiezioni economiche sintetiche, che sono previsti alcuni tagli nel corso del 2024 e del 2025. D'altronde, se ci concentriamo nuovamente sull'inflazione Pce core, scopriamo che il dato annualizzato è stato +1,9%. Si tratta di un valore nettamente più basso rispetto al 3,2% che risulta dal confronto con lo stesso mese dell'anno passato e citato in precedenza. Di conseguenza, la tendenza sembra mostrare un rapido rientro di questo indicatore verso l'obiettivo del 2%. Se ciò si rivelasse veritiero, dato che attualmente i Fed Funds sono mantenuti fra il 5,25% e il 5,50%, avremmo tassi reali superiori al 3%. Questo livello è sicuramente non compatibile con la stabilità dell'economia: non è quindi irragionevole immaginare un abbassamento di 200 punti base nei prossimi 18 mesi».

### **Nel breve termine cosa potrebbe accadere?**

**Jenna Barnard:** Non è impossibile che il 2024 presenti pattern simili a quanto visto nei cicli fra il 1969 e il 1981. Specificatamente, come accennato in precedenza, si potrebbe avere un quadro fatto di volatilità e di brevi fasi di frustrazione per gli investitori in reddito fisso, caratterizzate da un certo calo dei corsi dei bond. Se, ad esempio, si manifestasse una serie di dati che segnalano una temporanea ripresa dell'inflazione e/o il persistere di una crescita più robusta del previsto, le banche centrali potrebbero mostrare una certa rilut-

tanza a iniziare ad allentare le condizioni finanziarie. A un certo punto, però, una politica monetaria così restrittiva finirebbe per pesare molto sull'andamento macro. Di conseguenza, si verificherebbe, a partire dagli ultimi mesi del 2024, una rapida diminuzione dei tassi di interesse con conseguenti forti effetti sui rendimenti obbligazionari. Va tra l'altro ricordato che, storicamente, i Fed Funds non rimangono fermi ai massimi del ciclo molto a lungo. Negli ultimi 70 anni il plateau è durato in media sei mesi: allo stato attuale siamo quindi già largamente al di sopra della durata tipica dell'intervallo fra l'ultimo ritocco al rialzo e il primo abbassamento».

### **In questo scenario, come si posiziona l'Europa?**

**John Pattullo:** «Se ci spostiamo in Europa, troviamo un panorama caratterizzato da un'economia che a malapena cresce, fattore che permette di ipotizzare il primo movimento al ribasso già ad aprile. È interessante notare che il ciclo restrittivo a partire dal 2022 ha visto un elevato grado di sincronia in tutto il mondo. Probabilmente, altrettanto avverrà da qui in poi, dopo che una banca centrale avrà preso per prima la decisione di sforbiciare. A quel punto, è pure decisamente prevedibile attendersi un massiccio deflusso di liquidità da strumenti money market verso l'obbligazionario, nel tentativo di assicurarsi gli elevati rendimenti disponibili».





## «Grande attenzione al merito creditizio»



**ANTONIO POGGIALINI**  
sales director  
Pictet Asset Management



### **Può descrivere brevemente la situazione attuale dei mercati obbligazionari?**

«Per più di un decennio le banche centrali hanno oppresso i rendimenti obbligazionari con una politica monetaria ultraespansiva, fino a quando, a partire dal 2022, c'è stata una totale inversione di tendenza. Dopo il forte aumento dell'inflazione e dei tassi di interesse, l'obbligazionario è tornato a offrire rendimenti interessanti. Analizzando i flussi degli ultimi mesi, infatti, si vede che molti investitori si sono riversati su questo mercato. Le ragioni sono fondamentalmente due: in primis, la certezza della cedola e la prevedibilità dei flussi di interesse, che si affiancano alla sicurezza del rimborso del capitale investito se portato a scadenza; in secondo luogo, la speranza che, con il ridimensionamento dei livelli dell'inflazione e un possibile taglio dei tassi, sia in Europa, sia negli Stati Uniti, si registri un forte apprezzamento dei prezzi dei titoli, che l'investitore potrebbe sfruttare vendendo prima della scadenza. Il punto è che sono mesi che il mercato scommette sul taglio dei tassi e queste aspettative sono continuamente spostate in avanti nel tempo dalle banche



centrali. Insomma, quella che poteva sembrare una leva di valore (l'effetto tassi sui prezzi) al momento si sta rivelando solo una leva di volatilità».

### **Quindi qual è la vostra soluzione?**

«Come sappiamo, sono tre le fonti di rendimento (e di rischio) del mercato obbligazionario: tassi, valuta e rating. Le prime due fonti sono difficilmente controllabili: il movimento dei tassi di interesse, come abbiamo visto, dipende dalle banche centrali sulle scadenze brevi e dalle aspettative di tenuta

macro su quelle lunghe. Negli ultimi mesi le previsioni continuano a essere riviste in modo significativo e questo fatto dà poca certezza all'investitore. La valuta è sempre stata una leva non sistematica: le variabili che incidono sui tassi di cambio sono così complesse che è difficile creare valore in modo ricorrente e stabile tramite scelte attive significative. Il merito creditizio, infine, è più "leggibile". Il rendimento che l'emittente deve offrire ai propri sottoscrittori deve essere in linea con la propria solidità finanziaria. Il mercato non è sempre efficiente, quindi,



grazie a un'attenta analisi dei fondamentali, è possibile capire la qualità dei titoli emessi e valutare le differenze di prezzo. In un momento in cui domina ancora l'incertezza, la nostra risposta è focalizzarsi sulla fonte di rendimento più stimabile, il merito creditizio, e minimizzare le altre due, tramite la quasi totale assenza di esposizione valutaria fuori dall'euro e una sensibilità ai tassi di interesse contenuta, che si traduce con una duration medio/breve. In tal senso, abbiamo sviluppato una nuova soluzione per i clienti alla ricerca di rendimento nel credito dei mercati sviluppati, sfruttando un approccio diversificato (minimo il 75% di allocazione in credito investment grade e high yield). L'obiettivo è assicurarsi, per un orizzonte di medio termine, i rendimenti più interessanti al momento disponibili sul mercato, grazie a un approccio attivo e a una rigorosa gestione del rischio».

### **Ma il mercato del credito non è rischioso?**

«Quando gli investitori pensano al credito, tendono a concentrarsi sul ri-

schio. Il credito investment grade è visto alla luce dell'incertezza societaria, mentre il debito pubblico rappresenta la sicurezza. L'alto rendimento è spesso associato al rischio di default, mentre le azioni rappresentano opportunità come crescita e valore. A dire il vero, gli investitori dovrebbero bilanciare opportunità e rischi. L'evidenza dimostra che il credito offre un profilo di rischio-rendimento migliore rispetto ai corrispondenti titoli azionari e governativi. La storia palesa che investire nel credito offre rendimenti costanti. I ribassi dell'asset class sono stati temporanei e sono sempre stati seguiti da forti rimbalzi della performance, premiando l'investitore paziente. Nel complesso, il credito offre un equilibrio tra rischio e rendimento, rispetto alle classi di attività più tradizionali: ad esempio, l'investment grade in euro ha offerto rendimenti migliori con una volatilità inferiore rispetto ai classici strumenti privi di rischio come i titoli di stato tedeschi».

### **Per chi può essere indicata questa soluzione?**

«L'obiettivo che abbiamo in mente è la stabilità. Vogliamo aiutare gli investitori a gestire la parte più conservativa del portafoglio nel modo più efficiente possibile, prendendoci carico dell'allocazione sui sottostanti. Possiamo descrivere il nostro processo come un approccio a tre fasi. Nella prima parte, analizziamo la situazione macro per allocare il portafoglio all'interno delle varie classi di merito creditizio Ig e Hy. Nella seconda sfruttiamo le nostre capacità di ricerca, selezionando i titoli con i profili migliori e combinandoli con strumenti governativi e del mercato monetario (in tutto, il massimo è un quarto del portafoglio). Nel terzo e ultimo step procediamo con la costruzione dell'allocation, ottimizzando la combinazione dei vari titoli in modo da minimizzare situazioni di rischio non volute (bias settoriali, geografici...) e calibrando il peso di ogni posizione. L'approccio attivo e flessibile ci permette di limitare il rischio di credito in favore delle emissioni governative, con lo scopo di tutelare il portafoglio. E viceversa in fasi di mercato favorevoli».



## «Perché investire in fondi obbligazionari»



**ADRIANO NELLI**  
responsabile global  
wealth management Italia  
Pimco

PIMCO

### **Siamo in un contesto favorevole per i fondi obbligazionari?**

«Nell'attuale contesto finanziario, in cui i tassi d'interesse sono saliti ai massimi degli ultimi 15 anni in Europa e negli Stati Uniti, i fondi obbligazionari possono rappresentare una scelta di investimento particolarmente interessante. Non solo le obbligazioni di alta qualità offrono rendimenti corretti per il rischio simili a quelli azionari, ma l'attuale scenario economico presenta opportunità uniche per gli investitori in fondi obbligazionari. Come affermiamo nel nostro ultimo Cyclical outlook, "Gestire la discesa", l'inflazione potrebbe avere una tendenza al ribasso, spingendo potenzialmente le banche centrali a ridurre i tassi di interesse nella seconda metà del 2024 e nel 2025 a sostegno di una maggiore crescita. Tuttavia, secondo noi il mercato potrebbe essere eccessivamente ottimista riguardo alla tempistica di questi tagli, poiché la storia mostra che le banche centrali abbassano i tassi solo dopo la comparsa di condizioni recessive e poi effettuano più tagli di quanto anticipi il mercato. Quindi, mentre gli atterraggi morbidi dopo un ciclo di rialzi sono possibili, non sono molto



frequenti e, pertanto, crediamo che i mercati siano troppo compiacenti e ci siano rischi macroeconomici più elevati di quanto scontato nei prezzi».

### **Qual è il vostro scenario di base?**

«I nostri principali fondi obbligazionari sono posizionati non solo per cogliere i rendimenti più elevati attualmente presenti sul mercato, ma anche per una potenziale resilienza e un apprezzamento dei corsi dei bond in molteplici scenari economici futuri. Nel nostro scenario di base di rallentamento della

crescita e dell'inflazione, i rendimenti saranno probabilmente ancorati, ma se dovessimo sperimentare una profonda recessione, l'obbligazionario potrebbe sovraperformare l'azionario. Anche se si manifestasse un'inflazione molto più persistente, un ambiente difficile per entrambe le classi di attivo, probabilmente l'azionario potrebbe essere maggiormente influenzato dalle aspettative di una politica monetaria più restrittiva».

### **Alla luce di queste considerazioni, come sono**

## posizionati i vostri fondi obbligazionari?

«Questo contesto macroeconomico è un segnale per gli investitori, affinché prendano in considerazione la possibilità di riposizionare i loro portafogli, con particolare attenzione alle obbligazioni a medio termine per evitare i rischi di reinvestimento associati ai titoli a breve termine. Con gli attuali rendimenti elevati, non c'è bisogno di inseguire obbligazioni con rating più bassi o di addentrarsi in segmenti di struttura del capitale più rischiosi per ottenere rendimenti reali positivi. Le obbligazioni di alta qualità non sono solo interessanti ora, ma potrebbero anche apprezzarsi se il prossimo ciclo dei tassi d'interesse fosse più severo del previsto. Ci sono tre ragioni chiave per cui i fondi obbligazionari gestiti attivamente possono essere interessanti in questo contesto: riduzione del rischio di mancato rendimento, diversificazione e potenziale apprezzamento del capitale».

## Potrebbe elaborare questi ultimi concetti?

«In merito alla riduzione del rischio di mancato reinvestimento, si può affermare che, a differenza dei depositi a termine fisso o delle obbligazioni singole, i fondi obbligazionari reinvestono continuamente i titoli in scadenza. Chi acquista una singola emissione spesso non reinveste in modo efficiente le cedole e ciò comporta nel tempo una riduzione del rendimento totale dell'investimento. Per quanto riguarda la diversificazione, i fondi obbligazionari investono in un pool differenziato di titoli, distribuendo il rischio su centinaia o addirittura migliaia di emittenti. Ciò minimizza l'impatto di potenziali default di qualsiasi singolo emittente sull'investimento complessivo. Infine, una volta che i tassi di interesse raggiungono il picco e iniziano a diminuire, le obbligazioni esistenti con cedole più elevate diventano più appetibili, facendo aumentare i loro corsi. La gestione attiva della duration

all'interno di un fondo può capitalizzare su questi potenziali guadagni in termini di capitale».

## Le sue riflessioni rimarcano l'importanza della gestione attiva all'interno di queste soluzioni di investimento. Perché è così importante?

«Riteniamo che la forma gestita di accesso al mercato obbligazionario offra anche la possibilità agli investitori di partecipare a segmenti del mercato dei bond spesso non accessibili al retail. La gestione attiva dei fondi offre, infine, la flessibilità di adeguare il rischio di interesse e di credito del portafoglio in risposta alle mutevoli condizioni economiche. Questo approccio proattivo consente ai gestori di fondi di ottenere potenziali extra-rendimenti rispetto alle strategie passive e di mitigare il rischio di ribasso associato alle singole obbligazioni, portando a rendimenti corretti per il rischio potenzialmente più elevati».

## Tuttavia, lo scorso anno non è stato facile per il reddito fisso...

«Sebbene il 2023 sia stato un anno difficile per il reddito fisso, ci ha ricordato perché gli investitori dovrebbero prendere in considerazione la gestione attiva obbligazionaria rispetto alla liquidità. I rendimenti hanno chiuso l'anno più o meno dove l'avevano iniziato, ma con un'enorme volatilità nel mezzo. Questa volatilità ci ha offerto l'opportunità di adeguare tatticamente la duration (sensibilità ai tassi d'interesse), di aumentare l'esposizione a livello globale in aree con un valore relativo interessante e di diversificare le nostre fonti di rendimento all'interno dei portafogli. Inoltre, ci è stato ricordato che i rally possono avvenire rapidamente. In conclusione, siamo entusiasti delle opportunità che i mercati obbligazionari presentano per il 2024 e nei prossimi anni. Con gli attuali tassi d'interesse elevati e la possibilità di un ciclo di tassi al ribasso all'orizzonte, i risparmiatori possono ottenere dai fondi obbligazionari la rendita per integrare i propri redditi, liquidità e apprezzamento del capitale».





## «Alla Fed la prima mossa»



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

**KAIROS**



### Come sono cambiate le aspettative delle banche centrali alla luce dei recenti dati sull'inflazione e del contesto macroeconomico?

«In estrema sintesi direi che si è colmato il divario tra ciò che il mercato si attendeva, o forse sperava, e quanto invece la Fed e la Bce affermavano, o era d'uopo che dicesero. Queste ultime, nel rispetto del loro ruolo e in coerenza con quanto affermato, cioè che le loro decisioni sarebbero dipese dai dati, hanno mantenuto ferme le loro posizioni, raffreddando così le aspettative di chi si attendeva un immediato allentamento delle politiche monetarie. È quindi accaduto che il mercato si sia trovato costretto a rivedere le proprie attese e a riposizionarsi di conseguenza».

### Ma perché questo gap si è chiuso?

«Nello scontro, ovviamente teorico, tra le banche centrali e il mercato, è successo che siano stati i dati macroeconomici a dirimere la contesa in atto e, per così dire, a svolgere il ruolo di arbitro. I vari indicatori pubblicati di recente hanno dimostrato palesemente una resilienza del ciclo economico e dell'inflazione. Il messaggio che ne è derivato è che non c'è alcuna urgenza di agire sulla leva tassi d'interesse nel primo trimestre dell'an-

no. Ciò ha provocato un riprezzamento delle curve dei rendimenti, nello specifico dei titoli governativi, e ha riproposto una domanda di natura puramente tattica e non di posizionamento strategico: quando, come e quanto saranno tagliati i tassi d'interesse, visto che sembra improbabile che ciò non avvenga. In questo contesto, per la prima volta dopo diversi mesi, si è assistito a un mercato azionario e del credito positivo, con i tassi in risalita».

### Nessuna contraddizione in quest'ultima sua considerazione?

«Negli ultimi due anni i risky asset si sono mossi in totale sincronia, forse addirittura eccessiva, con i tassi d'interesse, con una correlazione uno a uno. Dopo un biennio, questo rapporto si è rotto: i tassi aumentano perché il ciclo economico tiene, mentre gli investimenti rischiosi crescono perché l'economia mostra segnali di una resilienza superiore alle attese. Siamo così entrati in una fase che leggerei in modo costruttivo: il tasso risponde all'input inflazione/ciclo e non è più l'unico driver del mercato, lasciando così spazio alla possibilità che vengano prese in debita considerazione variabili quali gli utili aziendali, i dati di bilancio e il ciclo economico nella sua interezza. È finito così

un lungo connubio e si è entrati in una nuova fase, anche se ci sono state indubbiamente alcune sorprese».

### A cosa fa riferimento?

«I dati sui prezzi al consumo sono stati marginalmente più forti delle attese, ma ciò va letto solo da un punto di vista tattico: i prezzi scenderanno, anche se è possibile che l'inflazione impieghi più tempo a rientrare e, di conseguenza, le banche centrali potrebbero attendere più a lungo prima di cambiare la politica monetaria».

