

FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 17 - numero 163 - aprile 2024



L'EUROPA CHE NON TI ASPETTI

CONSULENTI FINANZIARI: CAPIRE I BISOGNI FUTURI DEL CLIENTE



BANCA
GENERALI
PRIVATE



magiswitch

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.



L'ESPRESSO
MIGLIORI
IN ITALIA
N. 1 SERVIZIO
RETI CONSULENTI
FINANZIARI

2023

L'ESPRESSO
MIGLIORI
GESTORI PATRIMONIALI
GREEN

2023

PWMB | The Banker

GLOBAL PRIVATE
BANKING AWARDS
2023

WINNER

Best Private Bank in Italy

DA GRANDE FARÒ IL CONSULENTE di Giuseppe Riccardi

Gli avvocati in Italia sono 240 mila, mentre i consulenti finanziari che operano realmente, come ricorda Gianluca Scelzo di Copernico Sim nell'intervista che ha concesso a Fondi&Sicav, sono 30 mila. In pratica, considerando che in Italia risiedono circa 60 milioni di persone, c'è un consulente ogni 2 mila abitanti e un avvocato ogni 250. Nonostante questi numeri abbastanza scoraggianti, nell'ultima sessione per l'ammissione all'Albo degli avvocati, si sono presentati 9.703 laureati in legge e 5.390 hanno superato l'esame e vanno a incrementare i ranghi di una professione già sovraffollata. Al contrario, per gli aspiranti consulenti finanziari c'è un mercato enorme, anche perché gli sportelli bancari, che sono

per loro natura i concorrenti più agguerriti, stanno rendendo sempre più difficile il contatto tra gli investitori e gli advisor.

Ma, come ricorda Stefano Volpato, in un'altra intervista che appare su questo numero, non è solo una questione di numeri e di opportunità di guadagno, che peraltro ci sono, ma soprattutto di entrare in una professione che ha un ruolo sempre più indispensabile. Se dell'avvocato tutti sperano di non avere bisogno, nei confronti del consulente finanziario l'auspicio è esattamente opposto: tutti dovrebbero sperare di averne necessità, perché ciò vorrebbe dire che ci sono dei risparmi da fare fruttare, da investire.

Ma soprattutto, in un Paese come il nostro



che ha una scarsa educazione finanziaria, il ruolo dell'advisor è sempre più indispensabile, perché i bisogni di una famiglia sono spesso prevedibili, anche se troppo spesso si preferisce dimenticarli. La pensione che non ci sarà, gli studi dei figli, la necessità di badare a genitori non più autosufficienti sono bisogni che prima o poi ogni famiglia dovrà affrontare e il consulente finanziario è l'unico che può aiutare a risolverli se ci si muove per tempo. È un mestiere che ha un grande valore sociale.



DOPO DICIASSETTE ANNI di Pinuccia Parini

In un contesto in cui i mercati sono in attesa del punto di svolta delle politiche monetarie restrittive da parte della Fed e della Bce, la Banca del Giappone ha alzato i tassi di interesse dopo 17 anni e, contestualmente, ha avviato l'uscita dalla prolungata fase di politiche monetarie ultra-espansive. È così ufficialmente finito un lungo periodo di lotta alla deflazione che ha vessato il Sol Levante per molto tempo e, per quanto la decisione fosse ampiamente attesa dal mercato, è

stata una svolta storica: i prezzi al consumo hanno ripreso a salire e le contrattazioni sindacali stanno facendo registrare significativi aumenti delle retribuzioni salariali.

Storico è stato anche il superamento dell'indice Nikkei dei massimi toccati nel dicembre del 1989, quando la borsa di Tokyo trascinava i mercati finanziari, cui fece seguito, alla fine degli anni Novanta, il periodo conosciuto come il "decennio perduto", che seguì lo scoppio della bolla degli asset giapponesi. Ora il Giappone è ritornato nel radar degli investitori, per una serie di fattori, tra cui la riforma della corporate governance delle aziende, che ha

visto gli sforzi del governo unirsi a quelli del Tokyo Stock Exchange. Nel 1979, Ezra Vogel scrisse "Il Giappone come numero uno: lezioni per l'America" pubblicato dalla Harvard University Press, dove sosteneva che gli americani avrebbero dovuto comprendere l'esperienza giapponese ed essere disposti a imparare da essa. Nello stesso periodo, Sony lanciò sul mercato il primo walkman. Sono passati 45 anni da allora e molte cose sono cambiate, ma per quanto la prospettiva sia completamente mutata, il Giappone rimane, pur nella sua unicità, un caso di studio che merita una serie di riflessioni, da diversi punti di vista.

SOMMARIO

Numero 163
aprile 2024
anno 17

editore
Giuseppe Riccardi

direttore
Giuseppina Parini

vicedirettore
Boris Secciani (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione
Elisa Terenzio, Stefania Sala

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

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

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

direttore responsabile
Alessandro Secciani

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

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

immagini usate su licenza di
Shutterstock.com

3	EDITORIALE
6	GEOPOLITICA Azerbaijan, un gioco di prestigio geopolitico
8	OSSERVATORIO ASIA Cina, il buco del debito locale
10	FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE <i>Maria Paola Toschi, global market strategist, JP Morgan Asset Management</i> «I mercati stanno tornando alla normalità» <i>Bob Gruendyke, senior portfolio manager and co-head of the Dynamic Growth Equity team, Allspring</i> «Focus su crescita secolare e sostenibile»



14 UN'EUROPA VITALE ANCHE FUORI DALL'EXPORT

Manca più coraggio da parte della Bce

32	PICTET ASSET MANAGEMENT Sull'onda dei tematici
34	LOMBARD ODIER IM La natura come una nuova asset class
36	INVESCO RACCONTA L'importanza di cogliere l'attimo
38	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS Una finestra di opportunità per i multi asset
40	TECNOLOGIA Competenze umane e Ai per l'antifrode
42	OSSERVATORIO RISCHIO Unica costante il cambiamento
45	OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE Una spinta da guerre e hacker
48	EDUCAZIONE FINANZIARIA In crociera coi Btp
52	BANCA GENERALI Una bussola nel mare dei fondi
54	LA FINANZA E LA LEGGE La Aifmd II e le nuove norme in materia di Fia che concedono prestiti
57	CONSULENTI&RETI Stefano Volpati «Professione: seguire i bisogni»
62	SCELZO L'orgoglio della diversità
66	INCHIESTA Il massimo del servizio che si può offrire



Il modo migliore per investire nei semiconduttori

CT (Lux) Global Technology

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

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

Rischi di cui tenere conto

Il fondo è esposto a una serie di rischi derivanti dai titoli in cui investe e dalle tecniche che adotta per raggiungere il suo obiettivo. Il fondo è esposto ai rischi associati all'investimento in azioni, alla concentrazione settoriale e alle valute.

columbiathreadneedle.it/GlobalTech



Informazioni importanti. Per scopi di marketing. Il Fondo è un comparto di Columbia Threadneedle (Lux) I, una società di investimento con sede in Lussemburgo a capitale variabile ("SICAV"), gestita da Threadneedle Management Luxembourg S.A. L'attuale Prospetto informativo della SICAV, il Documento contenente le informazioni chiave e la sintesi dei diritti degli investitori sono disponibili in inglese e/o in italiano (ove applicabile) presso la Società di gestione Threadneedle Management Luxembourg SA, International Financial Data Services (Luxembourg) SA, il tuo consulente finanziario e/o sul nostro sito web www.columbiathreadneedle.it. Threadneedle Management Luxembourg S.A. può decidere di porre fine agli accordi presi per la commercializzazione della SICAV. I rischi di sostenibilità sono integrati nel processo decisionale di investimento del fondo esclusivamente a fini di gestione del rischio finanziario. Il Fondo è classificato come Articolo 6 ai sensi del Regolamento UE 2019/2088 sull'informativa relativa alla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR) e NON promuove le caratteristiche ambientali o sociali come obiettivo. Questo materiale non deve essere considerato un'offerta, una sollecitazione, una consulenza o una raccomandazione di investimento. La presente comunicazione è valida alla data di pubblicazione e può essere soggetta a modifiche senza preavviso. Le informazioni provenienti da fonti esterne sono considerate affidabili ma non vi è alcuna garanzia sulla loro accuratezza o completezza. Emissario da Threadneedle Management Luxembourg S.A. iscritta al Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), con numero di registrazione B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo e/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM), registrata con il numero 08068841.

Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe. CTEA5457963.4 | WF1995960 (03/24)

Azerbaigian, un gioco di prestigio geopolitico

a cura di **Mark William Lowe**

Per una nazione di meno di 11 milioni di abitanti, come l'Azerbaigian, il livello e la complessità degli interessi in gara sembrano spesso sproporzionali. Oggi le relazioni internazionali di Baku possono essere descritte solo come un gioco di prestigio geopolitico. Se, da un lato, membri dell'Unione Europea come Bulgaria, Grecia, Ungheria, Romania e Italia considerano l'Azerbaigian un paese strategico e importante per la sicurezza energetica del Vecchio continente, dall'altro, l'appello del parlamento europeo a favore di legami più stretti con l'Armenia ha attirato le ire del governo, con il portavoce del Ministero degli esteri azero Aykhan Hajizada che è arrivato ad affermare che il «chiaro esempio di un ricorrente approccio a due pesi e due misure nei confronti dell'Azerbaigian» è stato influenzato dall'Armenia e dalla lobby armena come parte di una «campagna diffamatoria» contro Baku.

La principale lamentela dello stato della regione transcaucasica riguarda la condanna del parlamento europeo delle incursioni militari nel territorio riconosciuto a livello internazionale dell'Armenia e l'affermazione che l'Azerbaigian continua a minacciare l'integrità territoriale e la sovranità della nazione dell'Asia occidentale. In sintesi, il messaggio di Hajizada è che, sebbene l'Azerbaigian rimanga una componente importante della strategia di sicurezza energetica dell'Europa, Baku apprezzerebbe meno critiche alla politica estera del paese.

Mentre il parlamento europeo ha irritato Baku, il contrario si può dire della Nato. Quando, domenica 17 marzo 2024, il segre-

tario generale della Nato, Jens Stoltenberg, è arrivato nella capitale azera e ha incontrato il presidente Ilham Aliyev, il leader dell'Alleanza si è limitato a commentare che «l'Armenia e l'Azerbaigian hanno ora l'opportunità di raggiungere una pace duratura dopo anni di conflitto». Stoltenberg ha aggiunto che «posso solo incoraggiarvi a cogliere questa opportunità per raggiungere un accordo di pace duraturo con l'Armenia».

Il segretario generale ha parlato anche della collaborazione di lunga data dell'Azerbaigian con l'Alleanza atlantica e ha dichiarato di essere impaziente di rafforzare ulteriormente il partenariato.

LA SICUREZZA ENERGETICA

In cima all'agenda di Stoltenberg e Aliyev c'era la sicurezza energetica. Il responsabile politico della Nato ha detto ad Aliyev che «l'energia è importante per la nostra sicurezza e sono lieto che l'Azerbaigian stia sviluppando legami sempre più stretti con diversi alleati della Nato».

L'Azerbaigian è entrato a fare parte del partenariato per la pace della Nato nel 1994 e Stoltenberg ha colto l'occasione per ringraziare il Paese per il suo contributo alle operazioni e alle missioni guidate dalla Nato,

come in Kosovo e in Afghanistan. L'Alleanza atlantica e Baku hanno anche collaborato attraverso il programma «Nato science for

‘‘L'economia dell'Azerbaigian, un tempo dipendente dal petrolio e dal gas, ha subito notevoli trasformazioni. In risposta alla volatilità dei mercati energetici e alla necessità di diversificazione, il presidente Aliyev ha avviato una serie di ambiziose riforme economiche (...). Tuttavia, il settore energetico rimane fondamentale’’

peace and security» sull'antiterrorismo e la sicurezza informatica. Stoltenberg ha apprezzato il fondamentale sostegno fornito da Baku e ha colto l'occasione per invitare tutti i paesi della regione a seguire l'esempio dell'Azerbaigian, affermando che «è necessario un maggiore sostegno, perché la situazione in Ucraina è estremamente difficile».

RAPPORTO STRETTO CON L'IRAN

L'Iran sta stringendo legami più stretti con l'Azerbaigian, nonostante le tensioni storiche e le relazioni sempre più forti di quest'ultimo con Israele. Questa manovra strategica rappresenta una svolta significativa in una regione caratterizzata da alleanze complesse

e dall'intersecarsi degli interessi di potenze globali come la Russia e gli Stati Uniti. Tuttavia, le controversie sottostanti minacciano di minare la fragile partnership tra Teheran e Baku, evidenziando l'intricato panorama geopolitico del Caucaso.

Lo scorso ottobre, l'Iran e l'Azerbaigian hanno firmato un accordo per la creazione del corridoio Aras, che offre allo stato della regione transcaucasica una via di transito attraverso il territorio iraniano verso la sua provincia exclave di Nakhchivan. Si tratta di un'alternativa strategica al controverso corridoio Zangezur, che comporterebbe l'attraversamento dell'Armenia.

NUOVO CAPITOLO CON L'IRAN

Tradizionalmente allineato con quest'ultima, l'Iran sta ricalibrando il suo approccio alla luce dell'evoluzione delle realtà geopolitiche. Nonostante le storiche ostilità, Teheran cerca di scrivere un nuovo capitolo nelle sue relazioni con Baku, come dimostrano le recenti aperture tra il ministro degli esteri iraniano Hossein Amir-Abdollahian e il suo omologo azero Jeyhun Bayramov. La convergenza di interessi che guida il riavvicinamento Iran-Azerbaigian ruota attorno alla stabilità regionale e alle opportunità economiche, in particolare l'International north-south transport corridor (Instc).

Questo ambizioso progetto mira a collegare l'India e la Russia attraverso l'Azerbaigian e l'Iran, promettendo sostanziali dividendi economici per tutte le parti interessate. In un contesto di crescenti pressioni economiche da parte dell'Occidente, l'Iran considera l'Instc come un'ancora di salvezza per aggirare le sanzioni e rafforzare le sue reti commerciali globali.

I LEGAMI CON ISRAELE

Tuttavia, lo spettro dell'influenza israeliana incombe sulla dinamica Iran-Azerbaigian, complicando gli sforzi di riconciliazione. I legami sempre più stretti dell'Azerbaigian con Israele, sottolineati da importanti affari di armi e cooperazione di intelligence, hanno messo a dura prova le relazioni di Teheran con Baku. All'indomani del conflitto del Nagorno-Karabakh, si è assistito a una marcata intensificazione della collaborazione azero-israeliana, esacerbando ulteriormente le apprensioni iraniane.

Il crescente allineamento dell'Azerbaigian

con Israele, percepito da alcuni come un contrappeso all'influenza iraniana, è fonte di preoccupazione in Turchia. Secondo Ankara, questa relazione potrebbe esacerbare le tensioni nella regione e portare il Caucaso a diventare un campo di battaglia per rivalità esterne.

Nonostante queste sfide, considerazioni pragmatiche spingono Teheran e Baku a perseguire vie di cooperazione, in particolare attraverso l'Instc. Sebbene i legami dell'Azerbaigian con Israele possano mettere a dura prova le sue relazioni con l'Iran, l'imperativo di mantenere rapporti positivi con il regime degli ayatollah rimane fondamentale per gli interessi economici e strategici di Baku. Sullo sfondo di dinamiche geopolitiche in evoluzione, la relazione Iran-Azerbaigian naviga in un delicato gioco di equilibri, con implicazioni che si estendono ben oltre i confini del Caucaso.

CONCLUSIONI

L'economia dell'Azerbaigian, un tempo dipendente dal petrolio e dal gas, ha subito notevoli trasformazioni. In risposta

alla volatilità dei mercati energetici e alla necessità di diversificazione, il presidente Aliyev ha avviato una serie di ambiziose riforme economiche. Gli sforzi per sviluppare settori non petroliferi, come l'agricoltura, il turismo e la tecnologia, si sono rivelati promettenti, con investimenti significativi in infrastrutture e capitale umano. Tuttavia, il settore energetico rimane fondamentale.

In termini di sviluppo, permangono alcune sfide importanti. Corruzione, inefficienze burocratiche e un settore privato poco sviluppato ostacolano i progressi e devono essere affrontati in modo sistematico per garantire una prosperità a lungo termine. Nonostante questi problemi, l'economia dell'Azerbaigian mostra resilienza e potenziale di crescita. Le riforme strategiche, unite a una gestione fiscale prudente, hanno posizionato il Paese per un continuo sviluppo e per l'integrazione nell'economia globale. In merito alle relazioni internazionali, per quanto difficili da bilanciare, Baku continuerà a sostenere una politica di gioco di prestigio geopolitico.



Cina, il buco del debito locale

a cura di Pinuccia Parini

All'inizio di quest'anno Pechino ha ordinato ai governi locali indebitati di sospendere alcune opere infrastrutturali: le linee guida pubblicate dello State council hanno imposto un rallentamento o l'arresto di alcuni progetti partecipati dal governo a partire dal 2024 in 12 regioni chiave a livello provinciale. Queste aree, identificate come ad alto rischio in termini di oneri del debito, sono la municipalità di Tianjin, la Mongolia Interna, Liaoning, Jilin, Heilongjiang, Guangxi, la municipalità di Chongqing, Guizhou, Yunnan, Gansu, Qinghai e Ningxia. Più della metà dei 31 governi provinciali della Cina continentale ha fissato per il 2024 obiettivi di crescita del Pil inferiori a quelli dello scorso anno, in base a quanto riportato da Caixin global, anche se molti puntano a tassi di espansione più elevati rispetto a quelli raggiunti nel 2023. Siamo dinnanzi al rischio che le strutture locali possano in qualche modo frenare la crescita del paese?

CAUTELA NELLE PRIOIEZIONI

La maggiore cautela nelle proiezioni è probabilmente ascrivibile al fatto che alcune autorità locali hanno mancato le previsioni per il 2023, forse alimentate da eccessive aspettative di recupero dell'attività economica con la riapertura della Cina post pandemia. Di fatto, l'obiettivo medio ponderato di crescita del Pil dei 28 governi provinciali che hanno annunciato i target per il 2024 entro il 28 gennaio è del 5,5%, sostanzialmente invariato rispetto al 2023. Secondo alcuni analisti, è storicamente prassi comune che il governo di Pechino

fissi la crescita nazionale di circa lo 0,5% sotto la media dei governi locali e così è accaduto: la stima del Pil nazionale per il 2024 è stata stabilita al +5%.

UNA SITUAZIONE COMPLESSA

Le amministrazioni locali hanno sempre ricoperto un ruolo vitale a sostegno della crescita cinese, spesso in diretta competizione tra loro nel porsi obiettivi di espansione sempre più sfidanti, trainati da investimenti che hanno portato a un'impennata del debito negli ultimi anni. Da una ricerca fatta sul tema, "Understanding local government debt in China: A regional competition perspective" (rif. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0166046222000977?via%3Dihub>) emerge che «la competizione regionale sul Pil ha un impatto asimmetrico sul debito pubblico locale. Se la crescita del Pil è inferiore a quella dei suoi concorrenti, un'amministrazione locale tende a emettere debito in modo più aggressivo. Al contrario,

l'effetto è insignificante per le regioni con una crescita del Pil superiore a quella dei concorrenti. Inoltre, (...) la politica di regolamentazione attuata nel 2015 smorza efficacemente l'impatto della concorrenza regionale sul debito delle amministrazioni locali. Tuttavia, i vincoli di indebitamento

sono variabili nel tempo e presentano un'eterogeneità spaziale. Nelle regioni con vincoli di indebitamento non stringenti, la competizione regionale sul Pil è ancora importante per l'espansione del debito pubblico locale, anche se è stata introdotta la gestione delle quote di debito».

DA ZHU RONGJI IN POI

Nel 1994, l'allora premier Zhu Ronji introdusse una ristrutturazione del sistema fiscale che rafforzava il controllo centrale

“Le amministrazioni locali hanno sempre ricoperto un ruolo vitale a sostegno della crescita cinese, spesso in diretta competizione tra loro nel porsi obiettivi di crescita sempre più sfidanti, trainati da investimenti che hanno portato a un'impennata del debito negli ultimi anni”



della tassazione: la volontà era aumentare il controllo di Pechino sulle amministrazioni locali. Così facendo, furono ridotte in modo significativo le entrate di queste ultime che, per reperire risorse divennero sempre più dipendenti dalla vendita dei diritti sulle transazioni dei terreni. Questo

squilibrio permane da diversi anni ed è un problema che si presenta nei momenti di crisi in toni più acuti, anche perché la volontà di avere livelli di Pil elevati ha spinto questa tendenza fuori controllo, aggravata dalla maggiore spesa locale di province in rapida espansione e urbanizzazione.

Durante la crisi finanziaria del 2008, Pechino introdusse misure di stimolo per 4 trilioni di renminbi, di cui solo 1,2 trilioni in capo al governo centrale, mentre il rimanente ammontare venne diviso tra entità provinciali e governi locali. Fu in quella occasione che i Local government financial vehicle (Lgfv), già istituiti in precedenza, assunsero un ruolo importante perché vennero percepiti come implicitamente sostenuti dai governi locali. Si tratta di strumenti di finanziamento che di solito assumono la forma di società d'investimento: prendono in prestito denaro per finanziare lo sviluppo urbano e infrastrutturale, vendendo obbligazioni che, a loro volta, vengono inserite all'interno di prodotti conosciuti come "wealth management product".

Nel 2014, l'Assemblea nazionale del popolo cinese promulgò la revisione della legge sul bilancio, che modificò profondamente le attività fiscali delle amministrazioni locali, stabilendo che «le province, le regioni autonome e le città che dipendono direttamente dal governo centrale, autorizzate dallo State council possono emettere obbligazioni del governo locale per finanziare la costruzione di infrastrutture». Era la prima volta, dal 1994, che ciò accadeva.

Subito dopo, sempre lo stesso organo del Partito comunista cinese pubblicò i "Suggerimenti per migliorare la gestione del debito pubblico", come istruzione più dettagliata per le amministrazioni locali. Ciò nonostante, la misura non fu efficace nel ridurre le modalità di raccogliere fondi attraverso terze vie. Inoltre, con il collasso delle entrate durante la pandemia, a causa delle diminuite vendite di terreni e l'aumento delle spese pubbliche per fare fronte all'emergenza Covid, le finanze delle amministrazioni locali peggiorarono notevolmente.

UN FARDELLO CHE PESA

Secondo uno studio fatto da Victor Shi e Jonathan Elkobi dell'Università della California San Diego, "Local Government Debt Dynamics in China", includendo gli indebi-



tamenti bancari e lo shadow credit degli Lgfv, il debito complessivo dei governi locali dovrebbe essere tra i 90 e i 110 trilioni di renminbi, ossia tra il 75% e il 91% del Pil cinese nel 2022. Tra tutte le province della Repubblica Popolare, sempre secondo l'analisi citata, 12 di esse hanno ora debiti pubblici locali, misurati dalle obbligazioni in circolazione, superiori al 50% del Pil provinciale. Nel 2017 solo tre province avevano livelli così elevati di debito e due unità provinciali, Shanghai e Guangdong, avevano un debito locale inferiore al 25% del Pil alla fine del 2022. «Poiché questo disavanzo richiede un costante flusso di pagamenti sotto forma di interessi e di rimborso del capitale, il servizio del debito probabilmente ha messo vincoli sempre più pesanti sul bilancio locale e persino su quello centrale. Al termine del 2022, gli oneri mensili hanno superato il 100% delle entrate fiscali per 12 delle 31 unità provinciali della Cina. La domanda di rimborso ha subito un'ulteriore accelerazione nel 2023».

Il problema del debito locale cinese è stato rilevato anche da istituzioni finanziarie quali il Fmi che, nella sua valutazione dell'economia cinese del 2022, ha avvertito che «un disavanzo strutturale delle entrate fiscali ha incentivato i governi locali ad adottare meccanismi di finanziamento

opachi e fuori dal bilancio per coprire le spese, portando a un elevato debito pubblico».

LE MISURE DEL GOVERNO

Al recente Congresso del Partito comunista cinese, il primo ministro Li Qiang ha parlato di sforzi concertati che avranno il compito di "dissipare i rischi" del debito delle amministrazioni locali e, nello specifico, ha menzionato il piano di emettere un trilione di renminbi di obbligazioni speciali a lungo termine del governo centrale per diminuire la leva del debito locale. A questo proposito, va anche ricordato che tale processo era già iniziato lo scorso anno, con la ristrutturazione del debito da parte delle banche statali. I governi locali hanno anche emesso più di 1,4 trilioni di obbligazioni per ripagare il debito implicito da veicoli di finanziamento fuori bilancio.

La questione principale però rimane, perché, se è imperativo trovare una soluzione al problema dell'indebitamento delle amministrazioni locali, dall'altro lato deve essere altrettanto acuta la consapevolezza che occorre trovare misure equilibrate che sappiano affrontare la situazione e fare in modo che quest'ultima non pesi ulteriormente sulla crescita economica del paese o dia luogo ad altre distorsioni future.

MARIA PAOLA TOSCHI
GLOBAL MARKET STRATEGIST
JP MORGAN ASSET MANAGEMENT

I mercati stanno tornando alla normalità

a cura di Pinuccia Parini

Stiamo gradualmente ritornando a una correlazione negativa tra l'asset class obbligazionaria e quella azionaria? Che cosa dobbiamo attenderci quest'anno?

«A nostro parere ci sono le condizioni perché ritorni la correlazione negativa tra bond ed equity. Nel 2022 si era assistito a una ripresa dell'inflazione che aveva evidenziato che le classi tradizionali di attivo non avevano consentito di trovare alcuna protezione all'interno dei portafogli: sia l'obbligazionario, sia l'azionario erano stati penalizzati dall'impennata dei prezzi al consumo. Tuttavia, per com-

prendere pienamente quanto accaduto, sarebbe opportuno fare mente locale su quali fossero le condizioni da cui si partiva e, nello specifico, sulle valutazioni di entrambi gli strumenti finanziari. Le azioni avevano raggiunto multipli elevati e i rendimenti delle obbligazioni, schiacciati dalle politiche monetarie delle banche centrali, avevano toccato in molti casi rendimenti negativi. Si può dire, in altri termini, che si è assistito a un'inflazione che ha investito le due asset class. Per JP Morgan Asset Management, il 2022 è stato l'anno del "reset", ossia una nuova fase che, attraverso una profonda correzione dei corsi,



ha cancellato gli effetti distorsivi che si erano manifestati negli anni precedenti sul mercato. Questo cambiamento ha riguardato in particolare le obbligazioni che, dopo diverso tempo, hanno ripreso a offrire rendimenti interessanti. Siamo così entrati in una "nuova normalità" che, probabilmente, diventerà la "normalità" per le piazze finanziarie, dove il reddito fisso è ritornato a svolgere il proprio ruolo tradizionale: offrire rendimento e proteggere i portafogli, soprattutto nel caso di shock sulla crescita».

Tuttavia, da questo punto di vista, ci sono segnali discordanti che arrivano dal mercato. Che cosa ne pensa?

«Si sta ancora attraversando una fase di transizione dove il rapporto tra i due attivi si comporta in modo alterno, ma forse ciò è una conseguenza del contesto ancora incerto per l'andamento, sia dell'inflazione, sia della crescita, dove quest'ultima ha fatto registrare una resilienza inaspettata, spostando in là nel tempo il taglio dei tassi atteso dal mercato. È proprio quando l'economia comincerà a rallentare e le banche centrali taglieranno i tassi che le obbligazioni svolgeranno appieno la loro funzione all'interno dei portafogli, magari a fronte di un azionario un po' più sotto pressione. Di conseguenza, dal nostro punto di vista, una strategia di allocazione 60-40 ha ancora senso, nonostante abbia bisogno di una rivisitazione».

In quale modo?

«In un mondo sempre più in evoluzione, permarrà la presenza dell'inflazione che prevediamo più alta e più volatile che nel passato: una variabile sicuramente da monitorare. Le ragioni di questa nostra riflessione risiedono in una serie di fattori che hanno un peso sull'andamento dell'inflazione. Uno di questi ultimi è lo sviluppo della globalizzazione, alla luce dei rischi geopolitici e delle interruzioni delle catene di approvvigionamento durante la pandemia. Noi crediamo che il fenomeno andrà a indebolirsi, come testimoniano le decisioni di reshoring e inshoring. Anche gli stessi stati stanno adottando strategie volte ad assicurarsi il controllo di alcuni settori industriali strategici, allo scopo di non trovarsi fortemente dipendenti da fornitori terzi».

Ciò significa che si accentua il protezionismo il cui effetto sui prezzi è al rialzo...

«L'effetto è inflazionistico e, a tale proposito, va ricordato che già dalla presidenza Trump si era assistito a un ritorno del protezionismo, continuato durante l'amministrazione Biden. Alcune materie prime, soprattutto quelle legate all'It, potrebbero diventare più costose ed è possibile che la stessa transizione energetica, in questa fase, possa essere inflativa. Ciò nonostante, dall'altro lato, ci sono le nuove tecnologie che agiscono in senso contrario: gli effetti dell'intelligenza artificiale non sono ancora esattamente misurabili, ma ci si può attendere che l'Ai sia d'aiuto nell'aumentare la produttività, ossia l'elemento più forte di disinflazione che ci si possa aspettare. La stessa iniqua distribuzione della ricchezza è un fattore disinflazionistico, perché porta le persone meno abbienti a spendere tutto il reddito a loro disposizione, ma l'analogo non succede per la parte della popolazione più ricca. Ma, come già accennato in precedenza, tutto ciò rende più incerto lo scenario futuro sul trend d'inflazione e per questa ragione è necessario allargare il raggio di azione di un portafoglio, ad esempio introducendo un mattoncino legato ad asset alternativi attraverso strategie che sono poco o inversamente correlate, sia alle azioni, sia alle obbligazioni globali».

Vista la performance dei mercati azionari e considerando le attuali valutazioni, è necessario essere cauti nei confronti di questa asset class?

«Il "reset" del 2022 ha permesso il ritorno del carry, ma non si deve dimenticare il ruolo importante che svolgono le azioni all'interno di un portafoglio. È possibile che ci sia volatilità nel breve periodo, ma per gli investitori di lungo termine non c'è altra classe di attivo che possa aiutare a trovare rendimento e a proteggere dall'inflazione. Se i prezzi al consumo salgono, vuole dire che c'è crescita e che gli utili delle aziende tendenzialmente crescono e ciò è positivo per l'equity. Nel 2022 questa dinamica non si è esplicitata perché le valutazioni del mercato erano particolarmente elevate e la stretta monetaria delle banche centrali è stata massiccia, tale da provocare uno shock nel

mercato. Inoltre, i titoli azionari hanno la capacità di catturare i trend di espansione di un ciclo economico che alimentano, a loro volta, le piazze finanziarie. È vero che, nell'ultimo anno, in particolare negli Stati Uniti, si è visto un crescente interesse per il settore tecnologico, soprattutto per le aziende legate all'intelligenza artificiale, ma non si è certo dinnanzi a una bolla speculativa: l'euforia è stata generata dalla capacità e dalla potenzialità di generare utili da parte di alcune aziende».

Però non trova che questa euforia abbia causato dislocazioni nei mercati?

«Sì, ciò può succedere e lo dimostrano gli sconti storici rispetto agli Usa cui traggono alcune borse come la Cina, in primis, il Regno Unito e la stessa Europa nel suo complesso. È in contesti come l'attuale che la gestione attiva assume un ruolo rilevante, perché si tratta di andare a cercare le opportunità che, al momento, vengono ignorate o non debitamente apprezzate: bisogna trovare il giusto bilanciamento tra crescita e valore».

Privilegiate quindi alcune aree geografiche rispetto ad altre?

«Non necessariamente. In JP Morgan Asset management non abbiamo una visione geografica dei mercati e neppure settoriale, perché preferiamo una logica globale e, in questo senso, è possibile che, ad esempio, l'Europa offra del potenziale, ma questa conclusione viene raggiunta da un esercizio che è bottom-up. La Cina, come citavo pocanzi, tratta a uno sconto storico e, nonostante sia stata penalizzata da una serie di decisioni delle autorità che hanno ridotto la fiducia degli investitori, è un mercato che ha già probabilmente scontato molte delle negatività che si sono riversate sui listini. Pensiamo che anche tutta l'attenzione che negli anni c'è stata sulle strategie tematiche abbia un po' fallito e la nostra logica è avere un approccio globale, guidato dalla ricerca. Non prediligiamo stili d'investimento predefiniti, ossia non ci qualifichiamo, né growth, né value, per citare un esempio, perché pensiamo che una scelta di campo in questo senso ponga dei limiti alle nostre strategie e le esponga a maggiore volatilità, con poco controllo del rischio».

FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

BOB GRUENDYKE

SENIOR PORTFOLIO MANAGER

AND CO-HEAD OF THE DYNAMIC GROWTH EQUITY TEAM

ALLSPRING

Focus su crescita secolare e sostenibile

a cura di Pinuccia Parini

Abbiamo assistito, nell'ultimo anno, a un'elevata concentrazione dell'interesse su alcuni titoli del listino Usa. Ritiene che si possa parlare di un'aberrazione?

«La concentrazione cui si è assistito sugli ormai noti "magnifici sette" è stata considerevole, forse più pronunciata di quanto non sia mai avvenuto in passato. Questi titoli hanno fatto registrare un'incredibile performance, ma per una valida ragione: una robusta crescita che ha generato un forte ritorno sul capitale. Noi riteniamo che vi sia la possibilità che il divario creatosi sul mercato a causa del rialzo di un numero li-

mitato di titoli possa essere colmato. Nello specifico crediamo che, in termini relativi, si siano generate alcune opportunità per le società di media e piccola capitalizzazione. Le valutazioni di queste ultime sono sotto la media degli ultimi 20 anni, mentre quelle dell'intero universo large cap sono decisamente più elevate. Le ragioni di ciò, a nostro parere, vanno ricercate anche nel contesto che ha caratterizzato gli ultimi due anni, nei quali si è assistito a un consistente e ripetuto rialzo dei tassi d'interesse. Non è un caso che la dispersione nel mercato sia iniziata quando la Fed ha cominciato a inasprire la politica monetaria».



C'è una ragione del perché ciò è avvenuto?

«Perché le aziende a bassa e media capitalizzazione generano cash flow più in là nel tempo e i tassi in salita hanno un impatto consistente sulle valutazioni dei loro titoli. La Banca centrale Usa ha di recente indicato che non dovrebbero esserci ulteriori aumenti e, se ciò avvenisse, si crerebbero le condizioni per ri-considerare queste azioni che sono state ignorate dal mercato, senza preoccuparsi troppo del fatto che le valutazioni si siano compresse. Inoltre, la performance di alcuni dei famosi sette titoli ha già iniziato a mostrare un indebolimento nella forza dei corsi, indicando che, da ora in poi, nei loro confronti bisognerà essere maggiormente selettivi. Ci aspettiamo che la crescita di queste azioni e quella del resto del mercato sia sempre più simile e che si allarghi il numero dei titoli che parteciperanno al rialzo degli indici di borsa. Lo abbiamo già visto accadere un po' nel quarto trimestre del 2023 e nei primi mesi di quest'anno».

Ciò comporta che i "magnifici sette" usciranno dal vostro radar?

«Non necessariamente. Siamo ancora investiti in alcune di queste azioni, come nel caso di Microsoft. È il titolo con il peso maggiore nel nostro portafoglio, perché siamo molto fiduciosi sulle prospettive future dell'azienda e sulle sue potenzialità; a essere sincero, se qualcuno mi avesse detto anni fa che la società sarebbe cresciuta così velocemente, non ci avrei mai creduto. Microsoft ha compiuto un'operazione incredibile nel cambiare il proprio modello di business e nell'aprirsi alle nuove opportunità offerte dal mercato, come ha fatto per l'intelligenza artificiale (Ai) e la realizzazione delle infrastrutture a essa legate: i dati del quarto trimestre del 2023 mostrano una crescita del 30%, di cui ben sei punti sono riconducibili all'Ai. Ciononostante, è bene ricordare che circa il 30-35% del fondo è investito in piccole e medie aziende (per queste ultime il nostro parametro di riferimento è una capitalizzazione superiore a 15 miliardi di dollari)».

C'è quindi la possibilità che, visto il divario di valutazione che si è creato, possiate aumentare l'esposizione a mid e small?

«Non allochiamo le nostre risorse in base alla capitalizzazione dei titoli. Quando presentiamo la nostra filosofia d'investimento ai clienti, sottolineiamo l'esposizione costante e coerente del portafoglio, perché non vogliamo assumere rischi eccessivi. Attraverso Dynamic All Cap Growth Equity Strategy, offriamo un'esposizione al mercato tramite società le cui valutazioni presentino un divario tra il tasso di crescita futura e le aspettative del mercato e il nostro approccio ai listini avviene attraverso uno stile d'investimento growth».

Che cosa intendete per stile d'investimento growth?

«Il nostro è un approccio bottom-up, caratterizzato da uno stile growth, che per noi significa cercare imprese che abbiano una crescita secolare, collocabile nel primo quartile all'interno di un determinato universo di società comparabili. In termini di qualità, cerchiamo aziende la cui crescita sia sostenibile, non legata principalmente al ciclo economico e non dipendente dalle decisioni di politica monetaria. Infine, adottiamo una stringente disciplina per quanto riguarda le valutazioni, atteggiamento che è essenziale quando si investe in titoli growth, che a volte possono raggiungere livelli molto elevati. Guardiamo a società che, nel caso delle piccole-medie capitalizzazioni, anche se non generano molta cassa o utili, hanno la potenzialità di farlo nel futuro, perché, analizzando le caratteristiche del loro modello di business, ne intravediamo l'evoluzione».

I consumi negli Usa hanno ben sostenuto la crescita locale. Avete rilevato anche aumenti di produttività?

«Sicuramente i consumatori americani sono stati più resilienti di quanto non ci saremmo potuti attendere due anni fa e il mercato del lavoro è ancora molto forte. In merito alla produttività, riteniamo che sia un effetto secondario dell'aumento dei tassi che ha spinto molte aziende a guardare con attenzione ai costi, a doversi confrontare con una situazione in cui non era possibile l'accesso al mercato dei capitali e a fare i conti con la redditività. Ciò ha permesso di aumentare la produttività, l'efficienza e crediamo che l'Ai non farà altro che corroborare questo trend».

Avete evidenze in merito?

«Si è iniziato a riparlare di Ai circa un anno e mezzo fa. Si sta assistendo alla costruzione di imponenti infrastrutture per fare sì che le applicazioni dell'intelligenza artificiale possano essere fruibili. La prossima fase sarà l'utilizzo di queste infrastrutture da parte delle aziende, che stanno già discutendo dei benefici che questa tecnologia può apportare. Un esempio da citare è il settore del software, in cui l'attività di generazione di codici potrebbe conoscere un'accelerazione grazie all'Ai: si parla di un miglioramento che va dal 30% al 50% nell'attività di coding e sviluppo. È un risultato significativo per chi opera in questo ambito, perché permette di ridurre i costi e accelerare i tempi di realizzazione di un prodotto. Inoltre, siamo tutti consapevoli che, con il passare del tempo, l'intelligenza artificiale non potrà che migliorare».

Quale tipo di performance si attende dal mercato in questo contesto?

«È difficile dire quale direzione prenderà l'economia, ma i titoli growth, solitamente, si comportano molto bene quando la crescita del Pil è contenuta. Se si guarda al periodo tra il 2010 e il 2020 negli Usa, la crescita è stata costante, ma ridotta e, in queste condizioni, le azioni growth hanno conosciuto un decennio di bull market. Pensiamo che si stia ritornando in uno scenario di bassa crescita e ciò costituisce una condizione favorevole a questa tipologia di titoli, perché sono meno sensibili al rallentamento dell'attività economica: se c'è una scarsità di crescita nell'economia, i titoli growth diventano più attrattivi».