### E se ci si trovasse invece dinnanzi a un'economia o a un'inflazione più forte delle aspettative?

«Innanzitutto una premessa. Per il momento, non c'è stato un soft landing, bensì un "no landing", in particolare dell'economia americana, dove non è insolito che, ad esempio, il mercato del lavoro sorprenda al rialzo. Tuttavia, la vera novità è arrivata dai bilanci delle aziende, che forse hanno imparato le lezioni dalle crisi precedenti e hanno affrontato questi due anni con una leva finanziaria più contenuta, meno debito e più pronte, di conseguenza, ad affrontare una stretta creditizia. Ma se si può supporre che le imprese negli anni siano diventate



meglio attrezzate e più inelastiche al rialzo dei tassi, è pur vero che la tenuta dell'attività economica le ha probabilmente sostenute a contenere gli effetti negativi di politiche monetarie restrittive. Detto ciò, ci sono due scenari di coda che potrebbero realizzarsi. Il primo riguarda la possibilità che l'inflazione rimanga elevata e non vi sia alcun taglio dei tassi: è uno scenario che i prezzi del mercato non riflettono ed è foriero di elevata volatilità. Le probabilità che ciò avvenga sono, a mio parere, molto contenute, visto che sono stati diversi i segnali che indicano una disinflazione in corso e alcuni di questi sono di natura strutturale. Ci potrebbe essere un contesto in cui l'indicatore dei prezzi al consumo rimanga più alto di quanto non ci si aspetti, tuttavia ritengo improbabile che l'assestamento avvenga a livelli elevati. L'altro scenario è il "goldilocks", che io definisco come il migliore dei mondi possibili: non c'è inflazione, ma neppure recessione, e le banche centrali tagliano con un leggero ritardo. È possibile che ciò avvenga, ma rimane sempre uno scenario di coda. Come spesso accade in finanza, è probabile che ci si troverà in un ambito in cui prevarrà una situazione che sta a metà tra i due estremi delineati: il ciclo non andrà in recessione, ma soprattutto in Europa rallenterà, mentre l'inflazione, per quanto in discesa, creerà un po' di volatilità. Ciò significa che ci saranno alcuni tagli, non immediati, magari meno pronunciati nell'entità, ma pur sempre in un contesto di allentamento monetario. Siamo in una fase di transizione che andrà gestita in modo tattico e facendo degli aggiustamenti al palesarsi degli accadimenti, senza rivedere la strategia di fondo».

### **Tornando alle decisioni delle banche centrali, la resilienza economica è pronunciata negli Stati Uniti, ma lo stesso non lo si può affermare per l'Eurozona. Pensa che ci sia la possibilità che la Bce anticipi la Fed?**

«In Eurozona il ciclo è più debole e l'inflazione è meno vischiosa: potrebbero quindi esserci le condizioni perché ciò avvenga, ma vedo questo fatto improbabile. Rimango della mia idea che sarà Jerome Powell a dare il là al cambiamento, seguito a ruota da Christine Lagarde, per ragioni puramente pragmatiche e anche per evitare gli effetti che ciò potrebbe causare e con il rischio di

toccare delicati equilibri politici. È chiaro che se dovessero esserci alcuni fattori esogeni, magari di natura geopolitica, tali da impattare in prima istanza il Vecchio continente, la situazione potrebbe cambiare ma, ceteris paribus, toccherà a Washington la prima mossa».

### **Quindi non resta che seguire le dichiarazioni dei vari membri delle banche centrali?**

«Sì, ma con un caveat. Va infatti ricordato che compito della banca centrale è non sorprendere il mercato nelle sue decisioni. Ciò comporta che, fino a quando non si saranno allineate le condizioni perché ci sia un cambiamento di politica monetaria, tutte le dichiarazioni non faranno trapelare nulla che apra spazi a speculazioni sulle decisioni future: è una questione di coerenza cui le istituzioni centrali si devono attenere. Il cambio di retorica avverrà solo quando ci sarà la certezza che nel meeting successivo si procederà con il taglio dei tassi. Veniamo dal più grande e concentrato ciclo di inasprimento di politica monetaria dei mercati finanziari: sino a che i dati non dimostreranno altrimenti, le banche centrali continueranno ad avere un linguaggio da "falco" per preservare la loro credibilità e a loro verrà riconosciuto il merito di avere guidato l'economia fuori dalle secche dell'inflazione senza ucciderla. Credo che sia fondamentale che chi opera sul mercato comprenda appieno questo concetto».

### **Vuole dire che nulla accadrà all'improvviso?**

«Le banche centrali non devono mai impegnarsi in anticipo. Quando le condizioni lo renderanno possibile, ci saranno dei commenti, non necessariamente durante gli incontri ufficiali, dove la retorica comincerà a fare trasparire il cambiamento in arrivo. Nessuna sorpresa, ribadisco, perché le istituzioni centrali hanno il compito di guidare i mercati, senza accomodarli».

### **E a proposito di sorprese, a livello macroeconomico c'è stato qualcosa che l'ha colto di sprovvisa?**

«La tenuta dell'economia. Sino allo scorso settembre, sul mercato veleggiava lo spettro di una recessione alle porte, visto il consistente rialzo dei tassi cui si era assi-

stato: non è sinora accaduto e le aziende si sono mostrate più pronte del previsto ad affrontare la situazione economico-finanziaria».

### **Quanto descritto come impatta, secondo lei, il mercato dei governativi e del credito?**

«Il mercato dei titoli governativi ha registrato una flessione importante: è l'asset class del reddito fisso che è stata più penalizzata ed è più attrattiva rispetto a due mesi fa. All'interno di questo segmento, privilegiamo la parte intermedia della curva dei rendimenti per ragioni di valutazione e volatilità: ha più valore ed è meno soggetta alle dinamiche dell'inflazione, che è ancora lontana dall'essere un lontano ricordo. Il mercato del credito va bene per ragioni, sia fondamentali, sia tecniche. In merito a quest'ultimo aspetto, c'è stato un numero record di nuove emissioni che allontana il rischio di un sovraffollamento nel ricorso al mercato al momento del taglio dei tassi. Inoltre, è un segnale molto significativo, perché, dopo tanto tempo, il mercato del credito si è riaperto e ha permesso alle aziende di rifinanziarsi».

### **Ma perché rifinanziarsi prima di un taglio dei tassi?**

«Perché per un'azienda è più importante avere accesso al mercato che il livello assoluto dei tassi ai quali si rifinanzia. Il rifinanziamento del debito è un concetto rolling, che non si soddisfa con un'emissione ed è per questa ragione che la priorità è avere accesso al mercato, altrimenti si rompe il meccanismo di funding».

### **Come posizionarsi sul mercato obbligazionario?**

«Ci piacciono i titoli finanziari per le basse valutazioni in termini relativi e per la solidità delle banche. Per quanto riguarda la parte del credito, continuiamo a ritenere interessante l'investment grade, ma, in prossimità di un taglio dei tassi, riteniamo che si possano considerare anche emissioni di rating inferiore, come la parte alta del comparto Hy (BB), senza però scendere nella parte più bassa (CCC). Infine, non ci si dovrebbe dimenticare dei mercati emergenti: se inizia l'allentamento delle politiche monetarie, il ciclo economico tiene e la geopolitica non riserva sorprese negative, crediamo che vadano reconsiderati con rinnovata positività».

Materiale di marketing

Il presente materiale marketing è pubblicato da Pictet Asset Management. Ogni investimento comporta dei rischi, incluso quello di non recuperare il capitale di partenza.

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



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



**PICTET**  
Asset Management

Building Responsible Partnerships

# Una piattaforma per fare fintech

a cura di **Boris Secciani**

Fondi&Sicav continua il suo viaggio nel mondo del fintech italiano. In questo numero risponde **Bruno Natoli**, ceo di **Mia-FinTech**.

## **Può sintetizzare la storia di Mia-FinTech?**

«L'azienda nasce nel gennaio del 2022 come startup fintech basata sull'esperienza acquisita da Mia-Platform, la principale tech company italiana che ha rivoluzionato la creazione end-to-end di piattaforme digitali. L'obiettivo era creare una piattaforma tecnologica in grado di offrire l'infrastruttura, in collaborazione con alcuni partner, che permettesse a diversi soggetti di abbracciare nuovi modelli di business nell'ambito dei servizi finanziari. Ci riferiamo, ad esempio, al settore creditizio, sia per quanto riguarda le fintech che vogliono costruire approcci più smart nella loro architettura, sia gli istituti tradizionali che desiderano aggiornare i loro sistemi informatici verso un modello cloud nativo. In particolare, quest'ultimo mercato

presenta un grande potenziale in Italia, dato il permanere di soluzioni legacy basate su server proprietari e caratterizzate da una struttura rigida che non rispondono alle esigenze in continua evoluzione dei consumatori digitali».

## **Come si articola il vostro business model, in particolare il concetto di composable bank?**

«La nostra piattaforma innanzitutto si configura come un ambiente neutrale per quanto riguarda il provider di cloud utilizzato. Attraverso la nostra suite di prodotti, è possibile sviluppare, con il linguaggio desiderato, strumenti digitali su misura per poi gestire il loro flusso e l'integrazione con i canali messi a disposizione della propria clientela e i sistemi gestionali sorgenti. In particolare, offriamo un marketplace di componenti pronti all'uso forniti da un'ampia gamma di partner tecnologici, in cui si può andare a strutturare un intero paniere di servizi finanziari. Un esempio è il Payment integration hub, che integra diversi servizi di pagamento in modo tale da



**BRUNO NATOLI**  
ceo  
**Mia-FinTech**

monitorare e ottimizzare l'intera filiera in questo ambito. Vi sono, poi, soluzioni per i servizi di onboarding, che operiamo in collaborazione con diversi partner a livello di kyc e kyp. Abbiamo, inoltre un gateway per gestire in maniera sicura l'accesso via Api del flusso di dati e funzioni fra Mia-FinTech e il front-end dell'app del cliente. Infine, mettiamo a disposizione una piattaforma di scoring management allo scopo di erogare credito».

**Focalizziamoci su quest'ultima linea di business; come si articola?**

«Questo segmento del nostro marketplace lavora con fornitori di sistemi di valutazione e gestione del rischio. Il nostro cliente può accedere ai loro servizi e creare alcune regole e metodologie per rilasciare prestiti basandosi sui loro sistemi di scoring. Il tutto, poi, dopo essere stato orchestrato sul cloud, può essere richiamato nella app retail. È possibile all'interno di questo ambiente utilizzare algoritmi di intelligenza artificiale, intesi come co-pilot che aiutano a determinare l'ammontare e le condizioni degli impieghi che si andranno a creare. Un supporto, dunque, alla produzione e al testing del software. Ovviamente, si tratta di una linea di business molto importante per noi, data la necessità per il mondo delle Pmi italiane di accedere a finanziamenti in modo rapido e a buone condizioni in un ambiente, quello dei canali fisici, a volte restio a concederli».

**In quali segmenti avete registrato i maggiori tassi di crescita?**

«Oltre al lending, sicuramente per noi appare cruciale la tematica dell'embedded finance. Da un lato c'è una grande richiesta da parte di digital company (ad esempio, i gruppi di e-commerce) di integrare nelle proprie applicazioni un insieme man mano più ampio di soluzioni finanziarie. Basti pensare alla rapidità della crescita di approcci come il "buy now pay later", cui adesso sta facendo seguito la crescente disponibilità di prestiti veri e propri da parte del merchant stesso. Guardiamo con grande interesse anche al settore delle utility, che possono pensare a forme di finanziamento per le bollette. Dall'altro lato, riteniamo elevato il potenziale di integrazione di vendita in un ecosistema di servizi finanziari sempre più complessi: un esempio in questo ambito è la bancassurance».

**Lei ha specificato che il vostro target è le neo-banche, oltre agli istituti tradizionali vogliosi di modernizzarsi. Qual è stato finora il responso del mercato?**

«La nostra azienda non guarda solo all'Italia, bensì al mondo intero, tanto che, oltre a diversi clienti europei, abbiamo di recente aperto anche al mercato americano. Sicuramente, la fintech nel nostro Paese viaggia su un doppio binario di velocità, nel quale a diversi nuovi operatori innovativi si affiancano soggetti tradizionali che ancora fanno fatica a operare il salto di qualità verso un modello omni-channel app centrico. In altre economie avanzate certamente si registra un maggiore dinamismo nella transizione da parte di banche incumbent su un modello cloud-native che collabora con fornitori di terze parti».

**In questi anni si sta parlando molto dell'open banking anche come motore dell'evoluzione che ha delineato in precedenza. Qual è lo stato dell'arte in Italia da questo punto di vista?**

Per rispondere, parto specificando che appunto Mia-FinTech integra nel proprio marketplace servizi offerti dai nostri partner che hanno lo scopo di facilitare l'accesso alle transazioni. Finora questo paradigma si

è diffuso soprattutto con il mero obiettivo della rendicontazione, in un unico hub di tutti i rapporti bancari. Non si tratta ovviamente di una nicchia che presenta oggi enormi potenzialità di crescita. Infatti, l'obiettivo sarebbe arrivare a una profilazione molto più accurata per erogare credito in maniera rapida e con un minore grado di rischio. Purtroppo, però, il tasso di adozione dell'open banking da parte del mercato italiano rimane ancora limitato, nell'ordine della singola cifra percentuale. A ciò si accompagna un settore bancario che non è sempre pronto a questo salto, nonostante gli obblighi introdotti dalla Psd2».

**Da dove derivano le cautele degli istituti di credito?**

«Al di là della volontà di promuovere l'open banking o meno, ci sono comunque problemi tecnici considerevoli. Basti pensare al fatto che un fornitore di servizi di aggregazione deve essere in grado di collegarsi a vari servizi via Api, che possono essere molto diversi fra loro e quindi difficilmente integrabili. Oltre al fatto che vi è la non minuscola probabilità che l'interfaccia di una delle controparti possa temporaneamente non funzionare. Sono questioni che richiedono una vasta expertise tecnologica e ingenti investimenti per essere risolte in maniera soddisfacente, a fronte di un atteggiamento piuttosto titubante da parte della clientela in Italia».

**Infine, vedete la possibilità di integrare all'interno di soluzioni fintech la vendita di servizi di intermediazione sui mercati o il collocamento di prodotti di investimento?**

«Si tratta di un segmento destinato a crescere negli anni. In questo caso, però, vanno tenute presenti anche questioni regolatorie non indifferenti, che fanno capo, fra le altre, alla Mifid 2. Per questo motivo, ad esempio, integrare una app di una neo-banca con una piattaforma di acquisto di fondi comuni richiede una serie di passaggi estremamente delicati dal punto di vista della compliance e dei regolamenti. Per altri strumenti più semplici, quali ad esempio gli Etf quotati in borsa, sicuramente le difficoltà sono minori».



# Nuovi massimi per l'oro?

a cura di **Pinuccia Parini**

L'oro, anche nei primi mesi del 2024, sembra ancora nel radar degli investitori, dopo avere registrato una crescita di valore del 15% nel 2023. Fondi&Sicav ha chiesto a **Diego Franzin**, head of portfolio strategies di **Plenisfer Investments Sgr**, quali sono, secondo lui, le prospettive del metallo prezioso.

## **Quali sono i fattori che potrebbero sostenere o meno il valore dell'oro?**

«In primo luogo, è necessario fare una premessa: se si adegua il prezzo dell'oro all'inflazione per renderlo comparabile con i valori del passato, emerge che il record messo a segno dal metallo prezioso è solo apparente e ancora lontano dai valori (normalizzati rispetto all'inflazione) toccati in occasione di precedenti picchi: circa 2.500 dollari alla fine degli anni '70, in occasione della crisi petrolifera, e, più recentemente, tra il 2011 e il 2014, durante le crisi dei debiti sovrani, e circa 2.350 dollari, raggiunti durante la pandemia. Quanto ai fattori che influenzano il mercato, in Plenisfer riteniamo che ve ne siano almeno tre: l'incertezza, la domanda delle banche centrali e i flussi finanziari. Questi tre elementi hanno inciso sul valore dell'oro nel 2023 e andranno, a nostro avviso, attentamente monitorati negli anni a seguire. Lo scorso anno è stato dominato, da un lato, dall'incertezza sull'andamento dell'inflazione e, conseguentemente, della politica monetaria, e, dall'altro, dal fronte geopoliti-

co. Ma a sostenere il prezzo del metallo giallo è stato soprattutto un ulteriore fattore: la robusta domanda delle banche centrali. L'oro svolge un ruolo significativo nelle riserve di queste ultime a livello globale. Dopo lo scoppio della crisi finanziaria del 2008, abbiamo assistito a un fondamentale cambio di regime, con gli istituti di emissione che hanno progressivamente rivalutato la funzione e la rilevanza dell'oro nella gestione degli asset di riserva».