C'è la presenza di qualche tema all'interno del vostro fondo?

«Ci sono titoli che possono essere ricondotti a determinate tematiche, come l'intelligenza artificiale o l'obesità, ma non sono frutto di una scelta fatta a monte e, come menzionato pocanzi, sono decisioni prese dopo un disciplinato processo di analisi compiuto a vari livelli. Fatta questa debita premessa, ritengo che i due temi citati possano diventare i più importanti che abbia mai visto in 15 anni di gestione del fondo. L'Ai si presenta con grandi potenzialità perché, teoricamente, ogni azienda al mondo potrebbe utilizzarla, mentre i farmaci per curare l'obesità potrebbero diventare i più grandi blockbuster che ci siano mai stati».

Manca più coraggio da parte della Bce

di Boris Secciani



Nonostante le maggiori difficoltà che l'Europa ha dovuto affrontare dopo il Covid, a causa della diminuzione del commercio internazionale che ha impattato il settore manifatturiero e della crisi energetica che ha spinto al rialzo l'inflazione, la domanda domestica del Vecchio continente ha mostrato resilienza. Dopo il timore di un collasso dell'economia nel 2022, il 2023 ha fatto registrare una buona ripresa degli attivi finanziari e un'attività economica che ha tenuto, nonostante la debolezza della Germania, tanto che, nella seconda metà di quest'anno, è atteso un irrobustimento del ciclo. L'incognita maggiore, per l'Eurozona, è costituita dalle decisioni della Bce in materia di politica monetaria, poiché l'istituzione centrale sembra mostrare qualche difficoltà nel leggere l'attuale contesto economico. Il rischio è che Francoforte finisca per sopravvalutare la resilienza del sistema, fatto di per sé non impossibile, vista l'imprevedibilità del ciclo economico in questi anni.

Il periodo post-pandemia e post-inva-



sione russa ha distrutto molti stereotipi sull'economia e i mercati azionari europei. Infatti, negli anni dopo il Covid, al termine di un periodo fisiologico di ripresa delle esportazioni, nel commercio estero è scesa una certa freddezza: tutto ciò ha portato a un quadro, che, ormai da oltre un anno, è decisamente difficile per la manifattura continentale. Al contempo, la domanda domestica ha mostrato una buona resilienza, orientandosi sempre più ai servizi. Il risultato è che anche questa parte di mondo ha dovuto gestire problemi di inflazione non irrilevanti con spinte sui salari che, seppure minori rispetto all'America, stanno inducendo la Bce alla prudenza dopo un'intensa fase di rialzo del costo del denaro a partire dalla metà del 2022. Insomma, una realtà decisamente diversa rispetto al quadro cui ci eravamo abituati nel decennio precedente, in cui il Vecchio continente sembrava diventato un gigantesco Giappone: un sistema caratterizzato da un tessuto industriale

ricchissimo e avanzatissimo, ma anche inevitabilmente ciclico e lontano dai grandi temi di rottura e innovazione, tecnologici e culturali.

IL PEGGIO È PASSATO?

Di questo cambiamento si trova conferma negli ultimissimi dati a disposizione, come ricorda **Mabrouk Chetouane**, head of global market strategy di **Nim Solutions**: «Gli indicatori economici dell'Eurozona hanno evidenziato una stabilizzazione dopo un 2023 difficile. Il Pmi composito è migliorato a febbraio, ma è rimasto sotto 50, manifestando una contrazione. Tuttavia, le vendite al dettaglio core hanno registrato un rimbalzo del 3,2% su base annua a gennaio. L'inflazione ha subito un'ulteriore decelerazione, con il tasso principale che è sceso al 2,6% e l'inflazione di fondo che è diminuita al 3,1% a febbraio, sostenuta dal calo dei costi energetici».

Queste cifre inducono a riconsiderare l'evoluzione degli ultimi 18 mesi nell'Ue.



MABROUK CHETOUANE
head of global market strategy
Nim Solutions



Gli indicatori economici dell'Eurozona hanno evidenziato una stabilizzazione dopo un 2023 difficile. Il Pmi composito è migliorato a febbraio, ma è rimasto sotto 50, manifestando una contrazione



Nell'autunno del 2022, infatti, si paventava un'industria al collasso e un inverno al freddo per la botta stagflativa derivante dallo shock al rialzo dei corsi energetici. Il 2023 ha invece portato una buona ripresa degli asset europei e un Pil che comunque è riuscito a rosicchiare qualche decimale di crescita. Allo stato attuale, anche se la cautela è d'obbligo, forse si può persino pensare che il peggio sia passato e che sia realistico sperare in un irrobustimento del ciclo quanto meno nella seconda metà del 2024. Ma il fattore forse ancora più significativo è che oggi il Paese che più corrisponde agli stereotipi negativi dell'Eurozona del recente passato è la Germania. Trovarsi con la più vasta economia dell'area in un delicatissimo passag-



CLEMENT INBONA
fund manager
La Financiere de l'Echiquier



La Bce (...) non si affida a modelli previsionali per anticipare la traiettoria economica dell'Eurozona, ma basa il suo approccio sui dati, per definizione osservati e, quindi, retrospettivi e non prospettici. È come se un automobilista guidasse concentrandosi sullo specchietto retrovisore e non sul parabrezza, una pratica in teoria pericolosa



gio strutturale non è di per sé una buona cosa, anche se, dall'altra parte, non si può non apprezzare il fatto che la vitalità continentale si è allargata a diverse realtà e a un più ampio numero di settori.

SCELTE DIFFICILI PER LA BCE

Il risultato di tutti questi cambiamenti è che non è irragionevole sperare in qual-



che dato migliore dell'attuale consensus nel prossimo futuro. **Álvaro Santamarín**, chief economist di **Amchro Is**, ad esempio, sostiene: «Nell'Eurozona, non saremmo affatto sorpresi se l'attività rimbalzasse a partire dal primo trimestre, fino a raggiungere tassi di crescita superiori all'1% per l'intero anno. Nonostante la persistente debolezza dei dati tedeschi, l'attività economica nell'Eurozona inizia a mostrare segni di miglioramento: la fiducia dei consumatori è in leggera ripresa; le condizioni del credito tendono a stabilizzarsi; la disoccupazione continua a toccare nuovi minimi storici; il settore dei servizi lancia segnali di ripresa. Inoltre, il costo del lavoro nell'area euro manifesta indizi di moderazione, confermando che, al momento, i rischi di spirali salariali veramente dannose sono molto bassi».

UN BLOCCO AUTONOMO

Oggi, dunque, il pericolo maggiore non è più la frattura fra core nordico-germanico e paesi latini e balcanici del Sud, oltre che di restare impantanati in politiche fiscali semiaustere. L'ultimo lustro, da questo punto di vista, ha portato importanti novità che hanno aiutato moltissimo ad alimentare il motore endogeno dell'U-

nione. L'Europa, dunque, sembra entrata anch'essa nell'era della post-globalizzazione, andando a costituire (insieme a Cina e Stati Uniti), un blocco relativamente autonomo. L'incognita maggiore va probabilmente ricercata nell'atteggiamento della Bce, che sta mostrando una certa difficoltà a leggere un quadro al quale probabilmente non è abituata.

Clement Inbona, fund manager di **La Financiere de l'Echiquier**, ricorda che adottare decisioni di politica monetaria flessibili in base ai risultati macro, che di per sé è tutt'altro che una scelta stupida, può non essere l'ideale nello scenario presente: «Data dependent è un'espressione ribadita più e più volte da quando, per la prima volta, Christine Lagarde la pronunciò il 3 febbraio 2022. In occasione della conferenza stampa del 7 marzo, è tornata a ripeterla per ben cinque volte, in modo da descrivere l'approccio adottato dalla Banca Centrale Europea per condurre la sua politica monetaria. La Bce, in altri termini, non si affida a modelli previsionali per anticipare la traiettoria economica dell'Eurozona, ma basa il suo approccio sui dati, per definizione osservati e, quindi, retrospettivi e non prospettici. È come se un automobilista guidasse concentrandosi sullo spec-

chietto retrovisore e non sul parabrezza, una pratica in teoria pericolosa».

IL CICLO PUÒ MUTARE

Sostanzialmente, il rischio è che Francoforte finisca per sopravvalutare la resilienza di un sistema da tempo immemore disabituato a tassi reali positivi. Infatti, questi anni hanno insegnato che il ciclo può mutare rapidamente e in direzioni imprevedibili. Finora, politiche fiscali relativamente generose e una forte richiesta di manodopera in alcuni settori hanno compensato le difficoltà della parte a maggiore beta dell'apparato produttivo europeo. Vale però la pena a questo punto riportare il monito di **Anita Patel**, investment director di **Capital Group**: «Nonostante le sfide economiche di breve periodo per l'area, la resilienza dei mercati del lavoro dovrebbe contribuire a sostenere la spesa al consumo. In un quadro che mostra un aumento della cautela sulle prospettive per la crescita e il rischio latente di una crisi più grave nei mercati creditizi, le famiglie hanno privilegiato un rafforzamento dei propri bilanci a un aumento della spesa. Il possibile esaurimento dei risparmi da parte delle persone può tuttavia portare a una moderazione dei consumi, specialmente in Germania e Francia, dove il tasso di risparmio rimane relativamente elevato. L'effetto positivo sui redditi reali di un calo dell'inflazione primaria potrebbe aiutare l'area a evitare una flessione più grave».

ECONOMIE MORIGERATE

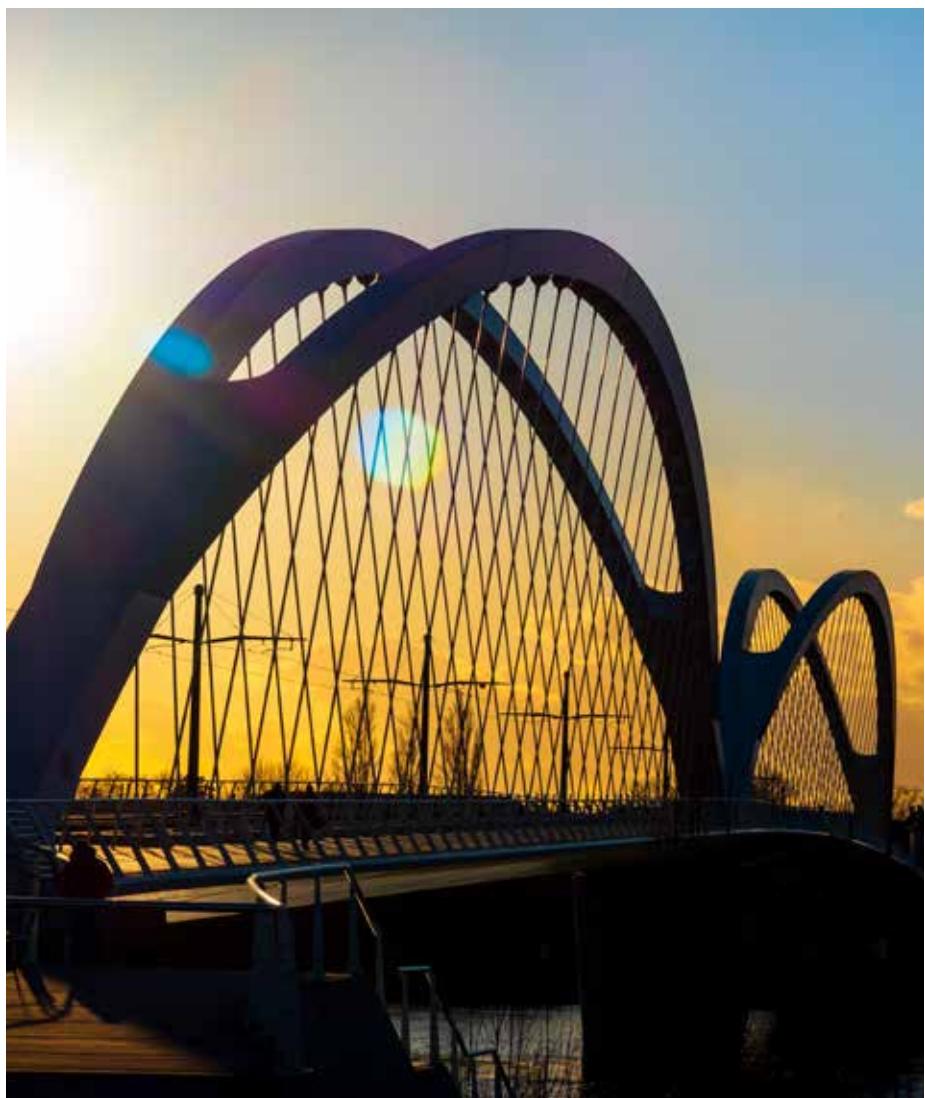
In pratica, occhio a sopravvalutare la capacità e la propensione al consumo di economie che, comunque, rimangono, come stile di vita, molto più morigerate rispetto agli Stati Uniti e a diverse realtà asiatiche. Il rischio è che la morsa dell'elevato costo del denaro porti a un deterioramento della qualità del credito, come è già successo in diverse aree in America, senza però una similare tenuta delle spese delle famiglie. Non siamo più, dunque, nell'era della Grande stagnazione e della dipendenza ossessiva dal commercio estero, ma non siamo neppure entrati in un ciclo di boom endogeno. Un insieme pieno di contraddizioni e instabilità, ma anche di temi promettenti, che in molti casi le aziende europee stanno cavalcando in maniera molto interessante: nei prossimi paragrafi si vedranno i contorni di questo cambiamento.



Il possibile esaurimento dei risparmi da parte delle persone può tuttavia portare a una moderazione dei consumi, specialmente in Germania e Francia, dove il tasso di risparmio rimane relativamente elevato. L'effetto positivo sui redditi reali di un calo dell'inflazione primaria potrebbe aiutare l'area a evitare una flessione più grave



ANITA PATEL
investment director
Capital Group



UN'EUROPA VITALE ANCHE FUORI DALL'EXPORT

Oltre gli stereotipi

Le borse europee sono state per anni vittima dello stereotipo che, vista la composizione settoriale altamente ciclica dei loro indici, erano poco esposte agli effetti dirompenti della tecnologia. Per questa ragione sono state sempre percepite agli antipodi degli Stati Uniti. Tuttavia, l'abbandono da parte dell'Unione delle politiche di austerità durante la pandemia ha probabilmente sostenuto la sovrapreformance dell'indice Msci-Europa rispetto alle capitalizzazioni minori e all'Asia. A ciò hanno contribuito diversi fattori: i beni di consumo discrezionali e i finanziari hanno beneficiato della combinazione di una maggiore efficienza aziendale e della discreta domanda dei consumatori locali, mentre settori di per sé difensivi, come il farmaceutico, hanno saputo puntare sull'innovazione. In termini di valutazione, oggi il divario tra mercato americano e quello europeo, se misurato utilizzando il P/E forward, è intorno al 33%, il massimo storico, non ascrivibile solo al rialzo dei "magnifici sette"

Il mercato azionario europeo per lunghi anni ha sofferto di una serie di stereotipi di cui fa tuttora fatica a liberarsi. Essenzialmente, l'idea di fondo è che i listini principali del continente siano dominati da titoli finanziari, gruppi energetici e produttori di beni di consumo (discrezionali e di base): un mix altamente ciclico e poco esposto ai temi dirompenti della tecnologia. Nel corso

della seconda metà dello scorso decennio, a dominare l'interesse degli investitori nell'equity europeo era soprattutto l'insieme delle small e mid-cap. Nell'alveo di questa definizione era possibile, infatti, trovare imprese manifatturiere molto avanzate, dotate di vantaggi competitivi tuttora quasi irraggiungibili, ma comunque legate all'andamento dell'industria globale. Il Vecchio continente si posizionava, dunque, agli antipodi degli Stati Uniti, forti di una grande quantità di mega-cap tecnologiche, ma anche rispetto alla Cina. Quest'ultima nella stessa era ha visto anch'essa un'ascesa notevole dei grandi gruppi legati all'economia di internet e al decollo del consumo interno.

L'Europa ha subito, però, profondi mutamenti nell'era del Covid e negli anni delle successive riaperture. In questo periodo, è stata abbandonata (o quasi) la politica di austerità fiscale del decennio post-crisi e ciò si è traslato in una sovrapreformance dell'Msci Europe (è il benchmark che raccoglie le blue chip continentali) rispetto alle capitalizzazioni minori e all'Asia. Nel quinquennio terminato a fine febbraio 2024, infatti, il total return annuale di questo indice è stato +7,95% a fronte del +5,48% dell'Msci Smid e del +2,10% del Msci Asia ex Japan. In particolare, se esprimiamo le percentuali sempre in divisa statunitense, l'anno passato l'azionario del nostro continente ha registrato un rendimento intorno a +16%. Si tratta di un dato appena inferiore al +17% del Giappone, considerato una delle star dei mercati nel 2023. A contribuire a questa rinascita borsistica delle imprese di grandi dimensioni sono stati diversi compatti guidati da fattori eterogenei.

VECCHI, MA ANCORA DINAMICI

Sostanzialmente, i beni di consumo discrezionali e i finanziari hanno beneficiato della combinazione di una maggiore efficienza aziendale e di una discreta domanda dei consumatori locali. Dall'altra parte, diversi gruppi, anche in settori di per sé difensivi come il farmaceutico, hanno saputo puntare sull'innovazione, riuscendo a costruire driver strutturali a sostegno della propria crescita. In pratica, anche da questo lato dell'Atlantico, è emerso un consistente nocciuolo di titoli growth. Un'Europa oggi, dunque, un poco più americana, che mantiene, però, caratteristiche proprie decisamente inte-





L'Europa sta attraversando una fase di recessione economica, ma le aziende di alta qualità e di lungo corso, note come "perennial performer", possono ora mostrare la propria forza (...) Lontano dal ritmo veloce e frenetico dei mercati azionari odierni, ci sono, però, imprese consolidate, alcune delle quali esistono da più di 100 anni. Hanno superato con successo le guerre mondiali, le recessioni e la rivoluzione digitale e ancora oggi sono in costante crescita. Questi "endurance runner" o società "maratonete" hanno ripetutamente dimostrato la propria capacità di uscire indenni dalle crisi o di reinventarsi per diversi decenni



ALISTAIR WITTET
gestore del fondo
Comgest Growth Europe
Comgest



ressanti. Queste ultime sono ben riassunte da **Anita Patel**, investment director di **Capital Group**: «Le prime 10 società che costituiscono l'indice Msci Europe hanno subito notevoli cambiamenti nell'ultimo decennio. Oggi variano per settore e segmento e appaiono molto diverse dalle aziende cicliche che in passato simboleggiavano l'opportunità d'investimento rappresentata dall'Europa. Tra le caratteristiche principali di alcune delle imprese continentali di maggiori dimensioni vi sono flussi di ricavi globali, una crescita degli utili stabile e robusta, bilanci in buona salute e dividendi in crescita. Si tratta di gruppi che, storicamente, hanno spesso evidenziato un certo grado di difensività in periodi di incertezza».