## **Sono aumentati gli acquisti?**

«Nel dettaglio, le istituzioni centrali dei mercati emergenti hanno aumentato i loro acquisti di oro, quelle statunitensi hanno mantenuto le riserve costanti, mentre le banche centrali europee hanno cessato di vendere. Ci aspettiamo che questo trend possa proseguire, sostenuto soprattutto dagli emergenti, alle prese con un processo di dedollarizzazione, in particolare in Asia, che non ci attendiamo porti a un cambio di regime sul dollaro quale valuta di riferimento internazionale, ma che potrebbe condurre a una maggiore incidenza dell'oro sulle riserve rispetto all'ammontare di dollari detenuti dalle banche centrali».

## **Come spiegherebbe questo processo di dedollarizzazione?**

«Dagli anni '70 si è assistito a un vero e proprio processo di dollarizzazione dell'economia e il biglietto verde è diventato la valuta



**DIEGO FRANZIN**  
**head of portfolio strategies**  
**Plenisfer Investments Sgr**

di riserva e di scambio mondiale. Con l'inizio della deglobalizzazione e i cambi di equilibrio tra paesi, a livello mondiale è emersa la necessità di avere una divisa alternativa, che renda meno vincolante la dipendenza dal dollaro. In particolare, il fenomeno si è acuito con lo scoppio del conflitto in Ucraina, quando, alla luce delle sanzioni adottate contro la Russia, la divisa americana ha perso la sua neutralità ed è diventata quasi uno strumento geopolitico: è stata la prima volta in cui sono stati congelati i conti in dollari. Da qui, la necessità, in particolare per le economie asiatiche, di trovare riserve di valore alternative e l'oro, in questo contesto, ha una funzione importante nel momento in cui si vuole dare credibilità e stabilità a un'altra valuta».

#### **E per quanto riguarda i flussi finanziari?**

«È il terzo fattore da monitorare. L'oro sembra ancora non piacere agli investitori in Etf. Il 2023 ha segnato il terzo deflusso annuale consecutivo degli Etf globali sul metallo giallo: questo fenomeno è stato guidato dal maggiore costo opportunità nel detenere questa materia prima rispetto ad altri asset, come i Treasury statunitensi, ed è stato solo in parte compensato dagli acquisti effettuati in fasi in cui l'oro assolveva pienamente alla sua funzione di bene rifugio».

#### **Quali potrebbero essere le ragioni di questa mancanza d'interesse?**

«La presenza sempre maggiore della gestione passiva all'interno dell'asset management ha portato all'accorciamento dell'orizzonte temporale d'investimento e, come conseguenza, ha penalizzato l'oro. Questo metallo prezioso

è una riserva di valore che non ha un carry nel breve periodo e, per tale ragione, non trova molto spazio in un portafoglio costruito per un arco di tempo limitato, soprattutto se i tassi d'interesse sono elevati e quindi appetibili per un investitore. L'oro diventa interessante, invece, se ci si sgancia dal benchmark e si assume un'ottica di più lungo periodo, dove si possono avvicinare scenari economico-finanziari tra loro diversi: il metallo prezioso può così svolgere la sua funzione di bene rifugio. L'adozione poi di un benchmark è un vincolo importante nel processo di allocazione e, da questo punto di vista, condiziona la presenza dell'oro all'interno dei portafogli».

#### **Alla luce dei tre fattori descritti, quali possibili prospettive per l'oro?**

«Il consenso del mercato oggi prevede un atterraggio morbido degli Stati Uniti, che dovrebbe influenzare positivamente l'economia globale. Tradizionalmente, questo contesto non è particolarmente positivo per l'oro, con conseguenti rendimenti piatti o leggermente negativi. Ma ogni ciclo è diverso. L'acuirsi delle tensioni geopolitiche in un anno elettorale chiave per molte delle principali economie, combinato con i continui acquisti da parte delle banche centrali, potrebbe fornire ulteriore sostegno al metallo prezioso. Inoltre, la probabilità che la Fed guidi l'economia statunitense verso un atterraggio sicuro con tassi di interesse superiori al 5%, non è affatto certa. E una recessione globale è ancora una possibilità da monitorare. Infine, l'eventuale inversione di trend nei flussi finanziari, che hanno penalizzato l'oro nel 2023, potrebbe rappresentare un fattore positivo a supporto del metallo giallo».

#### **Quali sono le aspettative di Plenisfer sull'evoluzione del contesto economico?**

«Le aspettative del mercato sembrano indicare o un atterraggio morbido o, addirittura, un rallentamento molto contenuto dell'economia, con l'inflazione che va a scemare verso i livelli di target che si sono date le banche centrali. Noi riteniamo che, anche se i dati a oggi vanno nella direzione sopra descritta, è necessario prestare molta attenzione all'andamento dell'indice dei prezzi al consumo, che si muove a ondate, e all'evolversi della situazione macroeconomica, che rimane molto incerta. Se si osserva quanto avvenuto in precedenza, non è mai successo che si riesca a ingegnerizzare un "soft landing". In Plenisfer crediamo che l'inflazione si assesterà a un livello più alto rispetto alle attese degli operatori e che anche le dinamiche di crescita mostreranno fasi alterne. Ed è proprio alla luce di ciò che riteniamo importante la presenza dell'oro all'interno di un portafoglio, poiché, non essendo un "bene fragile", svolge la sua funzione proprio durante i periodi di incertezza geopolitica, monetaria e fiscale».

#### **Quindi vi aspettate un apprezzamento?**

«Riteniamo che, nonostante l'evoluzione del contesto macro, per l'oro vi sia questa potenzialità alla luce del perdurare delle incertezze su vari fronti e dei fattori descritti. In ogni caso, pensiamo che possa stabilmente mantenersi sopra il valore di 2.000 dollari per oncia e possa, soprattutto, assolvere all'importante funzione di stabilizzatore del portafoglio degli investitori».



# Non solo auto elettrica

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

- **Il mercato globale delle batterie è stato valutato 118,20 miliardi di dollari nel 2023 e si prevede che raggiungerà 329,84 miliardi entro il 2030**

- **Le batterie agli ioni di litio dominano il mercato**

- **Il rischio geopolitico si manifesta principalmente attraverso la dipendenza da materiali critici, come il litio, il cobalto e il nichel, le cui fonti sono concentrate in poche aree geografiche soggette a instabilità, tensioni internazionali e politiche protezionistiche**

Il mercato globale delle batterie sta vivendo una crescita significativa e una forte trasformazione guidate da avanzamenti tecnologici, una crescente domanda di veicoli elettrici (Ev) e l'adozione sempre più diffusa di elettronica portatile.

Il fatturato mondiale delle batterie è stato

valutato 118,20 miliardi di dollari nel 2023 e si prevede che raggiungerà 329,84 miliardi entro il 2030. La crescita è spinta, oltre che dalla sempre maggiore domanda di veicoli elettrici, anche dalla diffusione di elettronica di consumo portatile e dalla necessità, in aumento, di soluzioni di stoccaggio energetico sostenibili ed efficienti.

Le batterie agli ioni di litio dominano il mercato grazie alla loro alta densità energetica, alla durabilità e all'efficienza. Altre tecnologie significative includono le batterie al piombo-acido, quelle al nickel-metallo idruro e le batterie allo stato solido. Il settore automobilistico, in particolare i veicoli elettrici, è un importante consumatore, seguito dall'elettronica di consumo (telefoni cellulari, laptop e dispositivi portatili). Le applicazioni industriali, inclusi lo stoccaggio di energia e l'alimentazione di riserva, rappresentano un ulteriore segmento significativo.

Il mercato delle batterie è altamente competitivo, con diversi grandi attori che dominano l'industria. Aziende di rilievo sono Panasonic, Catl, Byd, Lg Chem, Samsung Sdi e Tesla. Tutte queste aziende sono impegnate in partnership

strategiche, investimenti in ricerca e sviluppo ed espansione della capacità per rafforzare le loro posizioni di mercato.

Gli investimenti nel riciclo delle batterie e nelle applicazioni di seconda vita stanno emergendo come tendenze importanti, spinti dalla necessità di affrontare gli impatti ambientali dello smaltimento e la necessità di fonti di materiali sostenibili. Man mano che il mercato si evolverà, la collaborazione lungo la catena del valore, le innovazioni tecnologiche e il supporto normativo saranno cruciali per affrontare le sfide e sbloccare nuove opportunità nella tecnologia delle batterie.

## IL RISCHIO GEOPOLITICO

L'esposizione del mercato delle batterie ai rischi geopolitici rappresenta un fattore critico che può influenzare significativamente la stabilità e la crescita del settore. Questo rischio si manifesta principalmente attraverso la dipendenza da materiali critici, come il litio, il cobalto e il nichel, le cui fonti sono concentrate in poche aree geografiche soggette a instabilità, tensioni internazionali e politiche protezionistiche. La sicurezza dell'approvvigionamento di litio, in particolare, è diventata una priorità assoluta per le aziende tecnologiche in Asia, Europa e Nord America. A questo scopo sono state create alleanze strategiche e joint venture tra aziende tecnologiche e società di esplorazione, per garantire un approvvigionamento affidabile e diversificato di litio ai fornitori di batterie e ai produttori di veicoli.



Inoltre, la crescente competizione per l'accesso a queste risorse essenziali può portare a conflitti geopolitici, con nazioni e blocchi economici che cercano di assicurarsi l'accesso esclusivo attraverso accordi strategici o misure di politica estera. Queste dinamiche possono introdurre incertezze nel mercato, con potenziali impatti sulle catene di approvvigionamento, aumentando i costi e ritardando la consegna di prodotti finiti.

L'escalation delle tensioni commerciali tra grandi potenze economiche, come gli Stati Uniti e la Cina, è in grado, inoltre, di complicare il panorama, dato che misure protezionistiche o dazi doganali possono influenzare il flusso di materiali critici e di tecnologie di produzione delle batterie, incidendo sui costi e sulla competitività delle imprese operanti nel settore. Questo scenario di rischio geopolitico richiede una navigazione attenta da parte

delle aziende, che devono diversificare le loro fonti di approvvigionamento, investire in tecnologie di riciclo per ridurre la dipendenza da materiali critici e sviluppare strategie resilienti per affrontare potenziali shock politici o economici.

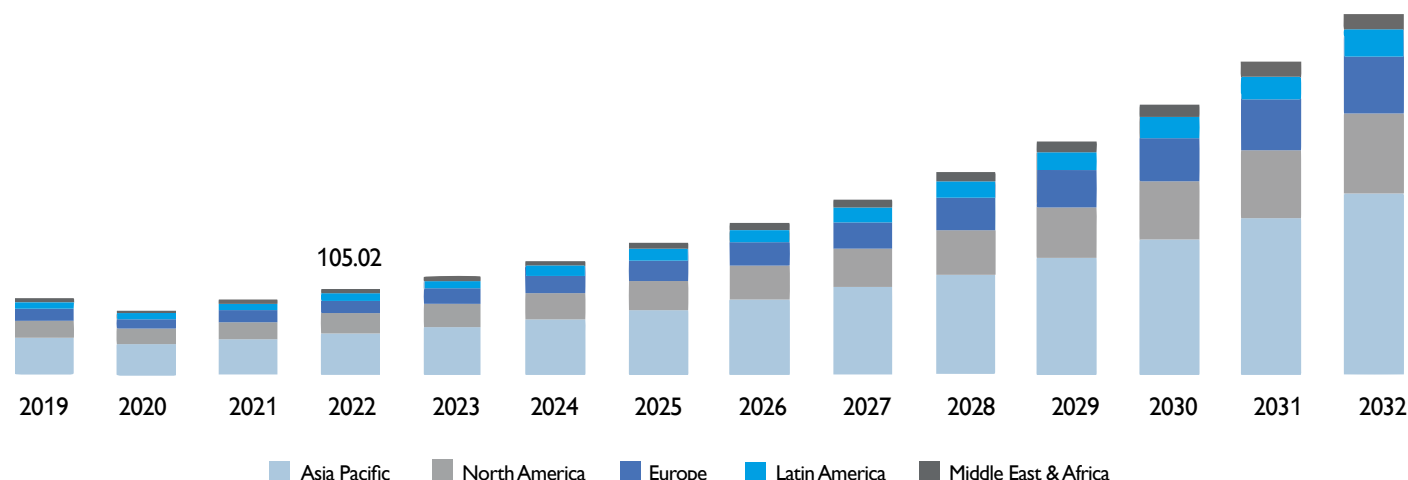
## ANALISI SWOT

### Punti di forza

- **Elevata efficienza e densità energetica:** le batterie agli ioni di litio, in particolare, offrono elevate prestazioni, lunga durata e capacità di ricarica rapida.
- **Innovazione tecnologica:** continui investimenti in r&d portano a miglioramenti costanti nelle prestazioni delle batterie, riduzione dei costi e sviluppo di nuove tecnologie.
- **Crescita del mercato dei veicoli elettrici:** la crescente adozione di Ev stimola la domanda di batterie ad alta capacità, spin-

## DIMENSIONE DEL MERCATO DELLE BATTERIE NEL PERIODO 2019-2032

Battery Market Size, by Region, 2019-2032  
(Usd billion)

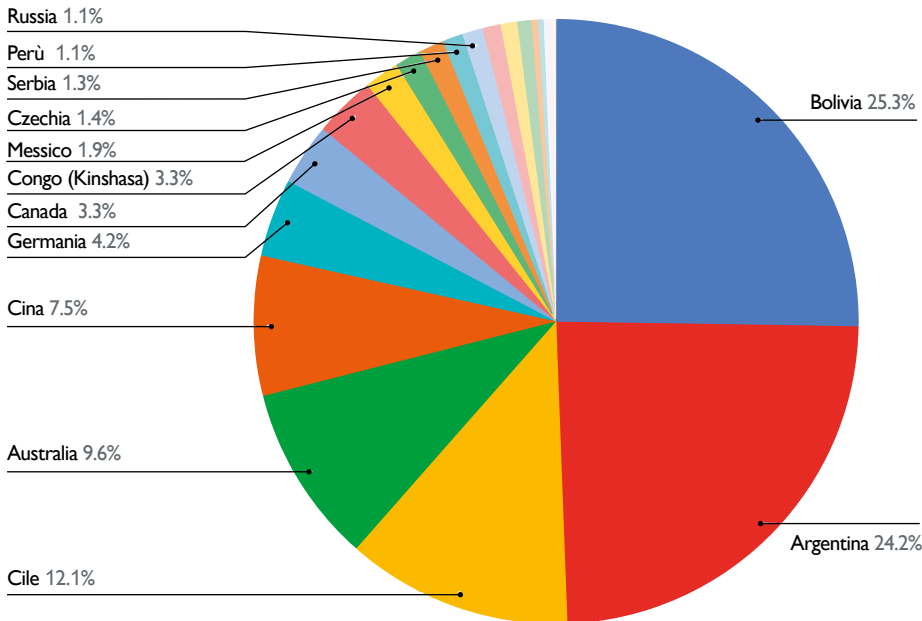


Fonte: Polaris Market Research Analysis



## RISERVE MONDIALI DI LITIO

Riserve di litio (milioni di tonnellate)



Fonte: Usgs; elaborazione Aiaig

gendo l'innovazione e l'espansione delle capacità produttive.

- **Supporto governativo:** incentivi e normative a favore dell'adozione di energie rinnovabili e veicoli a emissioni zero favoriscono la crescita del mercato.

### Punti di debolezza

- **Dipendenza da materiali limitati:** l'alta domanda di metalli rari e di altri materiali critici può portare a volatilità dei prezzi e a problemi di approvvigionamento.

- **Preoccupazioni ambientali:** i problemi legati allo smaltimento e al riciclo delle batterie usate rappresentano una sfida per la sostenibilità del settore.

- **Costi elevati:** nonostante i miglioramenti, il costo elevato di alcune tecnologie delle batterie rimane un ostacolo per l'adozione su larga scala.

### Opportunità

- **Espansione del settore delle energie rinnovabili:** le batterie giocano un ruolo cruciale nell'immagazzinamento dell'energia prodotta da fonti rinnovabili e offrono vasti mercati in espansione.

- **Avanzamenti tecnologici:** lo sviluppo di batterie allo stato solido e altre innovazioni promettono miglioramenti in termini di sicurezza, densità energetica e costi.

- **Crescente domanda di elettronica**

**di consumo:** l'uso ubiquo di dispositivi portatili alimenta una domanda costante di batterie più efficienti e di lunga durata.

- **Iniziative di riciclo e sostenibilità:** lo sviluppo di tecnologie di riciclo più efficienti può ridurre la dipendenza da materiali critici e migliorare l'impronta ambientale.

### Minacce

- **Forte competizione internazionale:** l'ingresso di nuovi attori e l'espansione dei giganti esistenti intensificano la concorrenza, mettendo pressione sui margini di profitto.

- **Cambiamenti nelle politiche governative:** mutamenti nelle politiche di supporto possono influenzare negativamente la domanda e gli investimenti nel settore.

- **Sfide tecniche e sicurezza:** incidenti legati alla sicurezza delle batterie possono compromettere la fiducia dei consumatori e ostacolare l'adozione di nuove tecnologie.