UNA LUNGA STORIA ALLE SPALLE

Il Vecchio continente non ha portato alla ribalta negli ultimi decenni nuovi colossi sorti dal nulla: in molti casi, però, si è assistito a un'intensa internazionalizzazione dei protagonisti dell'economia locale, che sono diventati giganti diversificati in ogni angolo del pianeta, e allo sviluppo di nuovi prodotti e servizi al loro interno. Di conseguenza, come ricorda **Alistair Wittet**, gestore del fondo Comgest Growth

Europe di **Comgest**, gli investitori possono oggi contare su un nucleo di società dinamiche e avanzate e, al contempo, con la capacità di navigare in diversi scenari, fattore conferito da una lunga storia alle spalle: «L'Europa sta attraversando una fase di recessione economica, ma le aziende di alta qualità e di lungo corso, note come "perennial performer", possono ora mostrare la propria forza. Le prospettive per le imprese di questa sponda atlantica sono incerte, dato che l'Europa sta vivendo una fase di recessione economica e, nelle ultime settimane, molti operatori di mercato hanno reagito in modo nervoso o addirittura euforico a ogni segnale che prometteva un imminente cambiamento del regime dei tassi di interesse. Tuttavia, anche se le banche centrali ripristineranno una politica di ribasso dei saggi, è probabile che i tassi di interesse rimarranno a un livello più alto. Ciò significa che i modelli di business con un'elevata leva finanziaria continueranno a essere sotto pressione. A ciò si aggiunge la minaccia di un rallentamento dell'economia, con incertezze sugli utili e sui margini. Lontano dal ritmo veloce e frenetico dei mercati azionari odierni, ci sono, però, aziende consolidate, alcune delle quali esistono da più di 100 anni. Hanno superato

con successo le guerre mondiali, le recessioni e la rivoluzione digitale e ancora oggi sono in costante crescita. Questi "endurance runner" o società "maratonete" hanno ripetutamente dimostrato la propria capacità di uscire indenni dalle crisi o di reinventarsi per diversi decenni».

UN MAGGIORE EQUILIBRIO

Queste perle fanno immediatamente pensare alle cosiddette Granolas, acronimo che di recente ha conquistato popolarità per indicare un insieme di 11 large cap europee dal profilo quality growth. Come si vedrà in seguito entrando nel dettaglio, nessuno di questi protagonisti è sorto nell'era di internet. Inoltre, non si può dimenticare il fatto che in questo spicchio del pianeta gli investitori non hanno dimenticato alcune regole base della costruzione di un portafoglio equity. Fuor di metafora, le valutazioni delle Granolas rimangono meno estreme rispetto ai "magnifici sette" americani. I listini europei, inoltre, non hanno sperimentato la inusitata dispersione dei rendimenti d'oltre oceano, come ricorda ancora Anita Patel: «Per farsi un'idea della concentrazione del mercato statunitense, esaminando il contributo dei primi 10 titoli azionari nell'indice per capitalizzazione a fine novembre, dall'inizio dell'anno a quel momento questo piccolo gruppo ha fornito un contributo al rendimento complessivo dell'S&P 500 del 77%, pur costituendo solo il 33% della relativa ponderazione. In Europa, invece, i primi 10 titoli del Msci Europe rappresentato circa il 22% del benchmark, ma hanno offerto un apporto pari a un più comisurato 24% al rendimento complessivo dell'indice nel corso dell'anno».

A METÀ STRADA TRA USA E CINA

A fronte di questi elementi, non sorprende scoprire che oggi il divario in termini di valutazioni, se misurate utilizzando il P/E forward, sia intorno al 33%, il massimo storico. Va detto, peraltro, che tale gap non è stato provocato solo dai corsi estremi dei "magnifici sette". In generale, infatti, le società statunitensi scambiano a multipli superiori rispetto ai concorrenti situati in questo lato dell'Atlantico. Di conseguenza, è possibile costruire in Europa un portafoglio equity forse con minori opportunità di alti rendimenti, ma anche più equilibrato rispetto ad altre zone del mondo. Sostanzialmente, un giusto mezzo fra le grandi innovazioni costantemente ai confini della bolla degli Stati Uniti e la iper-crescita asiatica piagata da enormi punti di domanda in termini di governance e rischi geopolitici.

UN'EUROPA VITALE ANCHE FUORI DALL'EXPORT

I magnifici 11

Anche in Europa si è sviluppata la tendenza a creare delle etichette per identificare una determinata tipologia di titoli. È il caso delle cosiddette Granolas, acronimo che deriva dalle iniziali di 11 aziende (Gsk, Roche, Asml, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, l'Oréal, Lvmh, AstraZeneca, Sap e Sanofi) caratterizzate da un profilo growth e una posizione dominante. Si tratta di gruppi contraddistinti da una lunga storia, spesso anche in compatti difensivi, che hanno saputo reinventarsi sviluppando nuovi prodotti e servizi e aggredendo i mercati globali. I fattori che alimentano i corsi degli 11 protagonisti sono fortemente differenziati, ma una caratteristica comune è che rappresentano una sorta di safe haven. Queste azioni tendono generalmente a sovrapassare soprattutto in uno scenario di bassa crescita economica e, di conseguenza, una forte riaccelerazione dell'attività in Europa potrebbe mettere sotto pressione la loro leadership

Il mondo della finanza tende continuamente a creare nuove etichette, in alcuni casi per pure esigenze di marketing. A volte, però, queste definizioni immaginifiche diventano incredibilmente popolari, perché rispondono a una necessità reale da parte degli investitori. Basti pensare alle Faang

prima e ai "magnifici sette" oggi negli Usa, sui quali si sono concentrate forti attenzioni da parte degli investitori. Una tendenza abbastanza simile si è sviluppata anche in Europa con le cosiddette Granolas, acronimo che deriva dalle iniziali di 11 aziende (Gsk, Roche, Asml, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, l'Oréal, Lvmh, AstraZeneca, Sap e Sanofi) caratterizzate da un profilo growth e da una posizione dominante. Una breve scorsa alla lista dei nomi riportati rende evidente che si tratta di un insieme decisamente eterogeneo, che va dai beni di consumo discrezionali, a quelli di largo consumo fino al lusso per arrivare alla tecnologia e a una forte presenza farmaceutica. Un elemento importante da sottolineare è che nessuna di queste aziende è sorta recentemente: il colosso dei macchinari per i semiconduttori Asml è infatti la società con il track record più breve alle spalle, essendo stata fondata nel 1984.

LUNGHISSIMA STORIA

Non a caso è stato evidenziato da molti analisti che uno dei punti di forza dei listini continentali è la presenza di gruppi dalla lunghissima storia, spesso anche in compatti difensivi, che, però, hanno saputo reinventarsi sviluppando nuovi prodotti e servizi e aggredendo i mercati globali. A questo punto sorgono spontanee due domande: ha un senso investire nell'interesse di questo sottosieme di nomi? E, soprattutto, continueranno a sovrapassare come nel recente passato? Al proposito appare interessante il ragionamento di **Stefano Ghiro**, direc-



A differenza della forte concentrazione sulla tecnologia che si verifica in America, i cosiddetti Granolas rappresentano un gruppo più diversificato, perché includono non solo titoli tech, ma anche farmaceutici, consumer staple e lusso



STEFANO GHIRO
director,
senior portfolio manager
Allianz Global Investors

tor, senior portfolio manager di **Allianz Global Investors**: «A differenza della forte concentrazione sulla tecnologia che si verifica in America, i cosiddetti Granolas rappresentano un gruppo più diversificato, perché includono non solo titoli tech, ma anche farmaceutici, consumer staple e lusso. In ogni caso è importante ricordare che questi 11 rimangono soprattutto un concetto di marketing e che, in realtà, spesso le loro strategie, i loro fondamentali e le sfide settoriali tendono a divergere. Per noi è importante mantenere un approccio selettivo, privilegiando società con crescite sostenibili di lungo termine, focalizzate su innovazione, generazione di cassa e resilienza del modello di business. È chiaro, comunque, che queste azioni tendono generalmente a sovraperformare soprattutto in uno scenario di bassa crescita economica e, di conseguenza, una forte riaccelerazione dell'attività in Europa potrebbe mettere sotto pressione la loro leadership».

UN SAFE HAVEN

In questa analisi sono contenuti molti spunti decisivi per costruire un portafoglio sull'azionario europeo a causa dell'incerto futuro. In pratica, la risposta al primo dei due quesiti (conviene ancora investire sull'intero gruppo?) rimane piuttosto ambigua, dato che i driver che sostengono questi 11 protagonisti sono fortemente differenziati. Dall'altra parte, l'origine della preferenza da

parte degli investitori non è molto dissimile rispetto a quanto successo per i "magnifici sette" negli Stati Uniti. Come ricorda ancora Stefano Ghiro, essi rappresentano una sorta di safe haven della crescita in un mondo pieno di minacce e con nubi molto scure che si addensano.

La seconda domanda, pertanto, cioè se continuerà la sovrapreformance, può portare a un sì o a un no (o quanto meno a un forse) a seconda di quale sia la view del singolo investitore sulle prospettive della componente domestica dell'economia europea. Chi preferisce concentrarsi sui segnali positivi tende a ritenere che una dispersione della liquidità su un paniere più ampio di azioni rappresenti una possibilità concreta. In quest'ultimo campo sembra collocarsi

Nicolas Wylenzek, macro strategist di **Wellington Management**: «I Granolas sono tra i titoli più liquidi, rinomati e di alta qualità in Europa. Tali caratteristiche li rendono particolarmente interessanti per gli investitori stranieri, conferendo loro un vantaggio strutturale rispetto agli omologhi europei. Questo fatto è particolarmente vero nei periodi di incertezza economica, come quelli cui abbiamo assistito negli ultimi due anni. Tuttavia, prevedo una ripresa della domanda interna continentale e dell'attività economica nel breve termine, il che dovrebbe portare a un incremento delle possibili scelte. In questo contesto, trovo particolarmente interessanti le aree con

una forte ciclicità interna, come, ad esempio, il settore dei viaggi e leisure o i servizi alle imprese, e sarei incline a ponderare le Granolas in modo proporzionale. Nonostante ciò, non sottopeserei queste 11 azioni, data la loro strutturale superiorità. Se la mia view sull'economia europea dovesse diventare più cauta, sarei propenso a sovrappesarle».

LONTANE DALLA BOLLA

Inoltre, in questo lato del pianeta, soprattutto a livello istituzionale, vige in generale un approccio decisamente meno propenso al rischio, con una minore quota allocata in equity e per di più distribuita rispettando maggiormente i principi di diversificazione. Pertanto, è difficile pensare allo sviluppo di vere e autentiche manie come in America. Inoltre, va specificato anche che le Granolas sono sì eccellenti aziende, ma le loro prospettive di aumento dei profitti sono inferiori rispetto ai titani dell'economia digitale. Dall'altra parte, ciò ha fatto sì che le valutazioni rimanessero nell'ambito del plausibile.

Pertanto, vi sono anche ottime ragioni per continuare a sovrappesarre questi magnifici

11. Fabio Di Giansante, head of large-cap european equity di **Amundi**, porta all'attenzione proprio il loro profilo growth a prezzi ragionevoli: «Se osserviamo le cosiddette azioni Granolas in Europa e le confrontiamo con i "magnifici sette" negli Stati Uniti, il primo punto da notare è che le aziende europee sono più diversificate e rappresentano una fetta più ampia del mercato azionario della regione. Mentre il corrispettivo statunitense ha un peso molto elevato nel settore tecnologico, i nomi europei coprono un segmento più ampio. Queste ultime società hanno in comune una forte crescita degli utili e la capacità di generare margini: sono fattori che contribuiscono a spiegare le loro valutazioni, che sono sicuramente più convenienti rispetto alle controparti statunitensi. Considerando la maggiore diversificazione e le valutazioni meno elevate, non ci aspettiamo una forte rotazione».

In definitiva, il termine Granolas sarà pure un'etichetta creata dal marketing finanziario, ma l'eterogeneità dei componenti permette di coprire una buona fetta dei principali e più promettenti trend economici planetari. Il tutto a multipli ancora collocati nell'alveo della sanità mentale.

UN'EUROPA VITALE ANCHE FUORI DALL'EXPORT

Una regione meno nordica

Nel Vecchio continente, da molto tempo, non si registra una grande crescita dei consumi. Tuttavia, nell'ultimo biennio si è assistito a buoni risultati da parte di alcuni segmenti che, uniti al decente andamento del Sud Europa, nonostante la crisi tedesca, offrono spazio per un certo ottimismo. A riequilibrare l'andamento di core e periferia ha influito non poco una politica fiscale che ha cambiato passo rispetto a un decennio fa. Inoltre, come nel resto del pianeta, anche in Europa stanno emergendo nuovi stili di vita, caratterizzati da una sempre maggiore prevalenza delle spese dei privati in servizi piuttosto che in oggetti: è un trend che potenzialmente è destinato a crescere nel futuro

Qualsiasi analisi sulle possibilità di investire su trend incentrati sulla domanda domestica europea deve tenere presente un elemento di fondo: da questo lato dell'Atlantico, da tempo immemorabile, non si registra una grande crescita dei consumi. Il post-pandemia non ha fatto certo eccezione, come ricorda **Nicolas Wylenzek**, macro strategist di **Wellington Management**: «Rispetto agli Stati Uniti,

la domanda interna europea nel periodo post-Covid è stata debole. Questo fatto è evidente da una serie di indicatori: ad esempio, i nuovi ordini registrati dall'indice Pmi manifatturiero sono stati in territorio negativo per quasi due anni, mentre le vendite al dettaglio reali sono solo il 2% al di sopra del livello registrato prima della pandemia, rispetto al +12% negli Usa». Infatti, quando si parla di sorprese positive nell'ultimo biennio, bisogna inquadrare queste affermazioni in un contesto relativo: a fronte, infatti, della situazione da tregenda che sembrava profilarsi nella seconda metà del 2022, i numeri robusti di alcuni segmenti e il decente andamento del Sud Europa, nonostante la crisi tedesca, offrono valide ragioni per un certo ottimismo.

SALARI IN CRESCITA

Soprattutto perché, sempre secondo Wylenzek, queste tendenze dovrebbero continuare a espandersi nei prossimi trimestri: «Tuttavia, sono ottimista sulla ripresa della domanda interna nel breve termine, soprattutto nelle regioni periferiche. In primo luogo, la crescita salariale reale è ora chiaramente positiva, il che dovrebbe sostenerne la fiducia dei consumatori. In secondo luogo, le condizioni finanziarie hanno iniziato a migliorare, indicando una ripresa del momentum economico. Infine, dovremmo



Al momento, la domanda aggregata dell'area euro resta debole a causa del rallentamento economico di alcuni importanti partner commerciali, tra i quali la Cina. Questo fatto ha portato a un effetto speculare nelle economie del Vecchio continente focalizzate sulle esportazioni, come la Germania, appesantite anche dagli effetti della politica monetaria restrittiva della Bce



GIACOMO CALEF
country head Italia
Ns Partners



cominciare a sentire l'impatto positivo del piano NextGenEu dell'Ue, soprattutto in Spagna e Italia». Come si è visto, è probabile che, a fronte di una ripresa economica, gli investitori potrebbero guardare oltre il gruppo delle Granolas. Non appare dunque incredibile che i listini delle nazioni mediterranee continuino a ben performare, sull'onda di un'Eurozona meno germano-centrica e meno dipendente dalla manifattura.

Ad esempio, in questa direzione si muovono le scelte di **Giacomo Calef**, country head Italia di **Ns Partners**: «Al momento, la domanda aggregata dell'area euro resta debole a causa del rallentamento economico di alcuni importanti partner commerciali, tra i quali la Cina. Questo fatto ha portato a un effetto speculare nelle economie del Vecchio continente focalizzate sulle esportazioni, come la Germania, appesantite an-

che dagli effetti della politica monetaria restrittiva della Bce. Paradossalmente, i paesi del Sud Europa (Italia e Spagna) stanno reggendo meglio delle classiche economie trainanti, come Francia e Germania, riflettendo opportunità di investimento più interessanti».

SEMPRE PIÙ SERVIZI

Sicuramente, a riequilibrare l'andamento di core e periferia ha influito non poco una politica fiscale che, per quanto non generosa come quella statunitense, ha cambiato passo rispetto a un decennio fa. Al contempo, però, in quasi tutto il pianeta stanno emergendo anche nuovi stili di vita, caratterizzati da una sempre maggiore prevalenza delle spese dei privati in servizi piuttosto che in oggetti. In particolare, ciò si è tradotto in un'esplosione del turismo che porta anche **Stefano Ghiro**, director, senior portfolio manager di **Allianz Global Investors**, a puntare sulla Spagna: «In generale, il settore dei beni di consumo, sia di base, sia discrezionali, non appare tra i nostri favoriti. Sebbene il reddito reale disponibile delle famiglie possa crescere grazie a un calo dell'inflazione, il pricing power e i livelli di marginalità di molte aziende potrebbero essere messi sotto pressione. Nutriamo anche qualche perplessità su società con forte esposizione ai consumi americani e cinesi, che nel corso dei prossimi trimestri potrebbero





LOUISE DUDLEY
portfolio manager
for global equities
Federated Hermes



Le nostre scelte si rivolgono a grandi aziende che hanno conseguito risultati nell'aggiustare le proprie catene di fornitura per evitare colli di bottiglia e pressioni sui margini



avere qualche contraccolpo. Però, in ambito europeo, ci aspettiamo che i titoli spagnoli, grazie anche alla forza del turismo, possano fornire buone indicazioni».

ALLA RICERCA DI AUTONOMIA

Le parole di Ghiro, inoltre, introducono un altro tema, probabilmente ancora in nuce, ma che è destinato ad assumere un'importanza crescente in futuro. Per meglio inquadrare l'argomento vale la pena lasciare spazio a due ulteriori interventi, il primo è di **Louise Dudley**, portfolio manager for global equities di **Federated Hermes**: «Preferiamo gruppi che operano nei servizi, dove la domanda rimane robusta e l'inflazione è stata passata ai clienti. Inoltre, le nostre scelte si rivolgono a grandi



Dal nostro punto di vista, un'Europa più autonoma sta diventando realtà, con numerosi progetti già in atto, che mirano a potenziare l'autosufficienza dell'area in settori quali la difesa, la sanità o la tecnologia



CHRISTIAN DE ROUALLE
equity fund manager
Tikehau Capital

aziende che hanno conseguito risultati nell'aggiustare le proprie catene di fornitura per evitare colli di bottiglia e pressioni sui margini». A queste parole fa seguito il ragionamento di **Christian de Roualle**, equity fund manager di **Tikehau Capital**: «A differenza degli Stati Uniti, lo slancio economico dell'Europa sembra essersi indebolito, con il Pil piatto e Pmi in calo. Vediamo, però, alcune opportunità nella regione. Una di queste è esporsi al desiderio del continente di emergere come area sovrana, un megatrend in crescita, che dovrebbe generare valore per investitori di lungo termine, pazienti come noi. Dal nostro punto di vista, un'Europa più autonoma sta diventando realtà, con numerosi progetti già in atto, che mirano a potenziare l'autosufficienza dell'area in settori quali la difesa, la sanità o la tecnologia».

I NUOVI FUTURI GIGANTI

Come si può intuire, dunque, anche gli apparati produttivi della nostra regione, pur non rinunciando ad aggredire i mercati globali, stanno attrezzandosi per cavalcare la nuova ondata di deglobalizzazione. L'Europa, infatti, per decenni è stata l'interprete più pura, insieme alle potenze industriali gravitanti intorno alla Cina, di un paradigma incentrato su un flusso sempre maggiore di commercio internazionale e su un'estrema specializzazione produttiva per aree geografiche. Questo approccio è ormai saltato per aria e, come dimostrato dalle difficoltà tedesche, lasciarlo alle spalle non sarà né semplice né rapido. Al tempo stesso, però, si tratta di un'opportunità epocale per investire sui giganti di una nuova Europa.



Un ampio spettro di diversificazione

Nonostante non sia attesa una profonda recessione in Europa, rimane la possibilità, vista la peculiarità delle economie del continente, che vi sia un rapido deterioramento macro. Per questa ragione è consigliabile cautela nelle decisioni di asset allocation, magari sottopesando le aziende più cicliche a favore dei titoli growth e del settore del lusso. In merito a questi ultimi, tuttavia, è opportuno tenere in considerazione le valutazioni, che non sono certamente contenute. Un'altra possibilità è guardare alle società difensive, le cosiddette bond-proxy, che scambiano a multipli più contenuti rispetto alle omologhe americane

Per fortuna, una recessione significativa, in questo momento, non viene ritenuta uno scenario all'ordine del giorno. Detto ciò, le fragilità delle economie europee sono tante e spesso tendono rapidamente a combinarsi, generando inaspettate fasi di deterioramento macroeconomico. Di conseguenza, un minimo di cautela nelle scelte di asset allocation non guasta. Nello specifico,

probabilmente conviene sottopesare i nomi più marcatamente ciclici all'interno dell'equity del Vecchio continente. Questa è, ad esempio, la view di **Marc Halperin**, fund manager european equities di **Edmond de Rothschild Asset Management**, per il quale l'orizzonte immediato non è entusiasmante: «In un quadro in cui la crescita europea è bassa e i risparmi extra, accumulati durante l'era del Covid, vengono esauriti, è probabile che la domanda si raffreddi. Pertanto, sono piuttosto scettico nei confronti dei segmenti, quali l'auto o le vendite al dettaglio, maggiormente dipendenti dal comportamento dei consumatori».

DUE PERCORSI DISTINTI

Al di là di questi accorgimenti, la scelta dei titoli sui quali si dovrebbe puntare, per non rimanere scoperti nel caso di una contrazione, si può sintetizzare essenzialmente in due percorsi distinti. Il primo, anche dalle nostre parti, è scommettere sulla tesi del growth come rifugio sicuro. Questo approccio, ad esempio, è sostenuto da **Mark Denham**, responsabile azionario europeo di **Carmignac**: «Rimaniamo cauti a causa del potenziale impatto dell'indebolimento dei dati economici e societari. Riteniamo che, con il rallentamento della



Riteniamo che gli investitori debbano concentrarsi su società con forti possibilità di crescita strutturale, che trovano il loro ambiente ideale in un contesto di bassa crescita. In Europa, una di queste opportunità è rappresentata dai consumi di fascia elevata, attraverso i titoli del lusso



ZEHRID OSMANI
head of the global long-term unconstrained team
Martin Currie, parte di **Franklin Templeton**



crescita economica, anche l'inflazione diminuirà, portando a un graduale calo dei tassi d'interesse. Nell'attuale contesto vediamo forti opportunità nei titoli growth di qualità, grazie all'attenuazione dei venti

contrari derivanti dall'inflazione e dai tassi elevati e a valutazioni interessanti rispetto al picco del 2020. Questa strategia è presente in tutte le nostre partecipazioni in portafoglio».

LE OPPORTUNITÀ DEL LUSSO

Caratteristiche simili di qualità e prospettive di significativi e strutturali incrementi dei profitti si possono identificare anche nel segmento del lusso, che rappresenta sicuramente uno dei gioielli della corona europea. Molto nette appaiono al riguardo le preferenze di **Zehrid Osmani**, head of the global long-term unconstrained team di **Martin Currie**, parte di **Franklin Templeton**: «Riteniamo che gli investitori debbano concentrarsi su società con forti possibilità di crescita strutturale, che trovano il loro ambiente ideale in un contesto di bassa crescita. In Europa, una di queste opportunità è rappresentata dai consumi di fascia elevata, attraverso i titoli del lusso. La nostra preferenza è per i marchi luxury consolidati, con un forte slancio e un'elevata creatività, che sono più immuni ad alcuni dei venti ciclici contrari che prevediamo nel 2024. Queste azioni hanno registrato una ripresa, trainata dalla resilienza della domanda statunitense e dall'accesso indiretto degli investitori al potenziale di ripresa della Cina. Tra le esposizioni che abbiamo, c'è Ferrari, il produttore italiano di auto sportive, che gode di un elevato riconoscimento del





Ovviamente in Europa ci sono aziende fantastiche che si appoggiano alla forza del proprio marchio e che mostrano un'elevata visibilità del loro portafoglio ordini



MARC HALPERIN
fund manager european equities
Edmond de Rothschild
Asset Management



MORGANE DELLE DONNE
head of investment
strategy Europa
Global X



marchio e di un forte potere di determinazione dei prezzi: ci piace perché funge da punto di riferimento per la fascia di consumatori con reddito elevato. Puntiamo anche su Moncler, leader a livello globale per i piumini super premium, con un forte potenziale nei mercati emergenti attraverso una crescente presenza in Cina. Anche l'Oréal, in qualità di leader nel segmento dei cosmetici, è un titolo che dovrebbe dimostrarsi difensivo in un contesto più recessivo, dato il suo segmento di mercato "lusso accessibile"».

VALUTAZIONI NELLO SPAZIO

La questione delle valutazioni, però, in una nicchia come quella appena descritta, non è facilmente ignorabile: nella sostanza essa rappresenta il classico dilemma del bicchiere mezzo vuoto o mezzo pieno. È vero che siamo significativamente lontani dai picchi storici e dalle metriche elevatissime delle star dell'azionario statunitense, ma è altrettanto fuori discussione che i multipli attuali poggiano su previsioni piuttosto ottimistiche. Interessante, al proposito, il commento di Mark Halperin sul lusso: «Ovviamente in Europa ci sono aziende fantastiche che si appoggiano alla forza del proprio marchio e che mostrano un'elevata visibilità del loro portafoglio ordini. Molti di questi titoli si trovano, come Hermes e Ferrari, nel campo del lusso. Sfortunatamente, hanno raggiunto un livello di valutazione

che non lascia spazio ad alcuna delusione».

Un secondo percorso nell'equity europeo è optare per una strategia completamente opposta a quanto visto finora e rivolgersi agli ambiti tradizionalmente difensivi. Anche in questo campo il Vecchio continente offre una pletora di opportunità da non ignorare. Ciò anche perché, come ricorda **Morgane delle Donne**, head of investment strategy Europa di **Global X**, queste società (a volte sono definite come bond-proxy) scambiano a multipli decisamente più contenuti rispetto all'equivalente americano: «A mio avviso, è difficile che la Bce cominci a tagliare i tassi prima della Fed. Le probabilità che si ricavano dall'Ois indicano come data più verosimile dell'inizio del ribasso del costo del denaro da parte della Banca Centrale Europea il prossimo giugno, in allineamento dunque con la Fed. Però con l'aumentare del grado di deterioramento economico di Francia e Germania, crescono anche le probabilità di assistere a una sforbiciata a sorpresa da parte di Francoforte. Ciò rende il mercato azionario europeo soggetto alla volatilità di breve periodo. Di conseguenza è bene mantenere un approccio difensivo per quanto riguarda l'equity continentale, sovrappesando le società storicamente caratterizzate da minore volatilità ed elevati dividendi. Esse, infatti, sono relativamente meno

È bene mantenere un approccio difensivo per quanto riguarda l'equity continentale, sovrappesando le società storicamente caratterizzate da minore volatilità ed elevati dividendi. Esse, infatti, sono relativamente meno care rispetto a gruppi simili negli Stati Uniti



care rispetto a gruppi simili negli Stati Uniti».

L'elemento interessante che si può evincere dai ragionamenti riportati è che nei listini europei è possibile muoversi lungo un elevato spettro di diversificazione rimanendo al di fuori della soglia della bolla anche nei segmenti più popolari presso gli investitori. Sicuramente, si tratta di un cuscinetto di sicurezza non irrilevante in caso di un inaspettato deterioramento macro.

UN'EUROPA VITALE ANCHE FUORI DALL'EXPORT

I campioncini dell'hi tech

A differenza degli Stati Uniti, la tecnologia non ha un peso così rilevante nell'azionario europeo: anche all'interno delle già citate Granolas sono presenti solo Asml e Sap, due colossi dell'It globale. Tuttavia, nel mercato si riscontrano realtà di nicchia molto vivaci che mostrano potenzialità di crescita futura. L'equity continentale ha trovato per lungo tempo nell'ambito delle capitalizzazioni minori una sua parte vitale e non è da escludere che anche questa volta ciò possa accadere in ambito tecnologico, dove è possibile trovare alternative interessanti alle mega-cap di oltre oceano

Normalmente la tecnologia non è il primo concetto che viene in mente quando si pensa all'azionario europeo. In effetti, se andiamo a osservare qualche dato riportato da **Donny Kranson**, portfolio manager di **Vontobel Quality Growth**, lo stereotipo non appare infondato: «Nell'indice S&P 500, il settore It rappresenta il 30%, benché escluda aziende come Amazon, Google e Meta. Al contrario, l'It rappresenta solo l'8% dell'Msci Europe. Dal punto di vista del benchmark, l'Europa è molto meno tecnologica». Sarebbe però sbagliato liquidare il nostro continente come un territorio essenzialmente ai margini dell'era digitale e

che vive solo su lusso, turismo e manifattura di precisione. In realtà, nelle ormai celebri Granolas sono presenti due colossi dell'It. Oltre a questi due pilastri, si muovono, però, varie nicchie dall'altissimo potenziale che mostrano una sorprendente vitalità in Europa.

Interessanti, al riguardo, appaiono le scelte di **Mark Denham**, responsabile azionario europeo di **Carmignac**: «Pensiamo che si tratti di una concezione errata: l'Europa ha molti nomi che sono leader nel settore It: Asml ha una grande forza nel proprio comparto e beneficerà chiaramente della crescita dell'intelligenza artificiale. Lo stesso vale per Sap. La nostra valutazione di questo segmento è che la selezione dei titoli è fondamentale: è possibile scegliere le azioni giuste all'interno del settore, individuando nomi di alta qualità con un vantaggio competitivo. Adyen, nel fintech, è un leader globale, capace di settare gli standard nello spazio dei processori di pagamento. La società presenta le caratteristiche di un titolo di alta qualità con un forte potenziale di crescita a lungo termine in un settore molto promettente».

ALTERNATIVE INTERESSANTI

In un'era dominata dalle mega-cap d'oltre oceano, tutto sommato anche dalle nostre parti si potrebbe trovare una serie di alternative interessanti. Per lunghi anni lo spicchio più vitale dell'azionario europeo è stato costituito dalle



HYWEL FRANKLIN
head of european equities
Mirabaud Asset Management



In Europa c'è un gran numero di società tecnologiche innovative, che tuttavia tendono a essere più piccole rispetto alle loro omologhe statunitensi. Una grande opportunità per gli investitori al di qua dell'oceano è proprio la sottovalutazione del settore hi tech



no tecnologie di eccellente qualità e presentano ottime opportunità di espansione. Inoltre, le small-cap del Vecchio continente hanno appena affrontato quella relativa underperformance tipica dei periodi di recessione, per poi tornare a crescere. In Europa c'è un gran numero di aziende tecnologiche innovative, che tuttavia tendono a essere più piccole rispetto alle loro omologhe statunitensi. Una grande opportunità per gli investitori al di qua dell'oceano è proprio la sottovalutazione del settore hi tech; sebbene nel Vecchio continente vi siano aziende leader in nicchie all'avanguardia, queste ultime quasi sempre sono scambiate con valutazioni molto più basse rispetto alle loro omologhe del Nord America».

VOCAZIONE INDUSTRIALE

Ogni luogo porta con sé caratteristiche culturali peculiari che tendono magari a trasformarsi e ad adattarsi, ma che permangono a lungo. Nel caso dell'Europa, la vocazione industriale continua a essere molto potente anche quando i propri imprenditori si approcciano a nicchie hyper-growth come l'intelligenza artificiale. Il gigante Asml, fornitore dei macchinari per produrre i chip più avanzati (inclusi quelli per l'Ai) è un esempio sintomatico. **Fabio Di Giansante**, head of large-cap european equity di **Amundi**, ricorda che intorno ai semiconduttori si sta espandendo una filiera europea ancora non così apprezzata dagli investitori: «Se osserviamo i nomi tecnologici europei, il settore manifatturiero è un ambito in cui le aziende locali sono competitive. Ad esempio, nel Vecchio continente ci sono società leader a livello mondiale nella catena di fornitura dei chip. Dunque, in questo settore è possibile individuare alcune opportunità a buon mercato, poiché gli investitori si concentrano principalmente sull'altra sponda dell'Atlantico».

PROFILO DI RISCHIO ALTO

Infine, va però ricordato che queste scelte di investimento inevitabilmente portano a un profilo di rischio non dei più contenuti. In un certo senso il problema è il fatto che, puntando sulle small&mid tecnologiche d'Europa, si va a guadagnare un forte beta nei confronti delle porzioni più volatili del Nasdaq, lontani, tuttavia, dalla solidità dei colossi della rete. Interessante su questo punto è l'analisi di **Marc Halperin**, fund manager european equities di **Edmond de Rothschild Asset Management**: «Parecchie società europee hanno tratto beneficio da tutto il clamore che circonda il comparto tecnologico statu-



FABIO DI GIANSANTE
head of large-cap european
equity
Amundi



Se osserviamo i nomi tecnologici europei, il settore manifatturiero è un ambito in cui le aziende locali sono competitive. Ad esempio, nel Vecchio continente ci sono società leader a livello mondiale nella catena di fornitura dei chip



nitense. Innanzitutto, sicuramente Asml, che rimane il leader indiscusso nella fornitura di macchinari per la fabbricazione di semiconduttori. Il continente può però contare anche su un ampio insieme di realtà promettenti in quest'area, come Aixtron, Asm International o Be Semiconductor. Ma si tratta di azioni molto volatili e altamente correlate al momentum del Nasdaq; pertanto, è bene prestare grande attenzione al punto di entrata». Chissà, dunque, che, nonostante gli alti e bassi, fra una decina d'anni da questo pool di gruppi, oggi non così presenti nei portafogli, non emerga un nuovo titano planetario.

capitalizzazioni minori, ma anche oggi i portafogli basati su small e mid-cap continentali potrebbero trovare una rinnovata vitalità proprio andando a selezionare i nuovi campioncini d'Europa della tecnologia. Di questa tesi, ad esempio, è convinto **Hywel Franklin**, head of european equities di **Mirabaud Asset Management**: «Tra le small-cap europee, riteniamo che vi siano ottime società a valutazioni davvero interessanti, che combinano crescita, valore e qualità, e queste imprese si trovano in diverse nazioni e in diversi settori. Molte, all'interno della loro nicchia, possiedo-

UN'EUROPA VITALE ANCHE FUORI DALL'EXPORT

Finanziari, il boom che non ti aspetti

Il 2023 ha visto le banche europee registrare ottime performance, grazie agli effetti dei rialzi dei tassi che hanno migliorato il margine di interesse degli istituti di credito. Il punto di domanda, ora, è se ci siano ancora le condizioni perché il rally possa continuare, vista l'incertezza che circonda ancora la tempistica dell'inversione della politica monetaria e su come sarà portata avanti

Il sistema finanziario europeo, in particolar modo nella sua componente bancaria, è stato forse uno dei più inattesi vincitori dell'ultimo biennio. Il quadro strutturale è noto: dopo la Grande crisi finanziaria, gli istituti di credito del Vecchio continente sono stati costretti dal regolatore a un processo di rafforzamento patrimoniale notevole. A ciò si è aggiunto l'avvio di sistemi di risk management decisamente rigidi, che hanno anch'essi contribuito a limitare l'espansione degli impegni del sistema. Il quantitative easing e i tassi a zero hanno poi fornito la ciliegina sulla torta di un quadro che, a lungo, è stato definito come perfetto per gli obbligazionisti e pessimo per gli azionisti.

INASPETTATE PERFORMANCE

L'era del rialzo dei tassi ha però portato con sé un inaspettato miglioramento del margine di interesse. Al tempo stesso, non vi è stato il deterioramento macroeconomico tanto temuto, che doveva procurare danni non certo trascurabili a un comparto così ciclico. Di conseguenza, il 2023 ha visto le banche europee fornire ai propri investitori eccellenti e inaspettate performance.

Ma, chiaramente, oggi l'interrogativo è se si possa ancora puntare sul variegato insieme dei servizi finanziari del continente dopo il recente rally. Per quanto riguarda gli istituti bancari, **Giacomo Calef**, country head Italia di **Ns Partners**, spiega qual è la miscela di fattori che potrebbe favorire questo importante segmento dell'equity europeo: «Le aspettative sono positive, perché le banche restano solide e continueranno a macinare profitti anche quest'anno, nonostante il probabile pivot della Bce sui tassi. Infatti, nel nostro scenario di base, i tassi di interesse non scenderan-



no così repentinamente e ciò porterà ad avere ancora elevati livelli di Nii (Net interest income, cioè la differenza tra interessi attivi e passivi) che sosterranno gli utili. Su questo fronte, il comparto italiano è molto avvantaggiato, considerando il peso del settore finanziario non solo all'interno del Ftse Mib, ma pure nel tessuto economico-imprenditoriale del paese. Anche il consolidamento del comparto tramite aggregazioni societarie potrebbe risultare un punto a favore per gli investitori».

I VECCHI PROBLEMI

In pratica, a fronte di dati macro europei decenti, Francoforte potrebbe prendersi un po' più di tempo del previsto prima di cominciare a ridurre il costo del denaro. Di conseguenza, il settore continuerebbe a sfruttare la condizione di "goldilocks" recente in cui i margini sull'attività creditizia rimangono succulenti, senza però un deterioramento degli asset. Dall'altra parte, non è implausibile neppure ipotizzare che la cuccagna recente non sia sostenibile e che, presto o tardi, si tornerà al paradigma che abbiamo conosciuto negli anni 2010. Questa tesi viene sintetizzata da **Christian de Roualle**, equity

fund manager di **Tikehau Capital**: «Il settore finanziario europeo è vasto e altamente regolamentato. Le banche sono cambiate nel corso dell'ultimo decennio e oggi presentano bilanci più solidi, beneficiano di tassi più alti e hanno coefficienti patrimoniali ben al di sopra dei requisiti normativi. Tutto ciò rende il settore interessante dal punto di vista del credito. Tuttavia, sull'azionario restiamo poco inclini a investire nelle banche, date le limitate prospettive di crescita, la natura ciclica e il rapporto di indebitamento finanziario relativamente elevato».

MISCELA NON RASSICURANTE

Gli elementi sopra riportati sono ineguagliabilmente veri. L'Europa è un'area dall'economia in buona parte sclerotica, sovradebitata e spesso tendente ad amplificare i cicli globali. Si tratta di una miscela non particolarmente rassicurante per un classico business di banca commerciale: basti pensare, ad esempio, ai recenti scriccioli che provengono da aree come l'immobiliare commerciale in Germania. Non a caso, negli ultimi anni i colossi continentali si sono spostati sempre più verso un modello fee-based. Non sorprende, dunque, che, proprio

fra le realtà che meglio hanno attuato questa transizione, **Donny Kranson**, portfolio manager di **Vontobel Quality Growth**, veda le migliori possibilità: «Il settore finanziario europeo è stato debole dopo la crisi finanziaria globale, a causa delle sue banche poco performanti, che hanno drasticamente sottoperformato quelle statunitensi. All'interno del settore finanziario più ampio, però, vediamo alcune buone opportunità. Le borse hanno una bassa intensità di capitale, sono meno rischiose e una società come Lse è diventata più un fornitore di dati che una vera e propria società finanziaria. All'interno delle banche, Ubs si è allontanata dalla volatilità dell'investment banking e si è concentrata maggiormente sull'area meno rischiosa della gestione patrimoniale. Dovrebbe inoltre trarre vantaggio dall'acquisto del Credit Suisse a un prezzo interessante e dal rafforzamento delle attività sulle quali intende concentrarsi».

Si ritornerà dunque alla vecchia stagnazione di prima o una nuova alba è cominciata per le banche del Vecchio continente? Difficile oggi dirlo, ma un'esposizione, per le ragioni e nei termini elaborati qui sopra, probabilmente vale la pena mantenerla.

Sull'onda dei tematici

a cura di Pinuccia Parini

Le incertezze sulle prossime mosse delle banche centrali e sull'andamento dell'inflazione e del ciclo economico hanno occupato, nell'ultimo periodo, la mente degli investitori, forse allontanando un po' l'attenzione da alcuni megatrend che tanto avevano attratto negli anni precedenti. Fondi&Sicav rivisita alcuni di questi temi con **Paolo Paschetta**, equity partner, country head Italia di **Pictet Asset Management**.