## SCENARI DI SVILUPPO DEL MERCATO

### Crescita sostenuta con sfide persistenti (alta probabilità)

In questo scenario, il mercato delle batterie continua a crescere a un ritmo sostenuto, guidato dalla crescente adozione di veicoli elettrici, dall'espansione delle energie rinnovabili e dall'aumento della domanda di

dispositivi elettronici portatili. L'innovazione tecnologica, in particolare nello sviluppo di batterie agli ioni di litio più efficienti e nella ricerca di alternative come le batterie allo stato solido, rimane un motore chiave. Tuttavia, la dipendenza da materiali limitati e le preoccupazioni ambientali presentano sfide significative. Le società che investono in tecnologie di riciclo avanzate e nella diversificazione delle fonti di materiali critici prosperano, mentre le politiche governative continuano a fornire un supporto essenziale attraverso incentivi e regolamenti favorevoli.

### Innovazione e transizione tecnologica (media probabilità)

In questo scenario, l'industria assiste a una rapida transizione verso tecnologie emergenti, come le batterie allo stato solido, che offrono vantaggi significativi in termini di sicurezza, densità energetica e tempi di ricarica. Questa transizione è stimolata da breakthrough tecnologici e da un deciso calo nei costi di produzione, che rendono queste tecnologie competitive rispetto agli attuali leader di mercato. La crescita del mercato è robusta, ma la velocità di adozione delle nuove tecnologie varia in base alla regione ed è influenzata dalla disponibilità di infrastrutture di ricarica per Ev e dall'accesso a fonti di energia rinnovabile. Le imprese che si adattano rapidamente al cambiamento tecnologico e stabiliscono partnership strategiche dominano il mercato.

### Stagnazione e pressioni legate alla regolamentazione (bassa probabilità)

Questo scenario prevede una crescita più lenta del previsto nel mercato delle batterie, dovuta a una combinazione di sfide tecniche non risolte, pressioni regolamentari e difficoltà nella catena di approvvigionamento. Eventuali restrizioni all'estrazione e alla fornitura di materiali critici, insieme a normative ambientali più severe, aumenterebbero i costi di produzione delle batterie e rallenterebbero l'innovazione. La concorrenza intensa contribuisce a una corsa al ribasso sui prezzi, erodendo i margini di profitto e limitando gli investimenti in ricerca e sviluppo. Sebbene la domanda di veicoli elettrici e di energia rinnovabile rimanga elevata, la progressione verso tecnologie di batteria più avanzate e sostenibili subisce un rallentamento, influenzando negativamente il tasso di crescita complessivo del mercato.

# 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](https://www.amundi.it) in formato elettronico e presso i collocatori. In caso di dubbi, rivolgersi ad un consulente finanziario. L'investimento potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori. I risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. La presente comunicazione non è rivolta alle "U.S. Person" secondo la definizione contenuta nel Regulation S della Securities and Exchange Commission («SEC») e nel Prospetto. Una sintesi delle informazioni sui diritti degli investitori e sui meccanismi di ricorso collettivo è reperibile in lingua inglese al seguente link: <https://about.amundi.com/legal-documentation>. Le informazioni sugli aspetti relativi alla sostenibilità sono reperibili al seguente link: <https://about.amundi.com/legal-documentation>. La società di gestione può decidere di ritirare la notifica delle disposizioni adottate per la commercializzazione di quote, anche, se del caso, in relazione a categorie di azioni, in uno Stato membro rispetto alle quali aveva precedentemente effettuato una notifica. Le informazioni ivi contenute sono aggiornate al mese di ottobre 2023. Questa comunicazione è stata redatta sulla base di fonti considerate affidabili alla data di redazione. È vietato copiare, riprodurre, tradurre, modificare e distribuire la presente comunicazione salvo previa autorizzazione scritta di Amundi. Si declina qualsiasi responsabilità per decisioni di investimento assunte sulla base delle informazioni contenute in questo documento. Amundi Luxembourg S.A., società di gestione autorizzata dalla CSSF con il n° RCSL B 57255 (société anonyme), con capitale di €17.785.525. Sede legale - 5, allée Scheffer, L-2520 Lussemburgo. | W

# Le persone sono il motore del mercato

I mercati sono sempre più volatili e le previsioni, fatte su analisi dei dati del passato, danno risultati sempre più controversi. Anche la capacità di prevedere le tendenze future e i comportamenti dei consumatori è sempre più fragile. La crescente incertezza nel contesto economico e finanziario rende meno efficaci gli strumenti di previsione tradizionali. Persino i sondaggi, uno strumento oggi molto diffuso, risultano meno affidabili. Infatti, tristemente famosi e troppo numerosi sono ormai quelli che hanno drasticamente errato i risultati delle elezioni politiche, tanto da mettere negli ultimi anni in discussione la loro affidabilità.

In quanto a strumenti previsionali, anche nel marketing, non va meglio. Secondo le fonti analizzate, tra il 78% e il 90% circa dei nuovi prodotti che vengono rilasciati sul mercato non funziona e si rivela un investimento sbagliato. Il paradosso è che dietro queste scelte ci sono funzioni di marketing che analizzano le tendenze con ricerche tradizionali, quali, ad

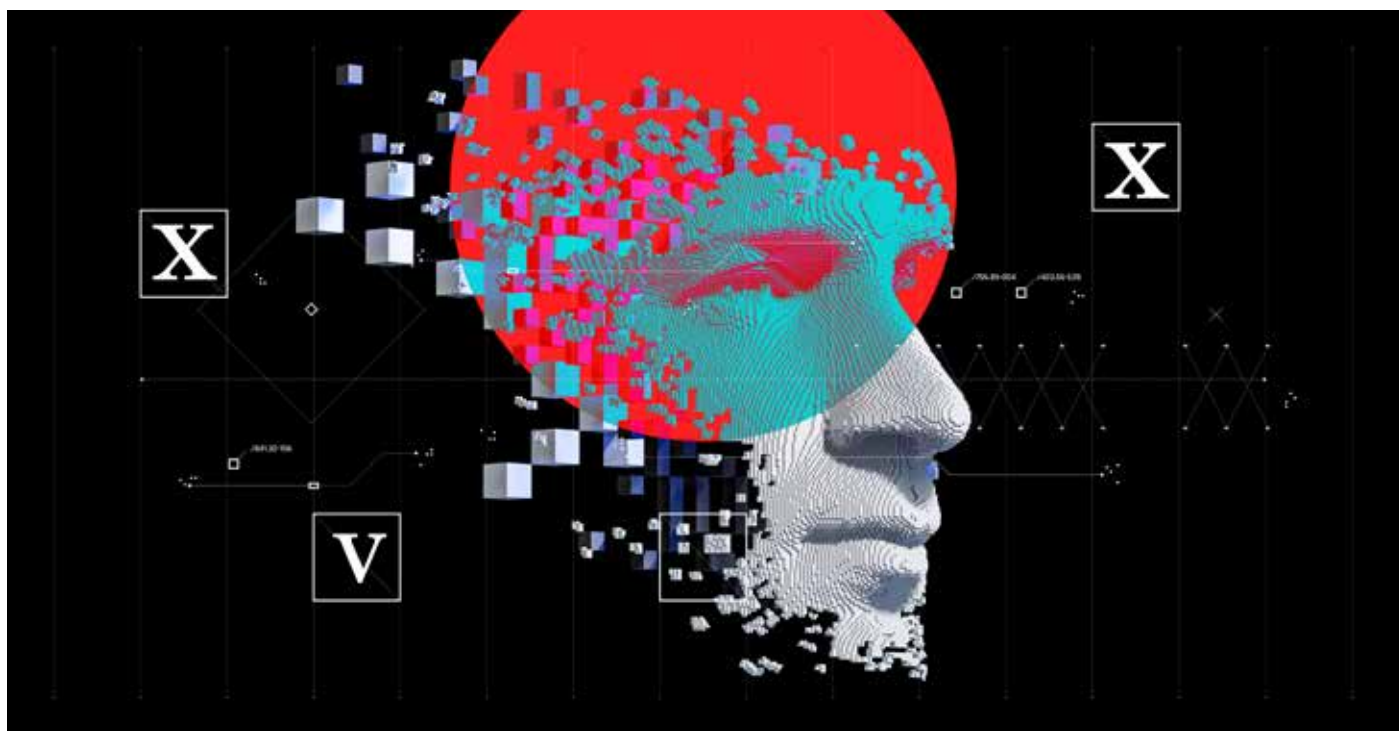
esempio, panel di esperti o di consumatori, che possono essere coinvolti per effettuare test sul concept generale del prodotto. Nel settore dell'alimentazione, si effettuano anche test sensoriali al termine dei quali vengono rilasciati dei giudizi che sono presi in considerazione dalle aziende prima di investire su una linea prodotti.

Però, dopo avere compreso l'utilità degli strumenti predittivi, almeno il 40% delle imprese comincia a inserirli nei processi di costruzione delle strategie di marketing. Quali sono questi strumenti, ma, soprattutto, quali risultati danno?

## **L'IMPORTANZA DEL METODO**

- Evitare il rischio di overfitting.
- Evitare il rischio di underfitting.

In effetti, l'analisi predittiva comincia a essere utilizzata in vari settori, inclusa la vendita al dettaglio, per ottimizzare le strategie di prezzo, le promozioni, la gestione delle scorte e la segmentazione degli utenti. La prima pecca è che



queste applicazioni si basano, principalmente, su metodologie standard di raccolta e analisi di grandi insiemi di dati storici per l'applicazione di nuove strategie di marketing e vendita, senza tenere conto del fattore "real time", cioè del fatto che tutto evolve continuamente. La seconda, ma fondamentale pecca, è la scelta del metodo di analisi matematica basato sulla statistica e sulla probabilità. Si tratta di limitazioni che non riusciranno a tenere conto di fattori quali la velocità della concorrenza, le preferenze del consumatore in costante mutamento, il mood delle nuove fette di consumatori e le condizioni economiche.

Sono quindi metodi che danno risultati con grandi margini di errore, incapaci di rendere conto della complessità dei cambiamenti continui e repentini in modo rapido e accurato. Sono procedimenti che restituiscono risultati con false verità sulle quali prendere le decisioni di investimento e possono comportare gravi errori, con ripercussioni economiche importanti.

Anche in ambito più strettamente finanziario, la dipendenza da strumenti di previsione standard può portare a decisioni finanziarie con false certezze, che possono avere conseguenze negative, sia a livello personale, sia sul piano aziendale e istituzionale. Ciò può includere investimenti inattivi, decisioni di spesa irrazionali e perdite finanziarie.

Gli strumenti previsionali basati su statistica e probabilità, da un lato, possono solo copri-

re adeguatamente specifici rischi, quelli già avvenuti, e non vedere incognite o eventi mai accaduti prima, dall'altro, vanno in over bias, cioè overfitting, sovracompensando la copertura dell'informazione una volta recepita. In pratica, non sono aggiornati in tempo reale per restituire in modo accurato la realtà delle condizioni del mercato e, soprattutto, i nuovi trend. Il rischio di inadeguatezza di questi strumenti predittivi copre massicciamente le tendenze che sono sempre più dettate da un'incertezza crescente.

### LA CATENA DELL'INCERTEZZA

Le percezioni del futuro possono essere fortemente influenzate dalle previsioni fallite dei sistemi tradizionali, dai bias cognitivi e dalla disinformazione, portando a cambiamenti nella visione del futuro, rendendole vulnerabili a promesse o a minacce, destando emozioni negative che vengono proiettate nel comportamento dei mercati.

#### - Observer bias

Nel caso di test e giudizi basati su panel di esperti e di consumatori, si è soggetti a diversi fenomeni di perturbazione del risultato. Anche ammettendo che la procedura di campionamento sia corretta in tutti i suoi parametri<sup>1</sup>, ricadiamo sempre in un metodo concepito a monte per potere generalizzare su un'intera popolazione alcuni risultati ricavati su base probabilistica: si presuppone che la popolazione alla quale ci si riferisce abbia una distribuzione detta

log-normale o gaussiana, cosa che non sempre avviene.

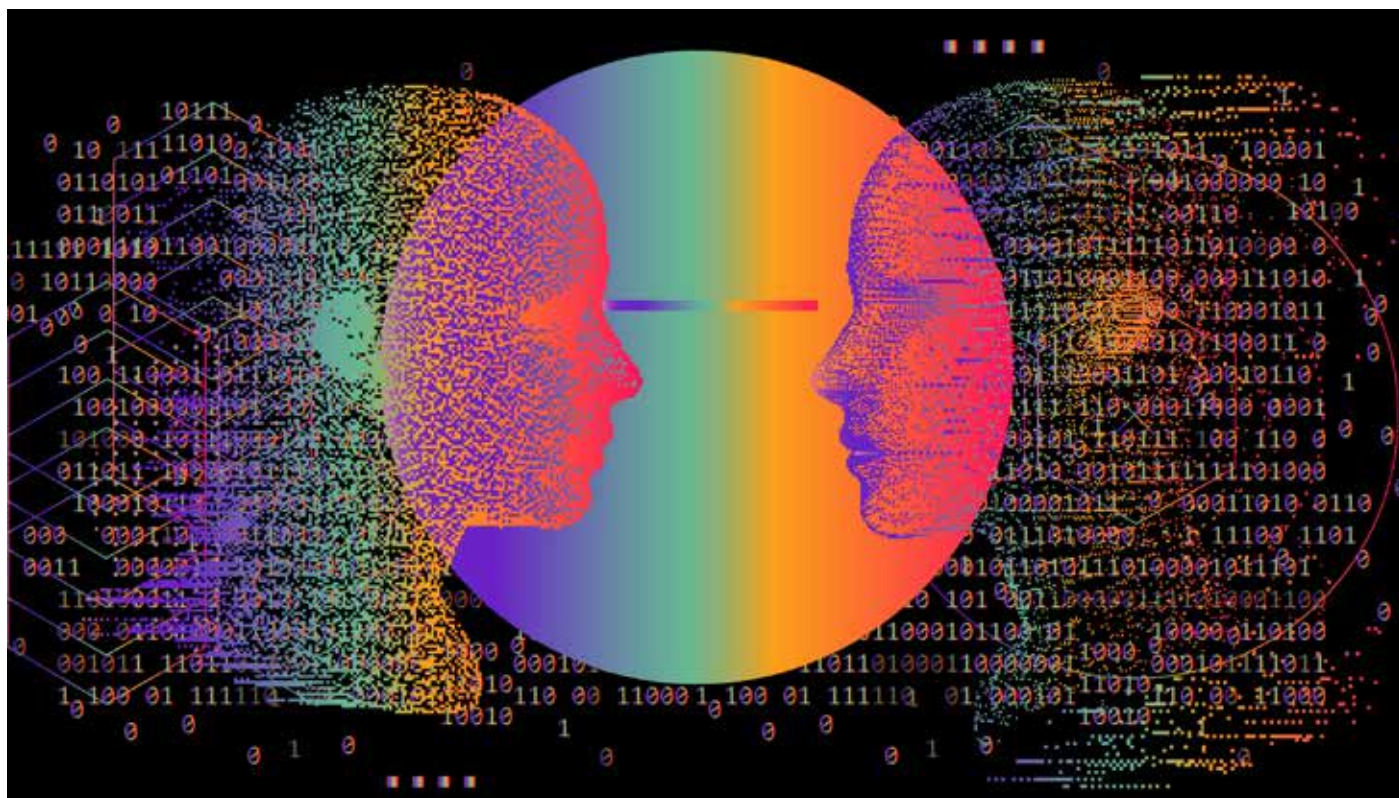
Inoltre, durante l'osservazione, può verificarsi un fenomeno noto come "effetto osservatore", in cui l'atto di osservare può influenzare o determinare in qualche modo ciò che viene misurato, testato. È un fenomeno noto anche in altri campi: per esempio, nella fisica e nella programmazione, l'osservazione può alterare il comportamento di ciò che viene studiato e portare a risultati non accurati. È importante tenere presente che questo effetto può influenzare e creare discrepanze tra i risultati di un test.

#### - "Effetto del branco"

La psicologia sociale si occupa di analizzare come i sentimenti e i comportamenti delle persone siano influenzati da norme e informazioni che reperisce nel contesto sociale. Questa scienza rileva diversi fenomeni utili per comprendere alcuni bias che possono influenzare i risultati dei sondaggi e dei test dei panel di esperti e consumatori. Tra essi troviamo, sia i fenomeni di conformismo sociale, sia di deresponsabilizzazione. Il primo agisce per farci sentire accettati, ottenere approvazione e reperire ulteriori informazioni nel contesto sociale. Il secondo, conosciuto anche in criminologia come "effetto del branco", porta alla derespon-

1. Gli errori più comuni si riferiscono a copertura, campionamento, errori di non risposta, errori di selezione.





sabilizzazione delle proprie scelte quando si è in gruppo. Ambedue gli effetti sono tossici ai fini di risultati di ricerche, test e previsioni di marketing e quindi di investimento.

#### **- Contagio delle esperienze passate**

Le esperienze passate influenzano le previsioni in modo subliminale, portando spesso a una selezione dei fatti che supportano risultati desiderati o temuti, sopravvalutando l'impatto degli eventi futuri, sia positivi, sia negativi, e inducendo a prendere decisioni basate sulla fallacia della causa singola.

Ciò avviene anche perché l'utilizzatore finale non ha sempre maestria della matematica utilizzata. Quando si fa uso di dati di serie storiche a fini di previsioni, si commette un errore in termini di logica matematica, perché si scambia un "effetto", cioè un dato misurato in passato, con una "causa", ossia un elemento che potrebbe influenzare il dato che verrà. Cause ed effetti non sono assolutamente interscambiabili, anche per via delle leggi fondamentali del mondo, quali l'entropia.

#### **LA VARIABILE "TEMPO"**

Di fronte a mercati incerti e sempre più volatili, è importante quindi comprendere i ruoli chiave che svolgono i bias cognitivi nel condizionare le scelte e le decisioni di acquisto. Questi meccanismi che possono minare in modo grave le strategie di investimento e

portare a gestioni economiche fallaci sono da neutralizzare a monte.

Come? Eliminando i rischi derivanti dai metodi di calcolo statistici e probabilistici che propagano errori e bias, anche invertendo cause ed effetti.

Attenzione, poiché nelle analisi effettuate mediante strumenti di intelligenza artificiale, per prevedere trend e andamenti futuri, il problema della matematica scelta a monte è ancora più importante. Occorre avere la massima consapevolezza degli strumenti ai quali ci si affida, nel caso dell'intelligenza artificiale, sapendo che, ad esempio, i modelli basati sul machine learning non sono in grado di riconoscere nuovi pattern (underfitting), un errore che poi, al contrario, rischiano di compensare con la sovraesposizione (overfitting).

In pratica, si tratta di neutralizzare i rischi derivanti da modelli del passato, o che fanno perdere tempo, e quelli del presente, che portano imprecisione poiché basati sulla stessa matematica.

#### **I TEMPI DI LATENZA**

Le previsioni sono fondamentali in un mondo in continua evoluzione e la velocità è quindi un aspetto critico per molte applicazioni reali, perché le previsioni dei mercati non possono essere fatte guardando nello specchietto retrovisore.

Al fine dell'efficienza dell'intero sistema economico, una variabile fondamentale è non avere tempi di latenza. Nei modelli di machine learning purtroppo questo problema è ineliminabile, quindi attenzione, poiché la velocità è una variabile fondamentale per vincere in qualsiasi strategia di previsione.

Fortunatamente, esiste un sistema potente e flessibile basato su una matematica cosiddetta post-probabilistica in grado di cogliere informazioni e dati in tempo reale e, allo stesso tempo, di neutralizzare, grazie alle sue formule innovative, eventuali bias contenuti nei dati disponibili. Questa tecnologia sviluppata in ambito militare, detta Hyperfarsight™, è un algoritmo che interviene in molti casi reali per portare efficienza e precisione nelle previsioni. Alcuni di questi casi sono stati illustrati nei numeri precedenti di Fondi&Sicav: previsioni dei mercati finanziari, suite aziendale di performance e di miglioramento delle vendite. Un'applicazione di previsione per l'asset management sarà a disposizione dei lettori di Fondi&Sicav già dal mese prossimo\*: basta iscriversi tra i primi per disporne in anteprima. (\*scrivere a [info@kelony.com](mailto:info@kelony.com) specificando nell'oggetto il codice "Hyper-Beta24").

# Quando scoppiano le bolle

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

Se visse oggi avrebbe vinto almeno un paio di premi Nobel e sarebbe invitato nelle trasmissioni di divulgazione scientifica (e non solo). Eppure anche Isaac Newton, uno dei più grandi scienziati di tutti i tempi, almeno una volta sbagliò i suoi calcoli. Attorno al 1720, infatti, rimase coinvolto in una delle più grosse bolle finanziarie di tutti i tempi, quella comunemente conosciuta come “bolla della Compagnia dei mari del sud” (South sea company bubble), dal nome della società per azioni inglese, fondata nel 1711, cui era stato affidato, in regime di monopolio, il commercio con il Sud America.

## UN PIZZICO DI STORIA

All'inizio del '700, il Regno Unito, coinvolto in conflitti su vari fronti, aveva un debito pubblico di 10 milioni di sterline e rischiava il dissesto. La South sea company avrebbe dovuto usare i propri profitti per ripagare il debito pubblico, diventando a sua volta creditrice dello stato, con diritto alla restituzione dei capitali, che sarebbe avvenuta nel 1727. La Corona si impegnava infatti a pagare da subito alla compagnia il 6% degli interessi annuali, garantendo quindi alla so-

cietà 600 mila sterline l'anno per finanziarsi. La forte sponsorizzazione a opera delle istituzioni e gli interessi vantaggiosi offerti rispetto alla media attirarono, fin da subito, molti investitori. Grazie alla dotazione di partenza, la società avrebbe potuto distribuire dividendi sostanziosi e regolari ancora prima che gli affari cominciassero a decollare; cosa di cui, con un tale supporto economico iniziale da parte dello stato, gli acquirenti dei titoli erano convinti. In realtà, nel primo decennio la società sviluppò commerci piuttosto modesti, anche a causa dei persistenti conflitti con la Spagna. Gli amministratori dell'impresa, infatti, si erano dedicati, in concorso con alcuni politici e membri del parlamento, molto più a speculazioni sul mercato azionario che allo sviluppo di un business realisticamente sostenibile. A dicembre 1719 il debito pubblico inglese raggiunse i 50 milioni e la Corona propose nuovamente alla South sea, che nel frattempo aveva rinviato di un anno il pagamento del dividendo, una nuova trasformazione

di debito in azioni della società. Tra gennaio e aprile 1720 la compagnia presentò al parlamento un piano di acquisto che, dopo

“ Anche Isaac Newton, uno dei più grandi scienziati di tutti i tempi, almeno una volta sbagliò i suoi calcoli. Attorno al 1720, infatti, rimase coinvolto in una delle più grosse bolle finanziarie di tutti i tempi, quella comunemente conosciuta come “bolla della Compagnia dei mari del sud” ”

alcune modifiche, venne finalmente accolto: in definitiva rilevò tra l'80% e l'85% di tutti i titoli di debito del Regno. A quell'epoca Newton era quasi ottuagenario. Lasciata la cattedra a Cambridge per dirigere la Zecca reale, continuava a presiedere la Royal Society ed era certamente un membro autorevole dell'establishment. Il suo incarico come direttore della Zecca gli fruttava circa 2.000 sterline annue e ne riceveva circa 1.500 dai dividendi dei suoi investimenti:

\* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

\*\* Consulente finanziario iscritto all'Albo.

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



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



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

rientrava quindi senza dubbio nell'1% più ricco della popolazione. Privilegiando ai tradizionali investimenti immobiliari strumenti finanziari come azioni e titoli di debito, le sue fortune, a quell'epoca, ammontavano alla rispettabile cifra di circa 30 mila sterline.

### UN PIZZICO DI CRONACA

In una serie di dettagliatissimi articoli pubblicati tra il 2018 e il 2020, frutto di accurate ricerche effettuate presso archivi britannici e statunitensi, Andrew Odlyzko, professore di matematica presso l'Università del Minnesota, ha ricostruito con passione i movimenti finanziari del celebre scienziato. Già negli anni in cui la compagnia non produceva particolari frutti, Newton aveva iniziato ad accumularne i titoli. In quel memorabile aprile del 1720, non appena venne autorizzata l'operazione di concambio dal parlamento, anche grazie all'uscita sulla stampa di articoli elogiativi sulle mirabolanti prospettive della South sea company, il titolo iniziò rapidamente a salire. A quel punto, non sappiamo se per scetticismo o per prudenza, Newton

### L'ATTIVITÀ DI NEWTON SUI TITOLI DELLA SOUTH SEA COMPANY

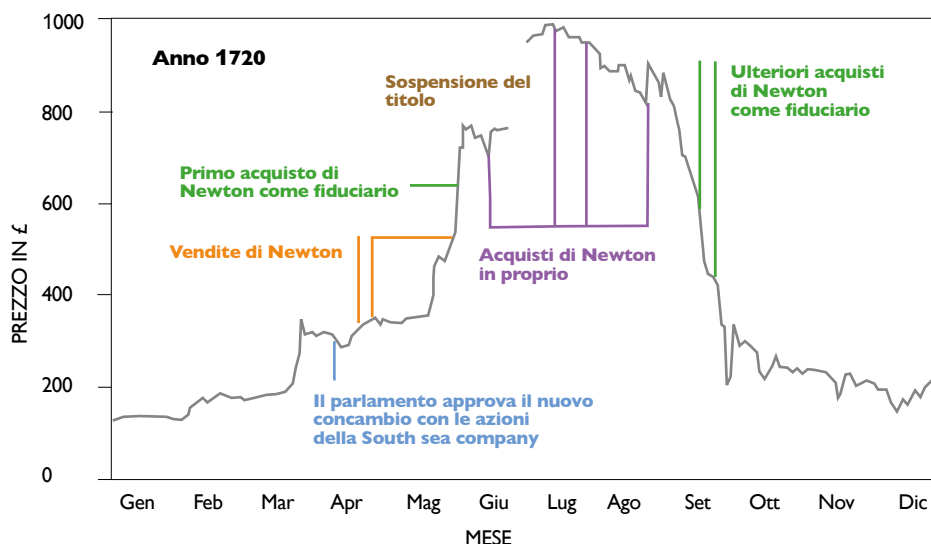


Grafico rielaborato su quello pubblicato dal prof. Andrew Odlyzko sul numero di luglio 2020 di "PHYSICS TODAY". Eventuali inesattezze sono di nostra esclusiva responsabilità.

provvide a liquidare gran parte della sua posizione tra il 19 e il 23 con un notevole profitto. Così fece anche il suo amico Thomas Guy, venditore di bibbie divenuto poi filantropo, che utilizzò i guadagni ottenuti (circa 175 mila sterline) dalla vendita delle azioni della South Sea per fondare a Londra il Guy Hospital, che dopo 300 anni è ancora attivo nella zona di Southwark, giusto dietro lo Shard, il grattacielo progettato da Renzo Piano. Le quotazioni continuavano a salire e Sir Isaac cedette il suo ultimo pacchetto nel mese di maggio. Probabilmente si pentì. Come si può vedere dal grafico, che abbiamo rielaborato da un articolo del professor Odlyzko pubblicato su Physics Today, l'illustre scienziato, che, tra l'altro, era una sorta di amministratore fiduciario del figlio di un amico deceduto, utilizzò una parte dei denari che gestiva per acquistare di nuovo, questa volta non per sé, titoli della South Sea, che crebbero ancora. A inizio giugno quotavano tre volte il prezzo al quale lui li aveva venduti ad aprile. Su un piccolo storno dei prezzi, Newton rientrò con un primo acquisto a livello personale. Improvvisamente, a metà giugno, i titoli vennero sospesi. Riammessi dopo poco a un prezzo lievitato di un altro 25%, lo scienziato ne acquistò ancora, a più riprese, tra luglio e agosto. A fine mese la situazione precipitò. Iniziò ad apparire chiaro che le prospettive della società erano state ampiamente sopravvalutate e il titolo crollò nel solo mese di settembre da 800 a circa 200 sterline. Il nostro, proba-

bilmente nel tentativo di mediare i prezzi, effettuò altri due acquisti per il conto fiduciario, mentre il titolo era in caduta libera, ma inutilmente. A dicembre 1720 le azioni avevano perso i quattro quinti del valore cui lui le aveva comprate.

### L'EFFETTO GREGGE

Ma che cosa può avere spinto un tale genio assoluto, che si era issato "sulle spalle dei giganti" per aprire verso orizzonti inesplorati i vari campi della scienza, a un comportamento tanto sconsiderato? In inglese il termine "herd" può significare, sia un gruppo di pecore o altri animali, sia l'atto di raggrupparle per formarne uno, infine, il muoversi assieme a loro. Di qui il termine herding, che in finanza comportamentale (e non solo) viene comunemente tradotto come "effetto gregge" e descrive il comportamento di un gruppo che si muove come un insieme di singoli con atteggiamenti imitativi condizionati contemporaneamente da stimoli esterni e dai comportamenti altrui anche quando ciò sia o possa essere potenzialmente irrazionale o dannoso. Se fosse stato un investitore "razionale", un uomo con le sue competenze avrebbe dovuto essere in grado di stimare correttamente il reale valore della South sea company e avrebbe dovuto effettuare scelte autonome che lo distinguessero dalla massa. Ma l'esperienza diretta dimostra che nel caso delle bolle non è così! In queste occasioni, spesso ci si omologa alle scelte prevalenti per tutelare la propria reputazione, per



# Tre domande a Duccio Martelli

Abbiamo descritto in breve quale dovrebbe essere il comportamento ottimale dei soggetti e quale, invece, sia l'atteggiamento tenuto nella pratica dagli individui. Restano dunque da comprendere i motivi che incidono su questo divario. A tale scopo ci vengono in aiuto gli studiosi delle neuroscienze cognitive, grazie ai quali è possibile rilevare i cambiamenti fisiologici che avvengono nel cervello in funzione delle varie attività svolte dall'individuo. Abbiamo, quindi, rivolto tre domande a **Duccio Martelli**, professore aggregato di Economia degli intermediari finanziari presso l'Università di Perugia e visiting professor alla Harvard University, che ha curato assieme al collega Giorgio Coricelli, docente della University of Southern California e pioniere nel campo della neuroeconomia, il volume "Neurofinanza. Le basi neurali delle scelte finanziarie", pubblicato nel 2020 da Egea.

## **Professore, negli ultimi 20 anni si è tentato di "riprodurre" in laboratorio le bolle finanziarie. Quali sono stati i risultati?**

«Quando sul mercato iniziano a diffondersi notizie positive su un titolo, i partecipanti mostrano una certa avversione al rischio; questo comportamento mantiene, se non altro nella fase iniziale, il prezzo dell'azione al di sotto del suo valore corretto, almeno dal punto di vista teorico. Tuttavia, più il titolo sale di prezzo, più gli investitori si convincono della bontà dell'azione, spingendone ulteriormente al rialzo il valore, anche ben al di sopra del suo fair value, nella speranza (forse convinzione) di potere comunque ottenere un guadagno futuro, sebbene in parte consapevoli dell'eccessivo prezzo di acquisto pagato. Ma, non appena i soggetti si accorgono dell'imminente fine della simulazione, ecco che entra in gioco la paura di non riuscire a rivendere in tempo i titoli ancora in portafoglio. Scoppia quindi la bolla, con i partecipanti che iniziano ad accettare qualsiasi prezzo pur di liberarsi dei titoli posseduti. La formazione di bolle è invece assente (o molto contenuta) se all'interno della simulazione vengono inseriti componenti "esperti", ossia soggetti che in passato abbiano già partecipato a esperimenti analoghi».

## **In laboratorio è stato possibile studiare anche come reagisce il cervello degli individui durante le bolle?**

«Certamente. Attraverso una risonanza magnetica funzionale si è notato che, durante le fasi di bolla, ci sono variazioni significative nell'afflusso di ossigeno in particolari aree del cervello e che il livello di ossigenazione è direttamente correlato anche al valore del portafoglio detenuto. Aggiungo, inoltre, che particolari zone della corteccia temporale (la sua porzione dorsale) sono le aree che più attivamente sovrintendono alla comprensione del comportamento degli altri esseri umani, nel nostro caso i partecipanti al mercato. Ebbene, i soggetti che hanno maggiormente sviluppato questa capacità sono generalmente gli stessi che registrano le migliori performance, in quanto sono in grado di "leggere", e dunque anticipare, le azioni dei concorrenti».

## **E quand'è che cambia l'umore del mercato? Quando ciò che prima andava a ruba non piace più e si inizia a svenderlo pur di liberarsene?**

«A oggi non esiste ancora una teoria comunemente accettata di come le bolle si formino e soprattutto quando tendano a esplodere. Ciò che è certo è che un'area cerebrale dedicata, fra le altre cose, all'elaborazione delle sensazioni di piacere e di paura che è attiva, sia nelle fasi di formazione, sia di scoppio delle bolle, è il nucleus accumbens. Un'elevata attività della regione in cui esso è posizionato indica il possibile avvicinarsi del crash di mercato. Mentre alcuni esperimenti hanno rilevato che l'attività della corteccia insulare anteriore, un'area che si attiva in situazioni spiacevoli e di disagio come il dolore, l'ansia, il disgusto, potrebbe essere la causa principale che spinge i soggetti con strategie più sofisticate a vendere i titoli prima dello scoppio della bolla, visto che nei partecipanti meno performanti non si registra alcuna variazione di attività significativa nello stesso periodo di indagine. L'evidenza congiunta, nel nucleus accumbens e nella corteccia insulare anteriore, di una attività cerebrale differente fra i soggetti più sofisticati e quelli meno profittabili mostra come le attivazioni di tali regioni possano produrre cambiamenti nelle preferenze dei soggetti rispetto al rischio. E sembra rispecchiare perfettamente la famosa citazione di Warren Buffett che recita: «Abbi paura quando gli altri sono avidi e sii avido quando gli altri hanno paura».



evitare critiche o esclusioni dal gruppo, per sfruttare le presunte maggiori informazioni possedute da altri. Da un punto di vista sociologico molti si comportano in modo da identificarsi col gruppo, sia per sentirsi simili agli altri partecipanti, sia per essere corrisposti e accettati (private acceptance), oppure perché, subendone la pressione sociale, si conformano alle sue scelte (public compliance). Quando la narrazione, poi, comporta «aspettative di futuri e continui aumenti di valore [...] a prescindere delle informazioni espresse dai tradizionali indicatori di redditività», come ci ricorda la Consob sul suo sito nella sezione di educazione finanziaria, ecco che esplodono gli "spiriti animali" evocati da John Maynard Keynes. Non abbiamo prove dirette di quali furono le considerazioni fatte nell'occasione da Newton. Può darsi che il rimpianto per avere venduto troppo presto, osservando poi i valori salire così tanto, sia stata l'esca che abbia attivato alcuni dei meccanismi che abbiamo descritto. Certo, per un personaggio tradizionalmente schivo e solitario come lui, seguire il gregge in quell'occasione fu un'esperienza traumatizzante. Tanto che, come riportano i biografi, ebbe a dire di sé mestamente: «Posso misurare i moti dei corpi, ma non l'umana follia».