Si parla così spesso di intelligenza artificiale che sembra sia diventata quasi una moda. Continua a essere un ambito interessante in cui investire?

«L'ultimo trimestre 2023 ha portato con sé dati interessanti e definito il contesto per l'anno. È emersa una tesi chiara, secondo la quale l'intelligenza artificiale (Ai) alimenterà un nuovo ciclo di spese in conto capitale, mentre la transizione tecnologica diventerà il catalizzatore di una robusta generazione di ricavi nel medio termine. A guidare le performance azionarie di inizio 2024 sono state le tecnologie abilitanti, che hanno beneficiato dell'aumento della domanda di chip Ai, mentre la memoria e l'elettronica di consumo stanno entrando

in un ciclo di crescita. L'industria dei semiconduttori rimane al centro dello sviluppo tecnologico, guidata da una domanda potenziale di chip di ultima generazione superiore all'offerta e dall'ottimizzazione dell'inferenza, ovvero la velocità con la quale i modelli di Ai generativa sono in grado di rispondere agli input degli utenti».

Quindi, nonostante le performance di alcuni titoli negli ultimi 15 mesi, ci sono ancora opportunità da cogliere?

«Gli ultimi 15 mesi sono stati entusiasmanti per il tema del digitale e della robotica. Ma crediamo che le opportunità legate all'adozione diffusa dell'intelligenza artificiale siano reali, durature e ancora con ampio potenziale di realizzazione. Rispetto alle precedenti ondate di innovazione tecnologica, essa si distingue per due aspetti: i casi d'uso dell'Ai sono chiari, sostenuti da solidi fondamentali e la sua adozione non richiede una "migrazione di piattaforma" su larga scala o grandi investimenti da parte di singole aziende, poiché il cloud computing e l'opensource abilitato dagli hyperscaler della tecnologia (le cosiddette BigTech) ha accelerato e "democratizzato" l'accesso alla tecnologia d'avanguardia».



PAOLO PASCHETTA
equity partner,
country head Italia
Pictet Asset Management

Ciò significa che assisteremo a ulteriori investimenti nella digitalizzazione?

«Noi crediamo che l'Ai possa sbloccare nuova crescita economica e incrementare l'efficienza in un'ampia gamma di settori. Solo in Italia, stima Microsoft, l'integrazione dell'Ai potrebbe creare un valore aggiunto annuo pari al 18% del Pil, a patto che si realizzino due condizioni: risolvere la bassa digitalizzazione delle imprese italiane, in particolare nelle piccole e micro aziende, e colmare la carenza di lavoratori con competenze digitali. L'Ai svolgerà un ruolo chiave nella rivoluzione tecnologica, e non parliamo solo di quella generativa: se aggiungiamo altri tipi di Ai, come l'elaborazione del linguaggio naturale, il machine learning e l'analisi predittiva, il potenziale di questa tecnologia per rimodellare l'economia globale è enorme. Inquadrandola la digitalizzazione in maniera più ampia, riteniamo che ci siano importanti elementi a supporto di questo tema, nel quale investiamo attraverso la nostra strategia Pictet-Digital: tra i principali annoveriamo la ripresa degli investimenti informatici dopo due anni di stop; la riaccelerazione della spesa cloud al termine di una fase di ottimizzazione nell'ambito It (con un chiaro vantaggio per gli hyperscaler); la nascita di nuove business unit per lo sviluppo del cloud computing; le sinergie tra colossi della tecnologia finalizzate ad aumentare la competitività nazionale; la crescita della domanda di pubblicità online, spinta da eventi come le elezioni Usa e le Olimpiadi; l'espansione dell'e-commerce

e dell'intrattenimento, grazie all'ottimizzazione del tasso di penetrazione online e dell'interazione; infine, la sicurezza informatica, ritenuta una priorità assoluta di investimento dai chief technology officer».

Nella classifica dei rischi globali per gravità nei prossimi due anni, stilata dal World Economic Forum, i cyberattacchi occupano le prime posizioni. Qual è l'impatto dell'Ai sulla cybersecurity?

«Gli attacchi informatici rappresentano già una grave minaccia: ogni 39 secondi si verifica un'infiltrazione di hacker e si stima che ogni giorno vengano sottratti 3,8 milioni di dati in modo illecito. Non sorprende, perciò, che, secondo Gartner, il settore della cybersecurity sia destinato a crescere di quasi il 14% quest'anno. Tuttavia, vista la sempre maggiore diffusione dell'Ai, riteniamo che in futuro la sua crescita potrebbe essere ancora più rapida. Poiché è in grado di aumentare la portata e la gravità degli attacchi, l'Ai darà sicuramente un impulso maggiore agli investimenti nella cybersecurity in un'ampia gamma di settori. I modelli linguistici di grandi dimensioni (Llm), che alimentano le nuove forme di Ai, stanno semplificando le competenze di programmazione, il che a sua volta significa che sarà più facile produrre malware e diffonderli. L'Ai generativa amplia quindi la portata della disinformazione e consente agli hacker di vagliare senza alcuna difficoltà le informazioni ottenute e di colmare eventuali lacune nei dati. Per queste ragioni, due terzi delle aziende stanno pianificando di aumentare, rispetto al 2022, il budget destinato alla sicurezza informatica, spinte dalla paura di subire perdite finanziarie. Alla luce di queste considerazioni, riteniamo che ci sia una grande opportunità per il tema della sicurezza, nel quale investiamo tramite Pictet-Security. Le aziende di cybersecurity in grado di adottare l'Ai per mettere in atto soluzioni di difesa digitale avranno solide prospettive di crescita nei prossimi anni. E ciò vale soprattutto per coloro che privilegiano investimenti in infrastrutture».

Anche nella robotica e nell'au-

tomazione industriale c'è un impatto dell'Ai?

«L'industria della robotica è entrata in una nuova fase della sua evoluzione ancora più dinamica. I progressi tecnologici, che si tratti di Ai o di semiconduttori (sempre più piccoli e potenti), stanno aprendo la strada allo sviluppo e all'adozione di una nuova generazione di macchine più sofisticate. Tendenzialmente, sono due i temi chiave che, secondo noi, traineranno il tema nei prossimi anni, entrambi al centro della nostra strategia Pictet-Robotics: il re-shoring, con le sue declinazioni near-shoring, on-shoring e friend-shoring, e la potenza di calcolo».

Come influiscono sul mercato questi fenomeni?

Governi e aziende stanno incrementando gli sforzi per riportare la produzione sul territorio nazionale o almeno nelle immediate vicinanze. Tutto ciò dovrebbe alimentare la domanda di robot industriali per equipaggiare questi nuovi stabilimenti oltre che di attrezzature e soluzioni software per l'automazione. Secondo un recente sondaggio condotto da Abb Robotics, circa il 41% delle aziende manifatturiere statunitensi intende accrescere l'automazione delle proprie fabbriche. Parallelamente, macchinari più sofisticati e software sempre più intelligenti, come ChatGpt, richiedono crescente potenza di calcolo e di elaborazione dati. Tra i beneficiari naturali dell'esplosione dell'Ai troviamo: le società di semiconduttori, alle quali è richiesto di produrre chip sempre più piccoli, sofisticati e veloci; le aziende di automazione della progettazione elettronica (Eda), che forniscono soluzioni software per accelerare la fase di progettazione, migliorando al contempo la potenza e l'efficienza di calcolo dei chip; le imprese produttrici di apparecchiature per semiconduttori. In estrema sintesi, mentre l'Ai sta alimentando una nuova ondata di innovazioni capaci di impattare sulle abitudini di vita delle persone, il processo di diversificazione delle catene produttive contribuirà a dare nuova linfa alla domanda di automazione. Si tratta di opportunità di medio-lungo termine estremamente interessanti per gli investimenti tematici».

La natura come una nuova asset class

a cura di **Pinuccia Parini**

È una visione totalmente innovativa: la natura non è soltanto qualcosa da proteggere, ma può essere una vera e propria asset class che fornisce rendimento. A discuterne è **Giancarlo Fonseca**, Italy country manager di **Lombard Odier Investment Managers**.

Parlate della natura come asset class; perché?

«La natura ha un grande valore ed è alla base della nostra struttura economica. Penso che si tratti di un concetto di cui c'è una generale consapevolezza, ma non si può dire altrettanto del fatto che essa ricopre un ruolo fondamentale nella transizione a net zero: è sia una fonte di emissioni di carbonio (pesa per circa il 20-25%) derivante dall'uso della terra e dal cambiamento del suo utilizzo, sia un pozzo di assorbimento dello stesso Co2, pari a circa il 60% delle emissioni. Nello specifico, il terreno assorbe intorno al 50% delle emissioni industriali e, grazie alle foreste tropicali, viene ricatturata circa la metà dell'anidride carbonica riversata nell'atmosfera. Di conseguenza, da un punto di vista macroeconomico, facendo un calcolo semplicistico, si potrebbe dire che, se si andasse incontro a un mondo in cui i prezzi del carbonio sono pienamente scontati, ad esempio a un livello intorno a 100 dollari per tonnellata di emissioni Co2, ciò significherebbe che le foreste tropicali e gli oceani fornirebbero all'ecosistema

servizi il cui valore è di 3,9 triliuni di dollari all'anno. Se il Nord del mondo riconoscesse l'esattezza di questa somma, sarebbe allora plausibile che le nazioni del Sud del pianeta rivendicassero di venire compensate, visto che si accollano una buona parte dell'inquinamento prodotto dalle economie avanzate. In base a questo ragionamento, il valore degli asset terrestri potrebbe risultare superiore all'intero patrimonio immobiliare globale».

Quindi la natura può essere considerato un attivo dall'elevato valore?

«Sì e, se riconosciamo ciò, dobbiamo anche ammettere che quotidianamente la stiamo impoverendo, soprattutto attraverso la produzione di derrate alimentari che, in realtà, contribuisce solo per un terzo delle emissioni, ma è responsabile per il 90% della deforestazione, per il 70% dell'utilizzo d'acqua dolce e per più del 50% dell'erosione del suolo».

Quindi?

«La buona notizia è che le soluzioni ci sarebbero, anzi, ci sono per nutrire la popolazione a costi contenuti, lavorando insieme e non contro la natura: si tratta dei processi di produzione rigenerativi che, per certe derrate alimentari, possono offrire rendimenti migliori rispetto alle tecniche sinora usate. Inoltre, i costi sono inferiori e c'è un minore sfrutta-



GIANCARLO FONSECA
Italy country manager
Lombard Odier Investment Managers

mento del suolo, la cui vita viene allungata».

Quali sono i catalizzatori di questo cambiamento?

«C'è una domanda mondiale crescente e superiore all'offerta di materie prime che abbiano una ricaduta positiva sulla natura e sul clima per una serie di ragioni quali l'adattamento, la mitigazione o la legislazione relativa. La sfida, certamente, è trovare i capitali per finanziare la transizione verso un migliore sistema produttivo».

Quali sono gli ostacoli?

«All'interno della filiera alimentare, come in altri casi nell'ambito dei beni di consumo, l'80-90% del valore aggiunto è generato da attività downstream, mentre la parte rimanente è attribuibile all'attività di coltivazione. Ovviamente, i capitali tendono ad affluire nel primo dei due ambiti. Si tratta di un sistema opposto a quanto si trova, ad esempio, nella transizione energetica. Inevitabilmente, la catena del valore aggiunto nell'agro-alimentare dovrà essere riconfigurata implementando un modello di vendita diretta che salta la rete dei concessionari».

Potrebbe fornire un esempio in agricoltura di come la natura possa diventare un'asset class?

«Il primo che mi viene in mente è il caffè, una delle cosiddette soft commodity di maggiore valore. Sotto forma di bevanda viene consumato da una moltitudine di persone ogni giorno e ha un impatto ambientale molto significativo: per ogni chilo prodotto, vengono immessi nell'atmosfera 20-25 kg di Co2. Ciò avviene più o meno in ogni luogo dove tale pianta è coltivata. Inoltre, quello del caffè è un settore in cui vi è una forte concentrazione del valore a livello downstream. La coltivazione

finora è avvenuta con un modello incentrato sulla monocultura, che però si sta spostando verso un approccio cosiddetto agroforestale».

Come si configura quest'ultimo e quali sono i vantaggi?

«Invece di avere un intero campo in cui si trovano solo piante di caffè, queste ultime verrebbero fatte ruotare con diverse specie di alberi. I risultati sono stati in molti casi fenomenali: i rendimenti sono equivalenti, o superiori, e la qualità del prodotto è più elevata. Ciò permette di concentrarsi di più sulla fascia alta del mercato, i cui margini e il tasso di crescita sono maggiori. La sfida è riuscire a realizzare il valore aggiunto delle tecniche agroforestali a livello upstream senza rendere il prezzo finale più elevato».

Come si può raggiungere l'obiettivo?

«Innanzitutto le grandi aziende del caffè presentano tutte problemi di adattamento e mitigazione. Con il cambiamento climatico, circa la metà della produzione è a rischio: se non si prendono provvedimenti, i consumatori sono destinati a pagare molto di più. Allo stesso tempo, i maggiori gruppi del settore si sono impegnati a raggiungere le zero emissioni nette: dato che sono responsabili del 90% delle emissioni di questa filiera, sanno che comunque dovranno fare fronte a oneri. Inoltre, vi è una crescente domanda di tracciabilità dell'intera catena produttiva e distributiva da parte dei consumatori: questo fattore fornisce l'occasione di ristrutturarla, visto che allo stato attuale presenta diverse criticità. L'integrazione dei processi che vanno dalla coltivazione dei chicchi alla distribuzione del prodotto tostato offre grandi occasioni di ottenere buoni rendimenti».

Possiamo fornire qualche numero che traduca in cifre quanto descritto?

«Certamente. Se si acquistano oggi dei terreni per la produzione di caffè con metodi tradizionali di tipo mono-culturale, si possono ottenere rendimenti nell'ordine del 3-5%. Lo spostamento verso un tipo di agricoltura agroforestale permette di incrementare questa cifra fino al 12%. Direi che è un esempio calzante per comprendere come la natura costituisce una classe di attività dalle grandi potenzialità per gli investitori».

Quindi diventa anche importante guardare agli investimenti in termini di economia circolare?

«È fondamentale trarre beneficio dal potenziale di crescita delle società che sfruttano le

caratteristiche produttive e rigenerative della natura attraverso la bioeconomia circolare e dall'esigenza di preservare il capitale naturale passando a un modello industriale più snello».

Informazioni importanti

Il presente documento è una comunicazione aziendale ed è destinato esclusivamente agli investitori professionali.

Il presente documento è una comunicazione corporate destinata esclusivamente agli Investitori Professionali e non è una comunicazione di marketing relativa a un fondo, a un prodotto d'investimento o a servizi d'investimento nel vostro paese. Il presente documento non intende fornire consulenza in materia di investimenti, fiscale, contabile, professionale o legale.

Il presente documento è emesso da Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited (di seguito la "Società"). La Società è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (la "FCA"), iscritta al registro FCA con il numero di registrazione 515393.

Il presente documento è approvato alla data di pubblicazione. La Società è raggruppata all'interno della divisione Lombard Odier Investment Management ("LOIM") del Gruppo Lombard Odier, che ha collaborato alla redazione del presente documento, e LOIM è un nome commerciale.

Le opinioni o le previsioni fornite si riferiscono alla data specificata, possono cambiare senza preavviso, non prevedono risultati futuri e non costituiscono una raccomandazione o un'offerta di prodotti o servizi di investimento.

Il presente documento è di proprietà della LOIM, viene fornito solo a scopo informativo ed è destinato al destinatario esclusivamente per uso personale. Non può essere riprodotto (in tutto o in parte), trasmesso, modificato o utilizzato per qualsiasi altro scopo senza la previa autorizzazione scritta della LOIM. Non è destinato alla distribuzione, alla pubblicazione o all'utilizzo per qualsiasi altro scopo senza l'autorizzazione scritta di LOIM. This document is a Corporate Communication and is intended for Professional Investors only.

Il contenuto di questo documento è destinato a persone che sono professionisti e che sono stati controllati da LOIM e valutati come idonei alle questioni di investimento esposte in questo documento e nei confronti dei quali LOIM ha ricevuto l'assicurazione che sono in grado di prendere le proprie decisioni di investimento e di comprendere i rischi connessi all'effettuazione di investimenti del tipo incluso in questo documento o ad altre persone che LOIM ha esplicitamente confermato come destinatari appropriati di questo documento. Se non rientrate nelle categorie di cui sopra, siete pregati di restituire il presente documento a LOIM o di distruggerlo e siete esplicitamente avvertiti di non fare affidamento sul suo contenuto o di non tenere conto di alcuna delle questioni esposte nel presente documento in relazione a questioni di investimento e di non trasmettere il presente documento a nessun'altra persona. Il presente documento contiene le opinioni di LOIM, alla data di emissione o alla completezza delle informazioni in esso contenute, né si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni derivanti dal suo utilizzo. Tutte le informazioni e le opinioni, nonché i prezzi indicati, possono cambiare senza preavviso.

Il contenuto del presente documento non è stato esaminato da alcuna autorità di regolamentazione in alcuna giurisdizione e non costituisce un'offerta o una raccomandazione a sottoscrivere titoli o altri strumenti o prodotti finanziari.

Esso contiene le opinioni di LOIM, alla data di emissione. Tali opinioni e informazioni contenute nel presente documento non tengono conto di tutte le circostanze specifiche del destinatario. Pertanto, non si dichiara che le informazioni presentate nel presente documento siano adatte o appropriate alle circostanze individuali degli investitori. Il trattamento fiscale dipende dalle circostanze individuali dell'investitore e può essere soggetto a cambiamenti in futuro. LOIM non fornisce consulenza fiscale.

Le informazioni e le analisi contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili. Sebbene LOIM faccia del suo meglio per assicurare che i contenuti siano creati in buona fede e con la massima cura, non garantisce l'attualità, l'accuratezza, la validità, l'affidabilità o la completezza delle informazioni contenute nel presente documento, né assicura che le informazioni siano prive di errori e omissioni, né si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni derivanti dal loro utilizzo. Tutte le informazioni e le opinioni, nonché i prezzi indicati, possono cambiare senza preavviso. I contenuti particolari di terzi sono contrassegnati come tali. LOIM non si assume alcuna responsabilità per eventuali danni indiretti, incidentali o conseguenziali causati da o in relazione all'uso di tali contenuti. La fonte dei dati è stata indicata laddove disponibile. Se non diversamente indicato, i dati sono stati elaborati da LOIM.

Non destinato a soggetti statunitensi: La presente comunicazione societaria non è destinata ad alcun "Soggetto Statunitense", come definito nella Regulation S della Legge, e successive modifiche, o ai sensi della Legge sulle Società d'Investimento degli Stati Uniti d'America del 1940 e successive modifiche, e non sarà registrata ai sensi della Legge sulle Società d'Investimento degli Stati Uniti d'America del 1940 e successive modifiche, o ai sensi di altre leggi federali statunitensi. Né il presente documento né alcuna copia dello stesso possono essere inviati, portati o distribuiti negli Stati Uniti d'America, in uno dei loro territori o possedimenti o in aree soggette alla loro giurisdizione, o a o a beneficio di un Soggetto statunitense. A tal fine, per "Soggetto statunitense" si intende qualsiasi cittadino, cittadino o residente degli Stati Uniti d'America, società di persone organizzata o esistente in qualsiasi stato, territorio o possedimento degli Stati Uniti d'America, società di capitali organizzata secondo le leggi degli Stati Uniti o di qualsiasi stato, territorio o possedimento degli stessi, o qualsiasi patrimonio o trust soggetto all'imposta federale sul reddito degli Stati Uniti d'America, indipendentemente dalla fonte del suo reddito.