# La riforma del Fondo di garanzia Pmi

di **Lorenzo Macchia**, Zitiello Associati



Nell'ultimo periodo è stata registrata una notevole crescita del risparmio gestito utilizzato come canale alternativo per il finanziamento del tessuto imprenditoriale italiano, che ha offerto una soluzione importante alla crisi del mercato creditizio. In questo contesto, il rischio di liquidità degli Oicr di credito è diventato non solo un problema per il singolo investitore ma anche una possibile criticità di carattere sistemico.

Lo strumento del Fondo di garanzia per le Pmi rientra a pieno regime tra le misure principali volte a contenere l'eventuale insolvenza dell'imprenditore e, nel tempo, è stato utilizzato per controbilanciare gli effetti economici delle crisi che hanno accompagnato gli ultimi anni, dovute, ad esempio, alla pandemia o alla guerra in Ucraina.

Nel panorama italiano si sono affacciate alcune società di gestione del risparmio che hanno strutturato Oicr chiusi e riservati di direct lending assistiti dalla copertura concessa dal Fondo di garanzia per le Pmi. Secondo la disciplina generale del Fondo di garanzia, le imprese target sono ammesse ai benefici del fondo stesso previa valutazione del merito creditizio, fondato su cinque livelli secondo un criterio di probabilità di inadempimento crescente del prestatore, con l'ultima classe che definisce l'area di non ammissibilità alla garanzia.

### NUOVO MODELLO PIÙ ARTICOLATO

Il decreto legge numero 145 del 18 ottobre 2023 (cosiddetto decreto leggeFisco-Anticipi), così come convertito dalla legge numero 191 del 15 dicembre 2023, ha introdotto all'articolo 15-bis la riforma del Fondo di garanzia, dettando la disciplina specifica applicabile dal 1° gennaio al 31 dicembre 2024. Il nuovo modello è molto più articolato e stringente rispetto al passato e gli erogatori del credito dovranno fare i conti con tale stretta normativa.

Fino al 31 dicembre 2023 era prevista la possibilità anche per le imprese in fascia 5 (nonché quelle in fascia 3 e 4) di essere ammesse alla garanzia del Fondo addirittura fino all'80% del finanziamento, in caso di utilizzo dello stesso per esigenze di liquidità, mentre per le aziende in fascia 1 e 2 la garanzia arrivava fino al 60% del finanziamento.

“ Lo strumento del Fondo di garanzia per le Pmi rientra a pieno regime tra le misure principali volte a contenere l'eventuale insolvenza dell'imprenditore e nel tempo è stato utilizzato per controbilanciare gli effetti economici delle crisi che hanno accompagnato gli ultimi anni ”

Nel 2024 la copertura del Fondo di garanzia per le Pmi è riconosciuta fino alla misura massima del 55% del finanziamento, concesso per esigenze di liquidità alle micro, piccole e medie imprese rientranti nelle fasce 1 e 2 del modello di valutazione, e fino al 60% per le operazioni finanziarie riferite a Pmi rientranti nelle fasce 3 e 4 del modello di valutazione. La percentuale di copertura aumenta fino all'80% in relazione alle operazioni finanziarie di importo fino a 40 mila euro, ovvero fino a 80 mila euro nel caso di riassicurazione richiesta da garanti autorizzati, nonché in relazione alle operazioni finanziarie di micro credito di importo massimo sino a 50.000 euro. Come anche in passato, la copertura del finanziamento arriva all'80% se il credito richiesto è utilizzato ai fini di investimento.

### AMMESSE ANCHE LE MID CAP

È previsto poi, previa autorizzazione della Commissione europea, che la copertura del Fondo di garanzia possa essere concessa, nei limiti del 15% della sua dotazione finanziaria annua, in favore di imprese cosiddette “mid-cap” (con un numero di dipendenti, tenuto conto delle relazioni di associazione e di collegamento con altre imprese, non inferiore a 250 e non superiore a 499) oltre che nell'ambito di garanzia su portafogli di finanziamenti anche in relazione a singole operazioni finanziarie, con esclusione di quelle aventi a oggetto investimenti nel capitale di rischio.

In favore delle predette società, la copertura del Fondo di garanzia,



ferma restando l'esclusione dei soggetti rientranti nella fascia 5 del modello di valutazione, è riconosciuta fino alla misura massima del 30% per il finanziamento di esigenze di liquidità. La percentuale è innalzata al 40% in caso di operazioni di finanziamento di programmi di investimento, nonché per le operazioni finanziarie riferite a imprese di nuova costituzione o che abbiano iniziato la propria attività non oltre tre anni prima della richiesta della garanzia.

Sul piano pratico l'impatto delle novità introdotte a partire dal 2024 è degno di nota soprattutto per i gestori degli Oicr di credito, che saranno costretti a rinegoziare e apportare consistenti modifiche alle politiche di investimento dei fondi. In tal senso, si ha l'impressione che saranno favoriti i finanziamenti destinati a programmi di investimento coperti sempre in maniera considerevole dal Fondo di garanzia.

# Allianz Global Artificial Intelligence

## Investire nel futuro

L'Intelligenza Artificiale sta rivoluzionando il nostro modo di vivere. **Una nuova era è appena iniziata:** le opportunità di investimento sono molteplici e la **potenza creativa della disruption sembra essere inarrestabile.**

**Allianz Global Artificial Intelligence** rappresenta un'opportunità interessante per cogliere future fonti di innovazione e crescita: dai big data alle infrastrutture IT, dall'automazione sanitaria alle auto a guida autonoma fino all'Internet delle cose.

**Il futuro è adesso:** Investi nell'Intelligenza Artificiale oggi, per anticipare il mondo di domani!

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 Global Artificial Intelligence 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 molto elevata. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le classi del comparto disponibili per la commercializzazione in Italia sono AT - EUR (LU1548497699); AT - USD (LU1548497426); AT (H2 EUR) (LU1548497772), CT - EUR (LU1602091867). Le spese correnti annue stimate per le suddette classi del comparto sono 2,11% per le classi AT, e 2,86% per la classe CT. Il prospetto, i documenti istitutivi, gli ultimi rendiconti contabili e il documento delle Informazioni chiave in Italiano, nonché le commissioni ed i prezzi giornalieri delle azioni di ciascuna classe di ogni comparto sono disponibili gratuitamente sul sito [regulatory.allianzgi.com](https://regulatory.allianzgi.com). 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](https://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](https://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 2770799.

Per approfondimenti  
scansiona il QR code



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



«Vogliamo posizionarci come partner di fiducia dell'imprenditore per le tematiche finanziarie personali e aziendali. In quest'ultima voce rientrano le operazioni di finanza straordinaria: M&A, ricerca di capitali a supporto della crescita in diverse forme, inclusa la possibilità di accedere al mercato dei capitali, valorizzando il know-how della nostra capogruppo. Il fatto di essere posizionati all'interno di una realtà che fa questo lavoro dal 1946 e con una struttura che oggi è in grado, grazie a team dedicati, di affiancare anche le medie imprese in questi percorsi, consente a Mediobanca Premier di affermarsi quale partner qualificato per gli imprenditori»

**DUCCIO MARCONI**  
vicedirettore generale  
e direttore centrale rete financial advisor  
Mediobanca Premier



**DUCCIO MARCONI**  
vicedirettore generale  
e direttore centrale rete financial advisor  
Mediobanca Premier

CONSULENTI &  
RETI

# Mediobanca Premier, una crescita nelle mani della rete

a cura di **Alessandro Secciani**  
fotografie di **Pietro Murolo**

«Il successo di Mediobanca Premier sta nell'allargamento della rete di distribuzione. Ovviamente tutto è importante, però la rete di consulenti finanziari e banker è quella che muove le masse. Quindi noi dobbiamo diventare, anche se lo siamo sempre stati, una macchina di recruitment ed è necessario che siamo molto concentrati su questo punto. Del resto, siamo arrivati alla conclusione di lanciare questa iniziativa anche perché ci veniva chiesto da molti professionisti, che ci dicevano che a loro sarebbe piaciuto molto lavorare a Mediobanca, ma chiedevano un'entità che ha i valori di Mediobanca e il brand di Mediobanca». Queste parole sono state pronunciate da Alberto Nagel, amministratore delegato di Mediobanca, alla conferenza stampa di presentazione di Mediobanca Premier, il progetto dedicato alla gestione del risparmio delle famiglie italiane. In realtà non si tratta solo del rebranding di CheBanca!, ma di un'importante strategia di crescita, che fa capo a un piano triennale 2023-2026 che prevede una veloce espansione nel wealth management. In pratica, tutto il gruppo è impegnato in un vero e proprio scatto in avanti in un settore che appare estremamente promettente e nel quale la società di piazzetta Cuccia ritiene di potere fare valere tutto il peso e tutta l'esperienza frutto della sua lunga attività di banca d'affari. Un'opzione di valore che verrà ampliata anche al segmento Premier, in particolare al servizio degli imprenditori e delle loro aziende.

In questo quadro tratteggiato dall'ad del Gruppo Mediobanca, la rete duale di Mediobanca Premier guidata dal direttore generale, Lorenzo Bassani, sarà in prima linea nel raggiungere gli obiettivi fissati. In questo percorso, una spinta particolare arriverà dalla rete dei consulenti finanziari guidata da **Duccio Marconi**, vicedirettore generale e direttore centrale rete financial advisor presso **Mediobanca Premier**, 50 anni, dal 2017 nel gruppo, che racconta a Fondi&Sicav come saranno i suoi prossimi tre anni.

## **Quali sono i vostri obiettivi?**

«Sentiamo molto la responsabilità di questo nuovo passaggio e di questo piano triennale. L'obiettivo, per quanto riguarda Mediobanca Premier, è passare nel triennio da 40 miliardi di euro di masse a 50, contribuendo significativamente al target



di raccolta di Gruppo, ovvero raggiungere i 115 miliardi a fine piano. È chiaro che con questo progetto siamo un po' in controtendenza, rispetto ad altre società, perché continueremo a fare investimenti di natura logistica, anche con nuove aperture di uffici dedicati alla consulenza, in un mondo in cui diverse banche e reti stanno chiudendo filiali o centri finanziari. In questo progetto, i consulenti avranno un ruolo cruciale nel promuovere questa crescita, con 200 nuovi ingressi previsti entro i prossimi tre anni. In particolare, l'obiettivo è passare dai 575 consulenti che avevamo al 1° gennaio a 800 a fine piano, con una forte attenzione sulla selezione e sulla qualità. L'obiettivo è raggiungere 30 milioni di portafoglio pro capite sempre entro la fine del piano».

#### **Quasi il 50% di consulenti in più...**

«Crediamo fermamente nel raggiungimento dei nostri obiettivi attraverso una rigorosa selezione, ma soprattutto grazie al nostro modello che offre di-

verse opportunità di crescita anche per tutti gli altri consulenti della nostra rete. Vogliamo garantire a ognuno le stesse opportunità: per questo motivo lavoriamo su programmi formativi che diano alla totalità dei nostri professionisti le giuste competenze per valorizzare al meglio l'intera gamma dei servizi messi a disposizione dal Gruppo in favore dei loro clienti di fascia alta. Un approccio che ci consentirà di focalizzarci in modo ancora più efficace sulla nostra clientela target: famiglie benestanti, ma anche professionisti e imprenditori, facendo leva sulle sinergie interne al Gruppo. L'altro elemento importante è la nostra presenza territoriale. Attualmente contiamo su circa 200 tra filiali e centri finanziari in molte città. Il nostro obiettivo è essere presenti in tutte le province italiane con un bacino di clientela coerente con il target cui ci rivolgiamo e, di conseguenza, prevediamo l'apertura di nuovi centri finanziari dedicati ai consulenti laddove non siamo ancora operativi».

#### **Sembra di capire che voi puntiate soprattutto all'incremento dei consulenti e non dei banker...**

«Il target di 250 nuovi professionisti rappresenta il totale degli ingressi previsti in Mediobanca Premier tra banker e consulenti, ma la maggior parte sarà costituita proprio da consulenti finanziari con profili senior. Nelle piazze in cui riteniamo di potere crescere, anche sulla base dei flussi di reclutamento, valuteremo di aprire uno dei nostri centri finanziari, oggi anche dotati di Atm evoluti che, grazie all'automazione, permettono di offrire quasi tutti i servizi operativi di base che i clienti possono trovare in una filiale bancaria».

#### **Avete qualche area privilegiata nella vostra espansione? Avete zone dove volete arrivare a tutti i costi?**

«Sì, certamente. Per il prossimo triennio abbiamo l'obiettivo di incrementare la nostra presenza prevalentemente nelle aree Nord Est e Nord Ovest, dove abbiamo

alcune province rilevanti nelle quali ancora non siamo presenti. Ma guardiamo con interesse anche alla Romagna, alle Marche, all'Abruzzo e alla Puglia».

### **Quali sono le caratteristiche fondamentali che un consulente deve avere per essere arruolato da voi?**

«La verità è che in questa fase stiamo riscontrando il favore di numerosi consulenti con portafogli importanti, composti per la maggior parte da imprenditori. Oltre a cercare un partner solido e dotato di piattaforme tecnologiche di prim'ordine, questi professionisti sono alla ricerca di una realtà in grado di garantire un'offerta attrattiva e di livello nella gestione dei patrimoni, sia privati, sia aziendali. Anche grazie alle altre anime del Gruppo, stiamo dando particolare impulso alle gestioni patrimoniali; attraverso la collaborazione con il Corporate & Investment Banking di Gruppo, poi, stiamo rafforzando la nostra offerta per le imprese con nuove competenze, prodotti e servizi. Un approccio che ci rende attrattivi per quei consulenti che sposano un principio per noi fondamentale: la centralità del cliente. Cerchiamo professionisti che vogliano davvero analizzare le esigenze delle persone, senza partire da una soluzione precostituita, e, soprattutto, che siano convinti di fornire un servizio a 360 gradi, non limitato alle esigenze di investimento, di business immediato, ma che includa tutto ciò che riguarda operazioni di corporate e investment banking, servizi fiduciari avanzati, family office, private equity. Cerchiamo consulenti che desiderino unirsi a noi per crescere professionalmente. Oggi i consulenti finanziari che aspirano a diventare consulenti patrimoniali sono ancora una minoranza ed è proprio questa la grande sfida: creare una nuova generazione di consulenti patrimoniali».

### **E voi quale supporto date al consulente che vuole fare questo percorso? Che cosa date in più, rispetto ai vostri concorrenti?**

«Esistono certamente elementi di base che quasi tutte le reti offrono, come un pacchetto completo con tabelle provvisoriamente competitive, oltre a un pacchetto assicurativo di alto livello. Tuttavia, queste sono le condizioni che un consulente o un banker, soprattutto se gestisce un

portafoglio consistente, ritiene necessarie, ma non sufficienti. Noi, oltre a una presenza territoriale capillare, offriamo ai nostri consulenti un'offerta formativa di prim'ordine. Ci avvaliamo di primarie scuole di formazione, soprattutto per ciò che concerne la preparazione tecnica del settore. A tutto ciò si aggiunge l'attività di tutoring sviluppata internamente: su tutte le tematiche legate alle aziende (M&A, Debt&Capital market, ma anche lending, factoring, trust e family office) offriamo ai nostri consulenti opportunità di affiancamento ai nostri specialisti interni provenienti dalle diverse divisioni del Gruppo, dando loro un'opportunità unica di crescita, direttamente sul campo. È una formazione interna, sinergica con le altre società di Mediobanca, che non ha uguali nel mercato. Quando intercettiamo bisogni più complessi, prevalentemente legati alle aziende degli imprenditori nostri clienti, a differenza di molte reti di consulenti che si trovano costrette a indirizzarli a una banca concorrente, attiviamo i contatti interni al Gruppo, garantendo al cliente una risposta celere, sinergica e competente sotto la supervisione del consulente. Su ciò si basa la distintività del nostro modello di offerta».

### **Avete interesse nei confronti dei giovani? Se si presenta da voi un neolaureato, con buoni studi alle spalle, che cosa rispondete?**

«L'attenzione alle nuove generazioni più che un atto volontario è un obbligo per tutto il settore, dato che l'età media dei consulenti, in tutta Italia, aumenta di anno in anno. Quando ho cominciato a fare questo lavoro nel 2003, l'età media era simile alla mia dell'epoca. Oggi, che ho 50 anni, l'età media dei professionisti del settore è pressoché uguale alla mia età attuale. Di fronte all'aumento significativo dell'età media dei professionisti del nostro settore, dobbiamo lavorare per garantire una transizione generazionale fluida, anche nell'interesse dei clienti. Per fare ciò è necessario valorizzare tra i giovani le opportunità offerte da questa professione supportando al contempo la costruzione delle competenze specifiche. All'interno di Mediobanca Premier ci siamo dati un obiettivo annuo in termini di inserimenti di nuove leve, costruendo percorsi formativi che aiutino questi gio-

vani nel loro percorso di crescita, oltre a iniziative a loro dedicate. Insieme all'assistenza da parte di formatori esterni qualificati che forniscono una preparazione di base, abbiamo previsto sessioni sulla gestione delle relazioni commerciali. Ma non solo. Per supportarli nell'avvio della professione affidiamo loro un portafoglio clienti provenienti dal canale digitale, generalmente persone digitalizzate e con un forte potenziale di crescita, ai quali potere presentare tutti i servizi offerti dalla nostra banca. Il tutto sotto la supervisione di un tutor interno, generalmente un consulente senior cui potere fare riferimento anche per la corretta gestione di tutte le tematiche quotidiane. Siamo convinti che la gestione in team, cioè la possibilità di gestire un portafoglio in modalità congiunta tra un giovane e un consulente più avviato, possa portare a grandi risultati. Inoltre, un advisor esperto può introdurre un giovane nel suo portafoglio, creando, così, anche una relazione fiduciaria reciproca».

### **Date anche delle facilitazioni economiche?**

«Anche sul piano economico prevediamo per questi giovani un accompagnamento con un fisso per i primi due anni. È chiaro che guardiamo ai giovani consulenti che abbiano già una formazione di base, ma prestiamo molta attenzione anche ai neolaureati e agli universitari, perché il nostro è un mestiere importante che può offrire molte soddisfazioni: oggi i consulenti hanno circa il 15% della quota di mercato in Italia e come professione diventerà in futuro sempre più rilevante. Per questo motivo è importante promuovere per i giovani un ambiente fertile, a livello privato, istituzionale e anche presso le università».

### **Lei parlava di obiettivo annuo di nuovi inserimenti di giovani: quali sono questi numeri?**

«Noi crediamo che si possa gestire l'inserimento di una ventina di persone all'anno nel corso del triennio. Quindi il nostro è un progetto che riguarderà 60 junior, che significa, sui 600 consulenti presenti, una parte aggiuntiva di circa il 10%».

### **Tecnologia: sta diventando sempre più importante. Voi nella**

**presentazione di Mediobanca Premier, avete fatto un accenno all'uso dell'intelligenza artificiale per la rete. Come sarà il vostro consulente del futuro?**

«Il vecchio claim di CheBanca! (human-digital bank) rimane parte integrante del nostro Dna; in Mediobanca Premier l'innovazione continua a ricoprire un ruolo fondamentale a supporto della crescita. Mentre alcune reti devono ancora arrivare alla web collaboration, noi stiamo già sperimentando la video collaboration. La tecnologia è per noi una condizione imprescindibile: è impensabile farne a meno. Lo stesso vale per i clienti che necessitano di una piattaforma in continua evoluzione, siano essi privati o aziende. Con il supporto di Accenture, abbiamo recentemente lanciato una piattaforma tecnologicamente molto avanzata per il mondo business, molto apprezzata da clienti e consulenti. Quanto all'intelligenza artificiale, è un tema in continua evoluzione sul quale non ci stiamo facendo trovare impreparati. Da cinque anni, infatti, abbiamo una chatbot che permette al cliente di ottenere 24 ore su 24 risposte immediate su richieste legate all'operatività di base: un sistema che riconosce le domande e le esigenze di chi interloquisce con la banca. Questo strumento ha favorito un efficientamento dell'attività di assistenza alla clientela. Stiamo pensando a ulteriori sviluppi nel rispetto del quadro normativo e della privacy, con l'idea di rafforzare l'efficienza nelle risposte ai clienti automatizzando alcuni processi. Tutto ciò, però, di certo non farà venire meno l'aspetto relazionale tra consulente e cliente che rimane al centro del nostro modello di consulenza».

**Avete parlato molto di gestione patrimoniale, uno strumento che c'è da decenni, ma che è stato abbastanza trascurato dal mercato. Su questo piano state andando contro corrente...**

«Il punto fondamentale è che riteniamo di avere all'interno del nostro Gruppo competenze molto forti in materia, già sperimentate su patrimoni complessi. La possibilità di costruire a misura del cliente le gestioni patrimoniali, sia nel benchmark, sia nella gestione, ci permette altresì di offrire un valore aggiunto, in termini di personalizzazione e know-how

gestionale. In generale, oggi offriamo soluzioni proprietarie di gestione in grado di garantire tutta la nostra competenza affidandoci a partner esterni per ambiti selezionati, dai quali riteniamo di potere trarre valore. La gestione patrimoniale è l'unico strumento oggi che consente di compensare minus e plus di qualsiasi natura al suo interno e, dal punto di vista fiscale, rimane il prodotto più efficiente, soprattutto quando si gestiscono patrimoni importanti. La nostra architettura si contraddistingue per un modello "open-guided": per esempio, per il mondo banca-assurance, ci avvaliamo di

quattro partner assicurativi importanti, valorizzando le best-practice di ciascuno. E nella parte che riguarda la gestione dei patrimoni, come già menzionato, andiamo a cercare le competenze di terzi su asset non gestiti dalle nostre fabbriche prodotte interne. Abbiamo una relazione molto forte con 20 partner, nazionali e internazionali, perché sarebbe impossibile avere in casa tutte le skill per gestire ogni tipo di asset, sui quali comunque c'è un continuo investimento da parte del Gruppo».

**Che cosa offrite al cliente imprenditore? Che cosa gli date di**







### **più, rispetto ai concorrenti?**

«Entriamo, parlando di questo argomento, in uno degli aspetti chiave del nostro progetto. Oggi Mediorbanca Premier vuole porsi come punto di riferimento per 6 milioni di imprenditori. Dei 60 milioni di cittadini oggi in Italia, 6 milioni sono i lavoratori autonomi, suddivisi equamente tra partite Iva e forme societarie. A questo target oggi ci presentiamo con una soluzione tecnologica all'avanguardia: la nostra piattaforma Premier Business è stata pensata proprio per loro e realizzata per chi ha la necessità di lavorare a distanza in modo semplice e fruibile. È possibile fare investimenti con scarico giornaliero delle posizioni, facilitando la gestione contabile e consentendo di gestire agilmente qualsiasi tipo di pagamento: riba, stipendi, commissioni, bollette, gestione di tesoreria e tantissimo altro. Alla tecnologia si affianca anche un'ampia gamma di servizi: diverse forme di lending, sul quale puntiamo, formule di leasing e factoring (crediti di firma e affidamenti contro garantiti) grazie al supporto di società specializzate all'interno del nostro Gruppo, alle quali si aggiungono tutti i servizi di finanza straordinaria, grazie alle sinergie con la divisione di Corporate & Investment Banking del Gruppo».

### **L'accesso alla finanza straordinaria rappresenta, perciò, un valore distintivo.**

«Vogliamo posizionarci come partner di fiducia dell'imprenditore per le tematiche

finanziarie personali e aziendali. In quest'ultima voce rientrano le operazioni di finanza straordinaria: M&A, ricerca di capitali a supporto della crescita in diverse forme, inclusa la possibilità di accedere al mercato dei capitali, valorizzando il know-how della nostra capogruppo. Il fatto di essere posizionati all'interno di una realtà che fa questo lavoro dal 1946 e con una struttura che oggi è in grado, grazie a team dedicati, di affiancare anche le medie imprese in questi percorsi, consente a Mediorbanca Premier di affermarsi quale partner qualificato per gli imprenditori. Ci possono essere diversi esempi: pensiamo solo al passaggio generazionale. Ci sono alcune analisi che evidenziano che nelle aziende con più di 20 milioni di fatturato il 65% degli imprenditori ha più di 65 anni. Questo significa che vedremo addirittura passaggi d'impresa direttamente ai nipoti, perché ormai i figli sono già in età avanzata. L'obiettivo, grazie a un lavoro sinergico tra i nostri consulenti e i team della nostra divisione Corporate & Investment Banking, è assistere i nostri clienti nella costruzione degli assetti futuri dei loro patrimoni, aiutandoli a delineare soluzioni efficienti coerenti con i loro obiettivi futuri».

### **Usate la fintech per l'erogazione di varie forme di credito?**

«Sì, abbiamo avviato un progetto che si chiama Lombard Boost, che permette il finanziamento, essenzialmente contro garantito Lombard, con una procedura che è completamente automatizzata e che riduce i tempi al minimo: in questi casi c'è

anche l'esigenza di essere molto veloci nell'erogazione».

### **È una bella sfida la sua...Alberto Nagel, ad del Gruppo Mediorbanca, ha affermato che la rete avrà un ruolo fondamentale nel raggiungimento degli obiettivi. Come si sente?**

«Siamo tutti molto orgogliosi di questa ambiziosa "missione" cui stiamo lavorando con grande senso di responsabilità. Quando studiavo a Milano in Bocconi, il sogno era lavorare in una realtà come Mediorbanca. Da gennaio, con la nascita di Mediorbanca Premier, posso dire di avere raggiunto formalmente questo traguardo. Poterci presentare al mercato con un brand e un'offerta distintivi ci rende ancora più attrattivi per clienti e consulenti e non nascondo che dal lancio del progetto l'interesse generale verso di noi è aumentato notevolmente. Questo fatto rappresenta un ottimo punto di inizio che ci rende fiduciosi sul percorso che ci aspetta da qui al prossimo triennio, nell'ottica di incrementare le nostre masse così come di rafforzare il nostro posizionamento sul mercato».

### **Quindi avete già dei riscontri?**

«Sì, soprattutto da parte di consulenti di alto livello, che operano in realtà prestigiose, che avevano già riconosciuto il valore della nostra architettura e della nostra piattaforma. Con il passaggio a Mediorbanca Premier l'interesse si è amplificato e nuovi importanti ingressi si stanno già concretizzando».

# FONDI&SICAV

conoscere per investire al meglio

## ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER

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

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

**seguici**



CONSULENTI &  
RETI

# Non è una passeggiata

di Alessandro Secciani

**A raccontare le difficoltà dell'inizio della professione di consulente, questa volta sono coloro che il problema del debutto l'hanno vissuto da poco sulla loro pelle e che, in alcuni casi, non sono ancora a pieno regime nella professione. A parte qualche eccezione, pochissimi hanno detto che l'inizio è stato facile: anzi qualcuno ha affermato, senza mezzi termini, che talora è stato proprio necessario stringere i denti. Costantemente positivo, invece, il giudizio sul supporto della società e, soprattutto, dei colleghi più anziani, che si sono dimostrati sempre decisivi per stabilizzarsi nella professione**

Ci vogliono davvero almeno sei anni perché un giovane consulente possa definirsi affermato e portare avanti la sua professione in piena autonomia? Fondi&Sicav aveva proposto, nel numero di febbraio, questa domanda ad alcuni ma-

nager delle maggiori reti italiane e nella sostanza questa valutazione era stata confermata, anche se alcune società hanno affermato che c'era la possibilità di accorciare di uno o due anni il tempo necessario per stabilizzarsi in una professione che certamente richiede un grande impegno. Del resto, era stato fatto notare, qualsiasi giovane decida di intraprendere una carriera da libero professionista, che sia un neocommercialista o un neoavvocato, non fa sicuramente meno fatica.

In questa nuova puntata dell'inchiesta è stata data la parola ai giovani, a coloro che hanno vissuto sulla propria pelle l'esperienza di iniziare da zero dopo gli studi un'attività, come quella di consulente, che comporta, oltre a una formazione completa, anche una notevole capacità commerciale e una forte determinazione. Le storie che seguono hanno tutte un lieto fine, ma certo non si può dimenticare che molti aspiranti advisor hanno preferito, dopo un periodo più o meno lungo, cercare altre strade. Ma,



**GIULIO GARDEZZA**  
private banker  
Sanpaolo Invest

*«Il cammino verso il raggiungimento dell'obiettivo di diventare un consulente finanziario è stato caratterizzato da una forte ambizione e un duro lavoro. Da quando ho iniziato questo percorso mi sono da subito imposto obiettivi particolarmente sfidanti che mi aiutano a focalizzare dove voglio arrivare: la capacità di scomporre gli obiettivi di lungo termine in tanti obiettivi di breve è una qualità imprescindibile»*

**GIULIO GARDEZZA**

anche in questo caso, non si tratta di una prerogativa solo della professione di consulente.

#### UN DURO LAVORO

A dare un primo quadro delle difficoltà non semplici da superare è **Giulio Gardella**, private banker di **Sanpaolo Invest**. «Il cammino verso il raggiungimento dell'obiettivo di diventare un consulente finanziario è stato caratterizzato da una forte ambizione e un duro lavoro. Da quando ho iniziato questo percorso mi sono da subito imposto obiettivi particolarmente sfidanti che mi

aiutano a focalizzare dove voglio arrivare: la capacità di scomporre gli obiettivi di lungo termine in tanti di breve è una qualità imprescindibile. Organizzare e pianificare sono strumenti importanti che utilizzo per dare ordine e coerenza nell'operatività di ogni giorno. È stato sicuramente impegnativo arrivare ai risultati che ho raggiunto, ma, per questo motivo, molto appagante, anche se il mio intento è fare meglio ogni anno. Accompagnare il cliente verso le decisioni d'investimento è una fase sicuramente delicata e richiede tempi diversi, a seconda dell'interlocutore e gestire con serenità le parti del lavoro sulle quali non abbiamo controllo è una caratteristica fondamentale».

Un quadro di indubbe difficoltà iniziali lo fornisce anche **Davide Galliacci**, di **Banca Generali**, che opera nella zona di Piacenza: «lo ho iniziato come dipendente di un gruppo di consulenti nel 2010, poi, dopo alcuni anni, nel 2015 ho avuto il mandato e lì ho realizzato di essere riuscito nel primo pezzettino del mio percorso professionale. È stato un risultato importante. Ma da quel momento è iniziato un altro film, dove ho preso più consapevolezza del ruolo, ma ci sono voluti altri cinque anni buoni di servizio basato su serietà e professionalità, per sentirsi davvero riconosciuto come un vero consulente di successo. Certamente, ci sono stati momenti difficili, le difficoltà sono state quelle più legate a ciò che non possiamo controllare: i mercati, gli episodi geopolitici. Tutto ciò può fare sentire soli, nonostante il grande supporto dei colleghi».



**DAVIDE GALLIACCI**  
consulente finanziario  
Banca Generali

*«Nel 2015 ho avuto il mandato e lì ho realizzato di essere riuscito nel primo pezzettino del mio percorso professionale. È stato un risultato importante. Ma da quel momento è iniziato un altro film, dove ho preso più consapevolezza del ruolo, ma ci sono voluti altri cinque anni buoni, di servizio basato su serietà e professionalità, per sentirsi davvero riconosciuto come un vero consulente di successo»*

**DAVIDE GALLIACCI**







**PIER PAOLO FARABEGOLI**  
consulente finanziario  
Banca Generali

*«L'ostacolo più grande è stato il cambio di paradigma rispetto al mondo bancario, la necessità di doversi organizzare in proprio, perché nulla avviene per caso in questa professione. Occorre essere sempre concentrati sul lavoro e sui bisogni del cliente»*

**PIER PAOLO FARABEGOLI**

### UN PAIO D'ANNI

Un quadro più ottimista viene fornito da **Pier Paolo Farabegoli**, sempre di **Banca Generali**, che opera a Rimini. «Venendo da un contesto di dipendente nel settore bancario, direi che mi ci è voluto un paio d'anni per avere la certezza che davvero quello poteva essere il mio percorso, grazie anche ai programmi di inserimento di Banca Generali. Poi, ci sono stati altri due momenti in cui mi sono sentito di avere fatto un salto di qualità. Prima, nel 2017, quando ho avuto l'incarico da executive manager nel mio distretto: è stato un bell'attestato di fiducia a 29 anni. E infine, nel 2019, quando un collega molto senior mi ha chiesto di collaborare in team con lui e di affiancarlo in vista del suo pensionamento, in ottica di passaggio generazionale. È stato un altro grandissimo attestato di fiducia, una conferma della bontà del percorso e del lavoro fatto. L'ostacolo più grande

è stato il cambio di paradigma rispetto al mondo bancario, la necessità di doversi organizzare in proprio, perché nulla avviene per caso in questa professione. Occorre essere sempre concentrati sul lavoro e sui bisogni del cliente».