Protezione dei dati: È possibile che riceviate questa comunicazione perché ci avete fornito i vostri dati di contatto. In tal caso, si noti che potremmo trattare i vostri dati personali per finalità di marketing diretto. Per ulteriori informazioni sulla politica di Lombard Odier in materia di protezione dei dati personali, consultare il sito www.lombardodier.com/privacy-policy.

©2024 Lombard Odier IM. Tutti i diritti riservati.

L'importanza di cogliere l'attimo

di Daniel Zanin
analyst, investment research, Invesco

Erano le 17 e 51 minuti del 14 agosto 1945: il presidente Truman aveva da poco dichiarato la fine della Seconda guerra mondiale, quando il fotografo Alfred Eisenstaedt immortalò uno degli scatti più iconici dal dopoguerra a oggi. Simbolo di passione e romanticismo prima, ma riletto in chiave antiviolenza poi, questo scatto, di fatto, ha caratterizzato gli ultimi 70 anni della storia contemporanea. I protagonisti

della foto si chiamavano Greta Zimmer e George Mendosa; nati entrambi nel 1923, erano poco più che ventenni all'epoca della fotografia, ma sulle spalle portavano già il bagaglio emotivo di una vita intera.

Sono passati diversi anni da quell'attimo e la società immortalata alle spalle dei protagonisti è cambiata radicalmente. In poco più di mezzo secolo, abbiamo assistito a una significativa varietà di tendenze sociali,

economiche e tecnologiche che hanno ridisegnato profondamente, sia i modi di vivere, sia le realtà di diverse generazioni. Si è sancita, nei fatti, una rottura con il passato.

UN ESEMPIO LAMPANTE

Un esempio lampante di questa trasformazione risalta dalla lettura delle piramidi demografiche, riportate nel grafico 1, per l'Italia, ma generalizzabili per altre nazioni. Nel 1950, appena cinque anni dopo il famoso scatto del bacio a Times-Square, la piramide demografica italiana appariva definita e delineata. Oggi assistiamo a una lampante trasformazione. I tassi di natalità in diminuzione e un'aspettativa più lunga della vita media hanno modificato profondamente il profilo demografico di molti paesi. Secondo il Sole24ore¹, nel 2021, il segmento della popolazione a più rapida espansione tra i paesi definiti "super-aged" si collocava tra le persone con più di 85 anni. Con il termine "super-aged", si intendono quei paesi in cui il 20% della popolazione è composto da persone oltre i 65 anni. Tra questi figurano Italia, Germania, Francia e Giappone. Secondo le previsioni delle Nazioni Unite, questa percentuale sarà superiore al 40% entro il 2030 e oltre il 60% nel 2050. Va da sé che le implicazioni sociali ed economiche di questo fenomeno saranno molteplici: una su tutte, il consolidamento di quella che

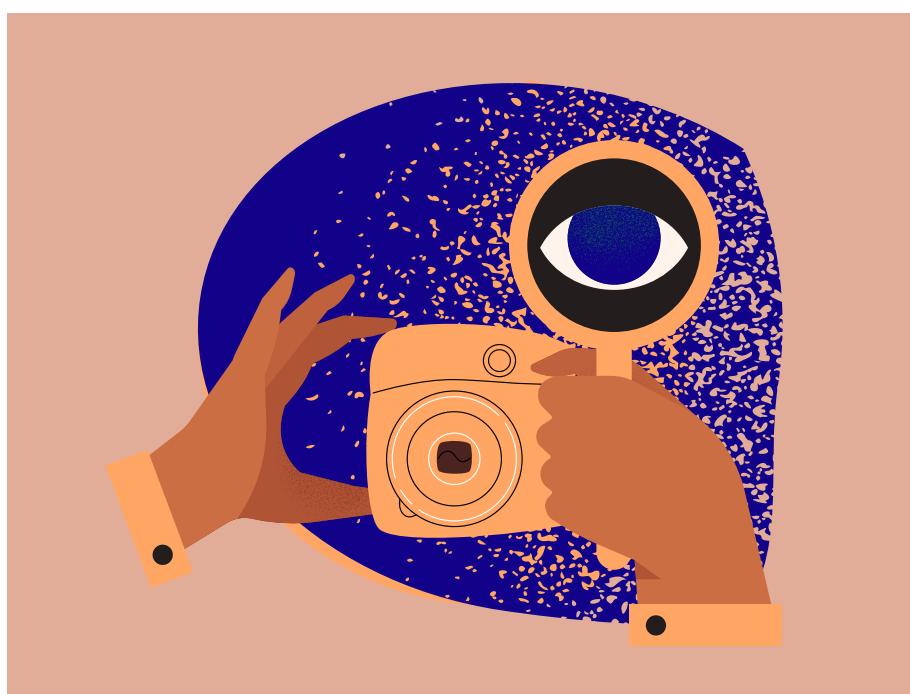
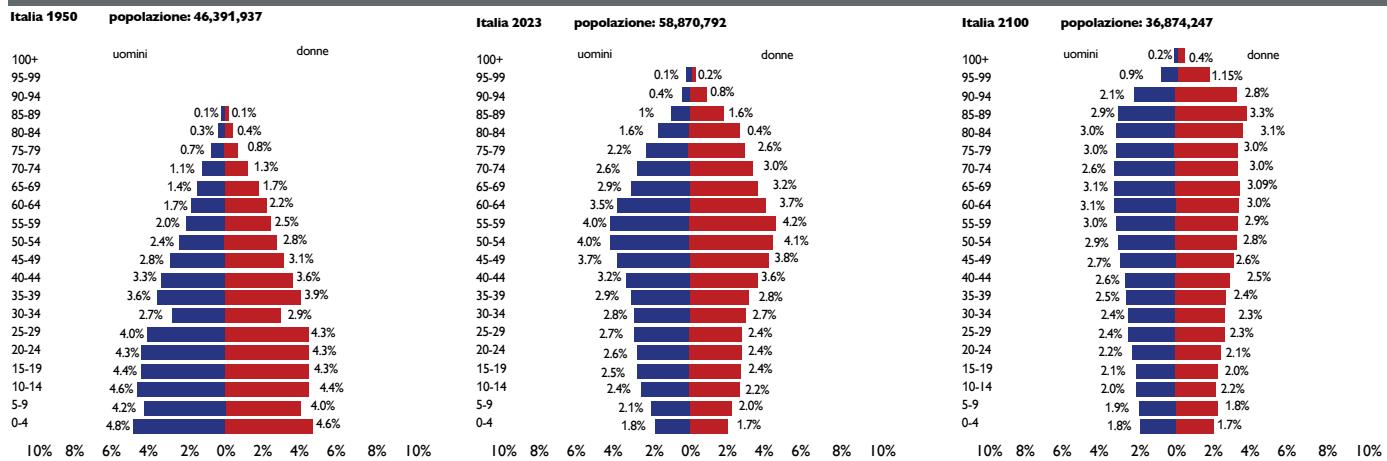


GRAFICO 1: PIRAMIDI DEMOGRAFICHE ITALIANE (NEL 1950, NEL 2023, E LE ATTESE PER IL 2100)



Fonte Invesco, PopulationPyramid.net dati al 30 Gennaio 2024

in gergo viene definita "silver economy". Esiste, dunque, un caso di studio per quanto riguarda "l'economia d'argento", ossia immaginare quali saranno quelle tendenze di consumo (e d'investimento) che più di altre caratterizzeranno la necessità e la domanda aggregata, derivante da una popolazione via via sempre più anziana. Se da un lato è lecito raffigurarsi mentalmente che i governi, probabilmente, si concentreranno sull'incentivare una ripresa della natalità, allo scopo di colmare effetti strutturali e negativi, e sul sostegno delle finanze pubbliche, come la spesa pensionistica, dall'altro, esiste una necessità concreta di sopperire alla possibile mancanza di mano d'opera che, già da tempo, contraddistingue diverse filiere produttive. Se provassi a generalizzare, per il prossimo futuro potrei immaginare un ulteriore sviluppo e progresso nel campo della sanità e delle tecnologie mediche, ma anche una maggiore presa di coscienza dei benefici collegati a uno stile di vita sano, a un allontanamento dal lavoro fisico, in favore del settore terziario, e all'introduzione di nuove tecnologie, quali l'intelligenza artificiale e la robotica, che mirino a un generale miglioramento delle condizioni di vita. Vedere l'economia e la finanza che si tingono d'argento, dunque, non rappresenta di per sé un rischio, ma una naturale evoluzione delle diverse condizioni di vita che caratterizzano la popolazione di oggi rispetto a quella del 1945. Se ci pensiamo più attentamente, tutto questo ragionamento risulta particolarmente coerente con la riformulazione in chiave keynesiana del rapporto tra domanda e offerta. John Maynard Keynes (1883-1946),

padre della macroeconomia moderna, ridefinì, infatti, circa un secolo dopo la sua prima formulazione, la così detta legge di Say. Inizialmente esposta nel 1803 dall'economista francese Jean-Baptiste Say, quest'ultima affermava che è l'offerta a creare la domanda. Fu invece J.M. Keynes a suggerire che è la domanda a creare l'offerta e non viceversa. Proprio in quest'ottica, oggi, ragionando sui possibili sviluppi della "silver economy", non mi sento preoccupato, quanto affascinato nell'immaginare quali e quante nuove necessità guideranno la ricerca e lo sviluppo delle diverse filiere produttive e d'investimento nei prossimi sette decenni.

GLI ATTIMI IMMORTALI

Come i fotografi in cerca dello scatto perfetto, mi piace pensare che le giovani e le future generazioni saranno in grado di cogliere quegli attimi immortali capaci di racchiudere in pochi istanti, concetti, necessità ed emozioni delle realtà presenti e future. Di certo è stata e rimarrà un'immagine discussa, ma che peccato sarebbe stato se Alfred Eisenstaedt non avesse rincorso quel marinaio, tanto euforico e poi tanto criticato, per le strade di New York. «A Times Square nel V-J Day, ho visto un marinaio che correva lungo la strada afferrando qualsiasi ragazza vedesse... Poi, all'improvviso, in un lampo, ho visto che afferrava qualcosa di bianco: mi sono girato e ho cliccato nel momento in cui il marinaio baciava l'infermiera.... Ho scattato esattamente quattro immagini, nel giro di pochi secondi. Solo una era giusta, a causa del bilanciamento. Nelle altre l'enfasi è sbagliata».

Oggi non avremmo lo scatto de V-J day, ma,

probabilmente, non avremmo la stessa sensibilità, curiosità ed enfasi, nel meditare e nell'interessarci a come, i prossimi 70 anni, potremo modificare il nostro pensare (e ragionare) in chiave culturale, economica e finanziaria. Guardando al presente, e immortalando quest'attimo, però, una cosa la sappiamo: "l'economia d'argento" rappresenta un traino di sviluppo nel campo della ricerca, delle tecnologie e delle nuove filiere produttive.

1. <https://www.econopoly.ilsolode24ore.com/2022/11/14/pensione-demografia-formazione/>

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.eu. Una sintesi dei diritti degli investitori è disponibile al seguente link invescomanagementcompany.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.

Una finestra di opportunità per i multi asset

a cura di **Pinuccia Parini**

Fondi&Sicav ha chiesto a **Gregor M.A. Hirt**, globalcio multi asset di **Allianz Global Investors**, se i fondi multi asset, nell'attuale contesto di mercato, sono una soluzione d'investimento da prendere in considerazione.

Quali sono le opportunità che oggi offrono i fondi multi asset?

«I fondi multi asset hanno attraversato un periodo difficile, a causa dell'elevata correlazione tra azioni e obbligazioni, ma la crescente divergenza tra le performance delle differenti regioni, classi di attività e settori sta ampliando l'alveo di opportunità per le strategie multi asset, che all'interno di Allianz Global Investors trovano diverse declinazioni. L'approccio dinamico insito in queste soluzioni può renderle uno strumento essenziale per gli investitori in un contesto di incertezza macro. Riteniamo che la capacità dei multi asset di identificare e raccogliere spazi di sovraperformance potenzialmente significativi stia crescendo ancora una volta, grazie anche all'indebolimento del-

la citata correlazione tra bond ed equity. Con il picco dei tassi d'interesse alle spalle, ci attendiamo una maggiore dispersione delle performance tra le diverse aree geografiche, asset class e settori, man mano che le prospettive economiche divergeranno e le correlazioni tradizionali si ristabiliranno. La diversificazione delle strategie multi asset, combinata con le loro capacità di gestione del rischio, in certi casi anche attraverso strategie come opzioni, posizioni corte e alternativi liquidi, potrebbe rivelarsi fondamentale per mitigare ulteriori ondate di volatilità nel 2024. Infine, è importante ricordare il nostro approccio al mercato che si basa sulla gestione attiva grazie alla quale è possibile la generazione di alpha attraverso un processo articolato e strutturato».

Come è stato il primo trimestre di performance dei mercati?

«Si è chiuso l'ultimo quarto del 2023 con il rialzo di tutte le asset class per entrare nei primi tre mesi del nuovo anno con una sovraperformance dei mercati azionari,



GREGOR M.A. HIRT
global cio multi asset
Allianz Global Investors

tanto che, se si somma l'andamento dei mercati equity con quello dei bond, ci si chiede effettivamente in quale fase si stia entrando: siamo dinnanzi a un soft-landing o a un no landing? In quest'ultimo caso, infatti, in termini di ritorni attesi, le azioni sarebbero più interessanti delle obbligazioni, visto che l'allentamento delle politiche monetarie potrebbe essere più contenuto. Allianz Global Investors ritiene che siano maggiori le probabilità di un dolce rallentamento, ma è doveroso chiedersi come comportarsi se ciò non si verificasse e, di conseguenza, è giusto avere anche la possibilità di modificare l'esposizione all'interno di una soluzione d'investimento».

Si aspetta che la correlazione positiva tra le asset class si affievolisca?

«Ne stiamo osservando la diminuzione, così come è in discesa la volatilità sul mercato obbligazionario. Veniamo da un contesto in cui le notizie negative macro sono state lette dal mercato come positive, sia per le azioni, sia per le obbligazioni, perché prodromi di un prossimo taglio dei tassi d'interesse. Tuttavia, l'economia mondiale mostra segni di resilienza. Gli indicatori macro globali di gennaio e febbraio sono rimbalzati a livello regionale, mentre il sentimento delle imprese e dei consumatori è leggermente migliorato dai livelli di minimo. In sintesi, i dati macro, sia soft, sia hard, rimangono positivi: la lettura è che si sia ancora in una fase di normalizzazione post Covid che richiederà tempo

perché l'inflazione sia assorbita. Inoltre, i prezzi al consumo sono in rallentamento, anche se con una velocità più contenuta e con differenziazioni a livello regionale, visto che i contesti economici sono diversi: gli Stati Uniti sembrano pronti a registrare una crescita ancora forte nel primo trimestre, mentre l'Europa soffre per la maggiore dipendenza dalla Cina, dalle esportazioni e dall'andamento delle materie prime».

Quindi vi aspettate un soft landing anche negli Stati Uniti?

«La forza degli Stati Uniti è spiegabile con la tenuta dei consumi, grazie agli eccessi di risparmi che continuano a essere assorbiti dall'economia. Gli Usa rimangono avvantaggiati, ma l'economia sta gradualmente rallentando e basterebbe guardare al mercato del lavoro dove il numero di impieghi per occupato è sceso nel tempo da due a uno, durante la pandemia, all'attuale 1,4 e si sta tornando verso 1,2, un valore di prima del Covid. Ci si sta così avviando verso una fase che porterà la Fed a tagliare i tassi perché, nonostante ci sia la possibilità di ritorni di forza, l'inflazione sta progressivamente scendendo».

C'è una forte correlazione tra dati macro e ritorni sugli attivi?

«Il ritorno sugli asset è fortemente correlato al cambiamento del flusso di notizie sugli aggregati macroeconomici. Generalmente, le azioni sovraprofano nettamente (sottoperfano) i titoli governativi di fronte al miglioramento (peggioramento) dei dati economici, alle sorprese economiche positive (negative) e all'aumento (diminuzione) del consenso sul Pil».

Come siete posizionati nei portafogli?

«Nello scenario economico delineato, con dati economici positivi, con differenze regionali molto forti, l'Europa e gli Usa mostrano una tendenza alla normalizzazione dell'inflazione, anche se i contesti sono differenti. Gli Stati Uniti emergono come favoriti, rispetto al Vecchio continente, sia da punto di vista della struttura privata, sia da quello delle famiglie. Nei portafogli manteniamo sempre un

atteggiamento improntato alla prudenza, poiché pensiamo che le emissioni obbligazionarie di qualità offrano rendimenti interessanti e un carry che può aiutare a proteggere il portafoglio. In merito alla componente azionaria, privilegiamo il mercato americano, cui affianchiamo un sovrappeso anche dell'equity giapponese».

Dove però la politica monetaria sta anadando nella direzione opposta...

«Il Giappone è in una diversa fase del ciclo monetario rispetto alle altre economie avanzate: sono stati alzati i tassi di riferimento per la prima volta dal 2007, ponendo fine a un lungo periodo di politica monetaria ultra espansiva. Tuttavia, è noto che il Paese viene da una storia diversa rispetto alle dinamiche dei prezzi, con anni di deflazione. Ne consegue che i nuovi fenomeni inflativi che stanno emergendo devono essere letti positivamente, perché ciò spinge le aziende a essere nuovamente produttive e a investire. Anche il mercato del lavoro sta facendo segnare incrementi salariali che vanno a beneficio delle famiglie e, di conseguenza, dei consumi. Non crediamo che vi possano essere particolari ricadute sul mercato azionario a causa delle recenti decisioni di politica monetaria. In termini di economia reale, invece, si sta assistendo a una nuova fase di investimenti strutturali, grazie anche a un cambiamento della corporate governance voluta dal governo e sostenuta anche dal Tokyo Stock Exchange, che mira a incrementare la produttività, aspetto focale per una nazione con una tendenza demografica negativa. Inoltre, il fenomeno di riallocazione delle attività produttive al di fuori della Cina sta avvantaggiando il Sol Levante. A tutto ciò vanno aggiunte anche politiche di remunerazione degli azionisti che hanno attratto capitali anche esteri in un mercato che era ormai stato dimenticato. Infine, non va scordato che il mercato giapponese è sceso per un prolungato periodo, con un peso nell'indice Msci World che è ridotto ormai a una mera frazione di quello che aveva agli inizi degli anni '90, e per questa ragione il suo contributo nei portafogli è andato assottigliandosi».

Competenze umane e Ai per l'antifrode

a cura di Boris Secciani

Nel corso del lavoro di scoperta e di analisi del mondo del fintech italiano, Fondi&Sicav ha intervistato **Daniele Giuliani**, ceo di **Genio Diligence**.

Potete descrivere come è nata e si è sviluppata la vostra società?
«Genio Diligence vanta 14 anni di vita e, di conseguenza, precediamo di molto la nascita di quello che oggi viene comunemente inteso come il settore delle fintech. L'azienda viene sovente inserita in questo segmento, anche se non ci consideriamo una società di software prestata alla finanza, bensì un fornitore di servizi a gruppi finanziari. La nostra offerta, però, nel corso del tempo, ha incorporato una componente di intelligenza artificiale (Ai) sempre più massiccia. Nello specifico, il nostro core business è sempre stato costituito dai servizi antifrode, in particolar modo nei finanziamenti mutuo, cessione del quinto e prestiti. I nostri clienti sono soprattutto le banche commerciali e le società che operano nella mediazione

creditizia. Attualmente, deteniamo in questa nicchia circa il 90% del mercato. La nostra trasformazione nella direzione di un forte utilizzo dell'Ai risale al 2017-2018, quando queste tecniche non erano ancora comuni come oggi. In particolare, ci siamo resi conto che le innovazioni a livello legislativo, quali ad esempio la Mifid 2, costringevano i nostri clienti in ambito bancario a raccogliere e gestire una quantità molto maggiore di documentazione e di dati».

Negli ultimi decenni, i requisiti di documentazione sono cresciuti enormemente nelle attività di backoffice. Da questo punto di vista quali sono i vantaggi di un servizio come il vostro basato sull'Ai?