### NON È UN LAVORO PER TUTTI

Anche **Maurizio Carelli**, consulente finanziario di **Copernico Sim**, fa comprendere che la strada per potersi definire arrivati non è semplice ed è suddivisa in diverse tappe intermedie. «Il primo passo è rappresentato dal triennio: dopo tre anni, il giovane consulente dovrebbe avere capito se ha preso la strada giusta per la propria carriera lavorativa. Il primo obiettivo del neo-consulente è, infatti, comprendere se questo lavoro può essere adatto alla propria personalità. La verità è che questo non è un lavoro per

tutti. Una delle caratteristiche principali per proseguire a operare in questa realtà è il piacere di condividere il proprio tempo con le altre persone, stare a contatto con loro: bisogna essere predisposti a un'attività commerciale. Col tempo si impara, in base alle proprie qualità caratteriali e personali, qual è il modo migliore per approcciare i propri potenziali clienti, che sia tramite telefono o con visite a freddo o ancora attraverso i social o con altri strumenti a disposizione. Dopo un quinquennio, se il lavoro è stato fatto bene in precedenza, la strada è in discesa. All'inizio, soprattutto se si comincia molto giovani, la propria credibilità è molto bassa, perché si è visti come inesperti dalle persone che si incontrano. Ricevere i primi "no", non è né semplice né piacevole per nessuno. A inizio carriera, come in tutti i percorsi





**MAURIZIO CARELLI**  
consulente finanziario  
Copernico Sim

*«Dopo un quinquennio, se il lavoro è stato fatto bene in precedenza, la strada è in discesa. All'inizio, soprattutto se si comincia molto giovani, la propria credibilità è molto bassa, perché si è visti come inesperti dalle persone che si incontrano. Ricevere i primi "no", non è né semplice né piacevole per nessuno»*

**MAURIZIO CARELLI**

si lavorativi, è necessario fare un po' di gavetta, ma una volta che la propria presenza sul mercato è significativa da diversi anni e dopo avere creato una base solida di clienti e di portafoglio gestito, gli sforzi per cercare nuovi investitori si riducono drasticamente in favore di referenze che arrivano senza più nemmeno richiederle. Da quel momento in avanti la crescita del proprio lavoro è tendenzialmente esponenziale».

#### UNA VISIONE IN ROSA

Una visione tutta in rosa arriva invece da **Saverio Montenegro** (30 anni), consulente finanziario di **Banca Widiba** «Ho iniziato la mia carriera nel mondo della consulenza finanziaria in Banca Widiba, dopo avere conseguito la laurea in economia e commercio e avere sostenuto l'esame per l'iscrizione all'Albo unico dei consulenti finanziari



nel 2021. Se in media gli studi indicano tempistiche di circa sei anni per l'affermazione di un giovane consulente finanziario, in Banca Widiba lo stesso percorso ne prevede circa quattro e, nel mio caso, dopo tre anni, posso dire di essere ben avviato. Non mi sento ancora di affermare di "avercela fatta", né credo che arriverà quel momento, perché per me la professione di consulente finanziario è un percorso continuo di formazione e di aggiornamento, soprattutto per il fatto che il contesto e le esigenze dei clienti cambiano sempre più velocemente. E non è questa l'unica sfida. La consulenza finanziaria ha caratteristiche proprie, sia del lavoro in azienda, sia della libera professione. Servono tenacia, perseveranza ed empatia per arrivare a svolgere un ruolo che fornisce un contributo importante, anche a livello sociale, supportando la clientela in un percorso consapevole di gestione del proprio patrimonio».

#### LA SOCIETÀ ALLE SPALLE

Ma se un giovane che comincia una carriera professionale autonomamente è spesso solo, anche se lavora all'inizio in studi associati, per un consulente finanziario alle prime armi c'è il vantaggio di avere alle spalle una società che ha tutto l'interesse ad aiutarlo nella sua crescita e che spesso fa un investimento non da poco per arrivare al risultato finale. Giulio Gardella, di Sanpaolo Invest dà una prima risposta sull'importanza del sostegno ricevuto. «Durante il mio per-



**SAVERIO MONTENEGRO**  
consulente finanziario  
Banca Widiba

*«La consulenza finanziaria ha caratteristiche proprie, sia del lavoro in azienda, sia della libera professione. Servono tenacia, perseveranza ed empatia per arrivare a svolgere un ruolo che fornisce un contributo importante, anche a livello sociale, supportando la clientela in un percorso consapevole di gestione del proprio patrimonio»*

**SAVERIO MONTENEGRO**

# Non sempre essere giovani aiuta

**Enrico Roubin**, che lavora in **Banca Generali** da due anni, mette l'accento su uno dei punti cruciali per un giovane: la difficoltà di stabilire un rapporto con la clientela. Per quanto un professionista abbia seri studi alle spalle e un'ottima formazione, deve spesso scontrarsi con il fatto che l'investitore lo vede ancora come inesperto.

## **Quanto tempo è stato necessario per potere dire che ce l'aveva fatta e che era diventato un consulente finanziario vero?**

«Più che di tempo direi che è una questione di consapevolezza. Il giro di boa viene effettuato nel momento in cui si matura una certa coscienza rispetto alla professione di consulente finanziario. Ciò, sia per quanto concerne il lato dei mercati finanziari, delle sue dinamiche e delle sue variabili, sia per quanto riguarda il lato della relazione di fiducia con i clienti che è al cuore della professione».

## **È stata dura? Quali sono stati i problemi più difficili da affrontare?**

«Un ostacolo è la difficoltà ad approcciarsi con i clienti di una generazione precedente: da un lato non sempre si parla la stessa lingua, dall'altro spesso è complicato sfatare il mito del "giovane inesperto" e alcuni investitori possono temere di relazionarsi con un consulente che ha forse la metà dei loro anni. Ma, soprattutto, è importante imparare che fare alcuni errori è inevitabile e che questi ultimi ti permetteranno di crescere».

## **Quali sono stati gli aiuti più importanti che ha avuto nel corso del suo percorso da parte della società mandante e dei colleghi?**

«Senza dubbio il programma BG4Future di Banca Generali che prevede l'ingresso nella professione affiancando un banker con tanti anni di esperienza. Con lui c'è un interscambio continuo, è un vero confronto generazionale: per quanto si possano avere nozioni sui mercati, quando si deve parlare con i clienti, l'aspetto relazionale passa in primo piano e la sua esperienza è cruciale per parlare con le famiglie. Insieme riusciamo a coprire a 360 gradi le esigenze di tutto il nucleo familiare cliente».



**ENRICO ROUBIN**  
consulente finanziario  
Banca Generali

*«Un ostacolo è la difficoltà ad approcciarsi con i clienti di una generazione precedente: da un lato non sempre si parla la stessa lingua, dall'altro spesso è complicato sfatare il mito del "giovane inesperto" e alcuni investitori possono temere di relazionarsi con un consulente che ha forse la metà dei loro anni»*

**ENRICO ROUBIN**



corso professionale ho avuto la fortuna di beneficiare del supporto e della guida dei manager, che hanno giocato un ruolo fondamentale nel mio sviluppo e successo come consulente finanziario. Il loro costante sostegno e la loro esperienza mi hanno permesso di affrontare le sfide con sicurezza e di fornire un servizio di qualità elevata alla mia clientela, soprattutto quella composta da clienti Hnwi e Uhnwi, con i quali principalmente lavoro. È importante sottolineare che, interfacciandosi con una clientela importante, diventa fondamentale affrontare le trattative complesse in team con il supporto dei manager, dei gestori e degli specialisti. La nostra banca offre una gamma completa di servizi personalizzati e soluzioni finanziarie su misura per soddisfare le esigenze di questa clientela



esigente e questo elemento mi ha fornito un vantaggio competitivo sul mercato. Inoltre, l'ambiente professionale stimolante favorisce lo scambio di conoscenze e l'apprendimento continuo, contribuendo ulteriormente ai miei risultati».

### **SUBITO SELEZIONATORE**

Maurizio Carelli, di Copernico Sim, aggiunge addirittura un elemento: non solamente la sua società lo ha sostenuto, ma ha addirittura approfittato del suo essere giovane per contattare altri aspiranti consulenti. «Copernico Sim offre un percorso giovani. Appena dopo essermi laureato, la società mi ha accompagnato attraverso una completa e attenta formazione, fino all'iscrizione all'albo dei consulenti finanziari, che mi ha così permesso di diventare un giovane professionista. Nei primi anni sono stato affiancato da tutor e consulenti finanziari senior che mi hanno trasmesso la loro passione e la professionalità, che ancora oggi cerco di trasferire a mia volta ai clienti. La formazione e il supporto sono poi continuati negli anni fino alla crescita che mi ha consentito di diventare il consulente che sono oggi. Copernico Sim mi ha dato

molta fiducia fin da subito, assegnandomi, nonostante la mia verde età dell'epoca, anche alcune responsabilità e nuovi ruoli in azienda: nel mio percorso sono passato da giovane selezionato a selezionatore di giovani».

Il rapporto con i professionisti più esperti viene messo in risalto anche dai due consulenti di Banca Generali: «A sostenermi sono stati diversi elementi. La fiducia, all'inizio del percorso da consulente nel 2015, la formazione e poi il confronto continuo, a volte anche duro, con i colleghi più esperti, ma anche i tanti programmi di formazione offerte dalla banca», afferma Davide Galliacci. E prosegue Pier Paolo Farabegoli: «Da parte dell'azienda, l'aiuto più grande è stato la libertà, la certezza di potere dare al cliente il servizio migliore senza conflitto di interessi. Poi dai colleghi, senza dubbio, la capacità di fare team, di confrontarsi sistematicamente per migliorare; ciò è avvenuto sia con i giovani professionisti della mia stessa età, sia con quelli più esperti».

### **AIUTO DAI COLLEGHI**

Saverio Montenegro, di Banca Widiba, continua a manifestare la massima sod-

disfazione, sia per il lavoro che svolge, sia per la società per la quale lavora: «Ad aiutarmi, in questi anni, sono stati la passione per il settore, ereditata dalla mia famiglia, oltre alla voglia di realizzare i miei obiettivi e di perseguire una crescita professionale. Dall'altro lato, a questi elementi che continuano ad accompagnarmi durante il mio percorso, si è aggiunto anche tutto il supporto che Banca Widiba mi ha offerto. Il cammino di crescita è coadiuvato dai numerosi strumenti messi a disposizione dalla banca, a partire dalle tante ore di formazione, con classi che spaziano dalle competenze professionali alle soft skill, fino a corsi che affrontano temi che vanno dalla consulenza patrimoniale, alle esigenze di previdenza e di successione del patrimonio e che tuttora seguo con interesse. Una menzione particolare va ai manager e ai colleghi, dai quali ancora imparo moltissimo e con i quali ci confrontiamo quotidianamente: qui è prassi condividere esperienze e casi studio, lavorando in modo sinergico, in gruppo, e integrando le competenze complementari. Sfruttando l'opportunità offerta dalla banca, sto già lavorando per attivare e proporre il programma Team Cf ad alcuni clienti, con l'obiettivo di collaborare insieme a colleghi più senior e con diverse specializzazioni».

Inoltre, il giovane professionista di Banca Widiba ci tiene a dimostrare quanto è stato importante per lui operare seguendo il modello della sua società mandante, della quale esalta le qualità che gli hanno permesso di affermarsi ed enumera uno per uno i punti di forza dell'istituto per cui lavora: «In Banca Widiba, ai consulenti finanziari vengono forniti i migliori mezzi per svolgere la professione. Il modello ad architettura aperta che contraddistingue la banca sul mercato e i tool di recente sviluppo di analisi non finanziaria presenti all'interno della piattaforma Wise consentono di offrire alla clientela gli strumenti per una pianificazione patrimoniale che passa attraverso una vera e propria assistenza globale. Un servizio completo che permette al consulente di dedicare il tempo necessario all'ascolto e alla soddisfazione dei bisogni della clientela fornendo competenza e affidabilità».





## Tanti temi sotto la lente

di Emanuela Zini

È ormai diventato un appuntamento classico per tutto il mondo finanziario. ConsulenTia 2024 anche quest'anno si svolgerà al Parco della Musica a Roma nei giorni 18, 19 e 20 marzo. «Il concetto di responsabilità guiderà i cinque convegni Anasf, in fase di accreditamento per il mantenimento delle certificazioni EfpA, che stimoleranno i protagonisti del settore finanziario ad approcciare con una nuova prospettiva le persistenti sfide del settore finanziario: l'intelligenza artificiale, l'evoluzione della normativa, l'educazione finanziaria e l'interscambio generazionale», afferma l'Anasf, proprietaria e promotrice della manifestazione, nella sua presentazione. «I momenti associativi metteranno in evidenza come le caratteristiche virtuose del consulente finanziario, come dedizione, leadership, visione e dinamicità, che nel concept grafico di ConsulenTia sono state rappresentate da una prospettiva antropologica attraverso gli animali totemici lupo, tigre, aquila e colibri, siano state le qualità su cui la categoria ha scritto la propria storia e, sulle stesse, a ConsulenTia, Anasf tratterà le linee del futuro della professione».

Molto ricco anche il programma di manifestazioni, che vedrà impegnate non soltanto personalità del mondo finanziario, ma anche persone che operano in campi diversissimi. Per esempio, l'appuntamento "Un'ora con..." vedrà protagonisti, il 19 marzo alle ore 14:30, **Luciano Floridi**, direttore del centro di etica digitale dell'università di Yale, su "L'etica dell'intelligenza artificiale", e **Mariangela Vacatello**, pianista e direttrice artistica del Cantiere Internazionale d'Arte di Montepulciano.

## LA RELAZIONE DI CONTE

Il convegno inaugurale Anasf, il 20 marzo dalle ore 10:00, si aprirà con la relazione istituzionale del presidente Luigi Conte, cui seguiranno tavole rotonde con esponenti del mondo politico e istituzionale e delle reti dell'industria finanziaria partner di ConsulenTia per un confronto sulle persistenti sfide del settore e il contributo del sistema finanziario all'economia reale. «A Roma lanceremo un messaggio forte e chiaro: la categoria dei consulenti finanziari può sostenere il Paese nella crescita economica e culturale dei cittadini», ha sottolineato **Luigi Conte**, presidente dell'Anasf e, di fatto, il padrone di casa.

Non mancheranno momenti per discutere dei tre temi cardine dell'attività associativa: educazione finanziaria, inclusione di genere e interazione generazionale, che verranno affrontati il 21 marzo.

Il primo verrà trattato nel corso della tavola rotonda "Non si nasce imparati", che porrà il focus su un nuovo modello scolastico che educi i cittadini a essere più consapevoli e li stimoli a una maggiore coscienza sociale in termini di responsabilità, con l'intento di accrescerne il livello culturale. Per l'Anasf il modello didattico del progetto "economic@mente – Metti in conto il tuo futuro" rappresenta un punto di partenza importante. Il 27 febbraio il Senato ha approvato in via definitiva il Ddl Capitali (S.674-B). In particolare, l'articolo 25 apporta alcune modifiche alla normativa nell'ambito dell'insegnamento dell'educazione civica, allo scopo di includere specificamente l'insegnamento dell'educazione finanziaria. Inoltre, aggiunge di-



**LUIGI CONTE**  
presidente  
Anasf

sposizioni generali riguardanti l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale.

## CONSULENZA AL FEMMINILE

Il secondo punto, l'inclusione di genere, affrontata nel dibattito "Consulenza, sostantivo femminile", sarà l'occasione per presentare un nuovo progetto di ricerca dell'Associazione che intende valorizzare il contributo delle consulenti finanziarie allo sviluppo del mercato in termini di qualità. Attraverso il nuovo studio, l'Anasf intende enfatizzare il concetto di alterità: comprendere in quali situazioni il consulente non concilia agevolmente ed efficacemente la propria attività professionale con quella personale, esplorare meglio come il carico di lavoro familiare e di cura, che ricade principalmente sulle donne, impatta sullo svolgimento della professione e sulla soddisfazione lavorativa e come alcune variabili di carattere sociale e istituzionale influenzino l'operato della categoria.

In questa cornice volta alla valorizzazione dei talenti, avverrà la premiazione della X edizione della borsa di studio Anasf-J.P. Morgan Asset Management, dedicata quest'anno per la prima volta alle sole neo-consulenti finanziarie.

Infine, l'integrazione generazionale, con "La forza delle connessioni", che analizzerà una nuova narrativa della professione del futuro tramite la testimonianza di giovani consulenti finanziari e di role model extra settore che, in un'ottica di interazione generazionale, racconteranno il valore di interagire tra professionisti, in un processo di collaborazione sinergica e virtuosa.

20  
MARZO

FORUM  
DI ASSAGO

H: 21.00 - 23.00

F  
FONDAZIONE  
FELICITÀ

GIORNATA MONDIALE DELLA FELICITÀ

# HAPPINESS ON TOUR

VITE - STORIE DI FELICITÀ



**PRENOTA E VIVI 2 ORE DI SPETTACOLO  
DEDICATE ALLA FELICITÀ!**



Registrati  
Gratuitamente!

Con il patrocinio di



Regione  
Lombardia



Comune di  
Milano

Main sponsor



Sponsor

Smarter  
technology  
for all

Lenovo





# 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](http://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)