«Innanzitutto l'automazione dei processi mediante questa tecnologia consente di migliorare l'efficienza operativa. I sistemi Ai, come il nostro Readoc, possono gestire in modo rapido e accurato una vasta gamma di compiti di gestione



DANIELE GIULIANI
ceo
Genio Diligence

documentale, riducendo la necessità di procedure manuali e liberando le risorse umane per attività più strategiche. Ciò porta a una maggiore produttività complessiva e a tempi di elaborazione più rapidi. Un altro vantaggio è la diminuzione degli errori umani: gli algoritmi Ai possono analizzare i documenti con precisione e coerenza massime, riducendo il rischio di inesattezze e aumentando la qualità dei dati. Inoltre, sono in grado di analizzare grandi quantità di dati in modo efficiente, consentendo alle istituzioni finanziarie di estrarre informazioni significative e prendere decisioni informate. In questo modo, non solo si migliora la qualità delle analisi e delle previsioni, ma anche la capacità di rispondere rapidamente alle esigenze dei clienti e del mercato. Un esempio dei vantaggi di cui abbiamo parlato è la nostra partnership con Credit Agricole, che si è rivolto a Genio Diligence per affrontare la sfida della digitalizzazione del canale dei mutui mediati e per ottimizzare l'efficienza dell'intera filiera documentale. Utilizzando Mutuify, la piattaforma avanzata della banca per la gestione del flusso documentale che è integrata con il nostro sistema Readoc, Credit Agricole ha potuto semplificare i propri processi interni. In questo modo, si sono ridotti i tempi di elaborazione ed è stata garantita una maggiore precisione nella gestione documentale, offrendo un servizio più rapido, accurato e affidabile ai propri clienti».

Come si sono evoluti i vostri

servizi?

«Abbiamo sviluppato una piattaforma che integra funzioni di Kyc, raccolta documenti e loro identificazione, con servizi antifrode. Tutto ciò, nell'ambito dei mutui ipotecari, ci ha permesso di tagliare i tempi di approvazione di due terzi. Ovviamente, non si tratta di un prodotto che può venire erogato istantaneamente, perché sono comunque necessari alcuni giorni. Molte fintech spesso si limitano a identificare la documentazione che viene loro fornita, senza essere in grado di determinare se i contenuti sono veritieri oppure no. Noi, dato il nostro know-how nel campo, riteniamo di avere su questo punto un vantaggio competitivo, che deriva anche dal fatto che abbiamo un team di 35 persone, altamente specializzate. Nel caso in cui sorgano dubbi o controversie, un nostro specialista umano si occupa di seguire la pratica. La sicurezza per noi è un elemento chiave, tanto che ci stiamo espandendo in comparti, come i prestiti automotive e altri, dove la gestione del prestito avviene con tempi molto più veloci: potere contare su standard antifrode di massima qualità è in questo caso ancora più cruciale».

Quale applicazione dell'AI alla Kyc può essere sviluppata rispetto ai nuovi paradigmi tecnologici?

«La crescente richiesta di automatizzazione delle attività ripetitive e la salvaguardia dei dati sono diventati temi centrali nel panorama fintech. Si sta assistendo allo sviluppo di tecnologie disruptive, come la blockchain, l'intelligenza artificiale e l'open finance/banking tramite Api che stanno ridefinendo i modelli di business. Per sfruttare appieno questo potenziale, sono fondamentali i processi di Kyc e antifrode per assicurare la validità delle informazioni. Nel breve-medio periodo, vedo nella validazione dei dati e nella interoperabilità dei sistemi la chiave del successo. Ad esempio, prima di caricare un insieme di documenti sulla blockchain e notarizzarli, è essenziale condurre una verifica approfondita dei dati per garantire la pulizia e l'integrità delle infor-

mazioni. Inoltre, per il primo step del flusso in entrata dei documenti o dei dati, un ulteriore passo avanti sarebbe l'impiego dell'intelligenza artificiale nell'onboarding dei documenti per ottimizzare e accelerare il processo di lettura e verifica. Questa combinazione di tecnologie avanzate non solo migliora l'efficienza operativa, ma rafforza anche la sicurezza dei dati e apre allo sviluppo di nuovi casi applicativi. Vedo grandi potenzialità nell'ambito degli Npl e degli Utp, dove ingenti quantità di documenti sono sovente gestiti manualmente».

Quali sono i servizi dedicati alle Pmi?

«L'accesso alle principali banche dati nazionali consente a Genio di personalizzare i suoi servizi, fornendo alle Pmi dati essenziali per supportare la crescita e la stabilità aziendale. Ciò include il monitoraggio costante per individuare segnali interni di crisi e le variazioni che potrebbero influenzare il futuro dell'azienda e le relazioni di fornitura. Con l'accesso ai bilanci completi di circa un milione di società italiane, offriamo un'analisi approfondita dei principali indici economici, finanziari e patrimoniali, consentendo ai nostri clienti di prendere decisioni informate su possibili partner e fornitori. In aggiunta, il sistema statistico di credit scoring evidenzia il livello di rischio e l'importo di affidabilità commerciale di un'azienda, offrendo un'ulteriore guida per valutare le opportunità di business. Genio Diligence mette a disposizione strumenti di comparazione per valutare il posizionamento sul mercato, analizzare settori di interesse e individuare potenziali clienti e opportunità di crescita. Attraverso l'estrazione di report dettagliati sulle società presenti nel territorio nazionale, forniamo una panoramica completa, tramite dati ufficiali, della situazione operativa e finanziaria delle aziende, oltre alla rilevazione di eventuali criticità come protesti, segnalazioni di pregiudizievoli di conservatoria e procedure concorsuali. Completa la nostra offerta la disponibilità delle banche dati delle camere di commercio italiane e dei dati catastali sulle proprietà immobiliari».

Unica costante il cambiamento

Nel nostro mondo, che ha come unica costante il cambiamento, la chiave della riuscita è inscindibilmente legata, non solo a tenere il passo, ma a precedere l'avanguardia. Traguardare con successo i propri obiettivi di investimento, implica adottare comportamenti e strategie mirate che ritaglino su misura il proprio profilo di rischio con grande consapevolezza. Quindi, la conseguente attività decisionale, mirata alla migliore performance, implica una buona capacità di scelta. Per il gestore di un portafoglio opportunamente diversificato, che, ad esempio, vuole trarre il massimo dell'investimento dalle materie prime, quale sarà l'approccio decisionale migliore?

Egli sarà certamente incline, per ridurre i rischi, a escludere le decisioni prese su base intuitiva. Sicuramente, non si affiderà in modo esclusivo alla propria esperienza o a quella di pochi esperti, a meno di non possedere tutte le competenze necessarie o con il rischio di limitare le prospettive a quella precisa cerchia di periti. Rimangono, dunque, le scelte basate sulla capacità informativa e analitica dei dati disponibili, che oggi quasi sempre sono in eccesso ed estremamente complessi in un mercato sempre più "rumoroso" e caotico, sia per gli investitori privati, sia per i professionisti.

Le forti tensioni inflative e geopolitiche che condizionano i mercati, che hanno fatto te-

mere per alcuni paesi situazioni di stagflazione e di recessione, nella seconda metà del 2023 sono state solo parzialmente controllate dalle banche centrali dopo avere aumentato i tassi di interesse. A oggi, nel primo trimestre del 2024, non si intravedono ancora prospettive di risoluzione delle situazioni di conflitto tra Russia e Ucraina e in Medio Oriente; inoltre, si è nell'anno delle elezioni politiche negli Stati Uniti a novembre e in Inghilterra, dove la data ultima per la tornata elettorale è a gennaio 2025, a meno che Re Carlo III, su richiesta del primo ministro, chiuda prima Westminster.

UN SOLIDO PILASTRO

Qualsiasi strategia di investimento fatta oggi ha la necessità di prevedere che cosa accadrà domani. E non si tratta solo di scegliere la giusta allocazione di portafoglio e il corretto orizzonte temporale, ma di sapere distinguere lo strumento analitico che trasformerà il nostro investimento in un solido pilastro per un futuro incerto e in perenne movimento. Immaginiamo, quindi, di potere conoscere in anticipo gli ingredienti della ricetta che ci permetta di aggiungere valore al nostro patrimonio, qualunque esso sia: quello di un'azienda o di un portafoglio di investimento. Oggi è possibile.

Temi legati al risparmio, agli investimenti e alla

gestione finanziaria si ritrovano in un contesto sempre più complesso ed estremamente dinamico e volatile. In questo scenario l'intelligenza artificiale (Ai), come strumento per analizzare un numero enorme di dati e restituire dei risultati, procura un grandissimo valore aggiunto. Già da novembre 2023 è ormai appurato che l'Ai prevede il tempo meglio del servizio meteo, così come l'andamento dei mercati, rispetto ai consuetudinari strumenti statistici e probabilistici su serie storiche. Inutile, quindi, soffermarsi su queste tecniche di certo consolidate, ma anche superate. Tornando alle Ai predittive, quindi, la qualità delle loro previsioni dipende dal tipo di Ai e degli algoritmi scelti, cioè dalla qualità della matematica che li sorregge.

IMMAGINARE IL FUTURO CON L'AI

L'anastrofe nel titolo è usata per esprimere il concetto di immaginazione legato al futuro nell'ambito dell'intelligenza artificiale, che ormai tocca in modo preponderante anche l'ambito finanziario e di investimento, ma che è insindibilmente legata all'uomo e non può fare riferimento che a esso, anche per "pensare in modo intelligente". Fattori sociali, economici, geopolitici e ambientali in continua evoluzione non possono essere colti se non supportati dall'evoluzione della scienza e della tecnologia, ma ancora più dalla sensibilizzazione nella comunità di quali scoperte e applicazioni tecnologiche adottare e come usarle. Dire "intelligenza artificiale" è come dire "medicina", cioè significa molte cose, a volte molto diverse tra loro. L'Ai spazia dalle macchine che giocano a scacchi alle auto a guida autonoma, alle chatbot e così via. Essa riguarda molti tipi diversi di tecnologie, ma qual è più adatta per l'industria degli investimenti? Anche questo settore si è lasciato inondare dall'influenza portata dal grande clamore intorno ad alcune applicazioni dell'Ai generativa, che offre la possibilità di rispondere a quesiti degli utenti, elaborare nuovi contenuti "realistici", creare immagini o suoni, utili magari per migliorare l'esperienza degli utenti o l'operatività di attività ripetitive, ma certamente non affidabile per risolvere il problema legato alla previsione del futuro. È fondamentale almeno la comprensione di base dell'Ai per potere adattare l'ampia gamma di tipologie di questa tecnologia ai problemi da risolvere, ai bisogni, ma soprattutto alle sfide del settore degli investimenti. Nell'Ai generativa, l'apprendimento automatico, il machine learning (Ml), è una componente fondamentale. Il Ml si basa

sul trattamento statistico e probabilistico di serie storiche che ne determinano una certa inerzia all'origine di problemi di overfitting e underfitting. Quindi, è necessario fare attenzione, poiché utilizzare il machine learning come strumento predittivo è un controsenso scientifico e tecnico di previsione: sarebbe come dire di inserire la retromarcia per andare avanti veloci. Scegliere quindi un'Ai, che deve fungere da guida affidabile per la decisione su un investimento, implica sapere scegliere quale tipologia di intelligenza artificiale ci condurrà alla decisione più efficace. Essa deve essere concepita, a monte, come un motore ad alta precisione, cioè una soluzione avanzata per applicazioni che richiedono elevata precisione e affidabilità. Uno di questi strumenti si chiama Ard™: è un'intelligenza artificiale predittiva di origine militare concepita da Keleny®, detta post-probablistica, perché non si basa sulla statistica contrariamente al machine learning.

Per fare comprendere meglio di che cosa si tratta e qual è la differenza con una normale Ai generativa basata sul machine learning, vediamone le performance in un confronto sulle previsioni dei contratti future sulle materie prime.

CONTRATTI FUTURE SUL GAS

Posto che, per affrontare con la massima consapevolezza la creazione del proprio profilo di rischio, è essenziale comprendere appieno gli

strumenti finanziari oggetto di ogni scelta di investimento, chi sceglie di puntare sulle commodity per diversificare il proprio portafoglio può cogliere questa opportunità in diversi modi:

- investendo su contratti future sulle materie prime;
- puntando direttamente sulle azioni di società che operano nel settore delle commodity;
- utilizzando sicav, fondi comuni d'investimento o Etc che hanno come tema principale l'investimento in aziende o strumenti sottostanti strettamente legati alle commodity.

Sia nel caso di investimenti diretti, sia indiretti, è fondamentale che chi gestisce il portafoglio utilizzi per la previsione strumenti di Ai e algoritmi idonei allo scopo. Facciamo subito un confronto su come diverse Ai possono condurre a risultati completamente diversi tra loro.

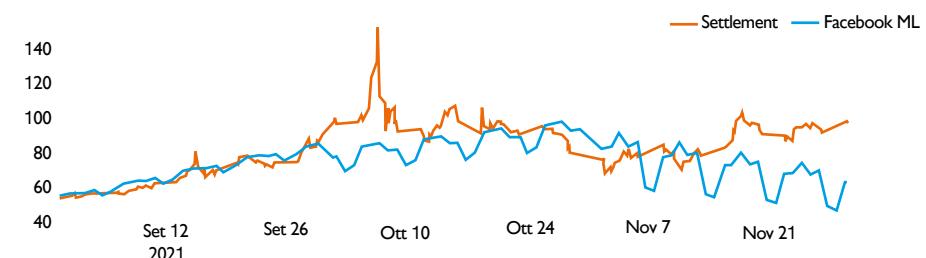
Analizziamo un'attività di back-testing dei Title transfer facility (Ttf) sul triennio 2021-2023 per paragonare la performance di previsione sul gas naturale. È molto interessante guardare l'anno 2021, in particolare nei mesi da settembre a novembre, (figura 1), perché inquadra un periodo di relativa alta volatilità. Come anticipato, i risultati dello strumento di Ml presenta problemi di underfitting e overfitting, intaccando la precisione della previsione e di chi quindi deve gestire investimenti che comprendano questi asset. Ard™, invece, quale strumento di Ai predittiva non basata su

FIG 1. TITLE TRANSFER FACILITY (TTF) DAL SETTEMBRE 2021 AL NOVEMBRE 2021



Nel presente grafico, la linea arancione rappresenta l'andamento effettivo del Title transfer facility (Ttf) nel periodo tra settembre 2021 e novembre 2021.

FIG 2. TITLE TRANSFER FACILITY (TTF) DAL SETTEMBRE 2021 AL NOVEMBRE 2021



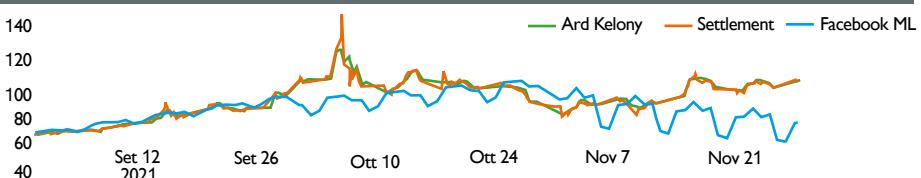
Nel presente grafico, è presente l'andamento effettivo del Ttf (in arancione) e la previsione fatta dall'algoritmo di Facebook basato sul Machine learning (in blu).

FIG 3. TITLE TRANSFER FACILITY (TTF) DAL SETTEMBRE 2021 AL NOVEMBRE 2021



Nel presente grafico, è presente l'andamento effettivo del Ttf (in arancione) e la previsione fatta dall'algoritmo Ard™ proprietario di Kelony® (in verde).

FIG 4. TASSO DI VINCITA DI ARD KELONY NELLA PREVISIONE DEL TITLE TRANSFER FACILITY (TTF)



Risultati:
Ard Kelony 71%
Facebook MI 29%

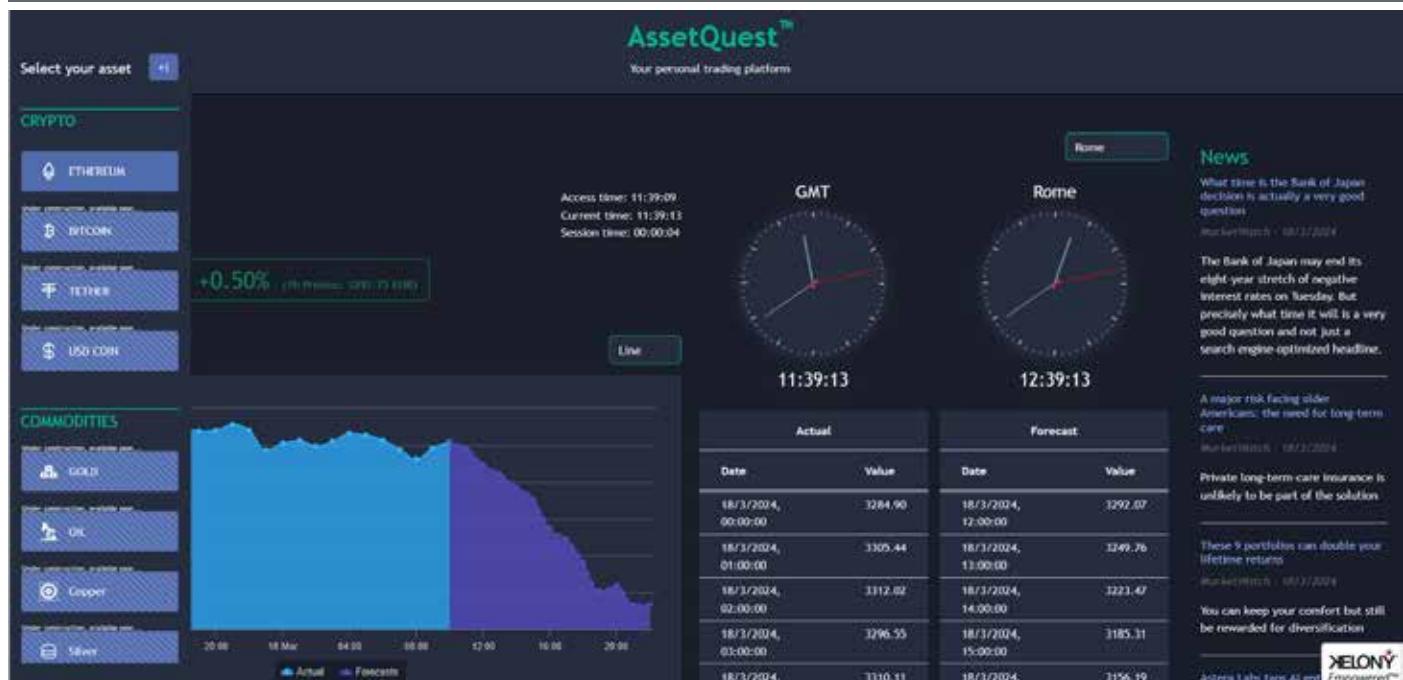
Dal confronto tra le due previsioni svolte emerge che l'algoritmo di Kelony® ha svolto previsioni più accurate rispetto all'algoritmo di Facebook con un winning rate del 71% (vs. il 29%).

FIG 5. LA PRECISIONE DELLA PREVISIONE DI KELONY® DAL 2021 AL 2023



Il presente grafico mostra la previsione di Kelony® (in verde) compiuta negli anni 2021-2023 e confrontata all'andamento effettivo del Ttf (in arancione). La previsione compiuta da Kelony® risulta estremamente accurata.

FIG 6. SCOPRI LA PIATTAFORMA DI TRADING ALL'AVANGUARDIA ASSETQUEST™



Kelony® ha sviluppato AssetQuest™, piattaforma di trading basata sull'algoritmo Ard™, costantemente aggiornata in real-time con dati provenienti da Internet.

serie storiche, ma su analisi di grandi quantità di dati in tempo reale e con un'algoritmica avanzata di origine militare, performa decisamente in modo più accurato assicurando un netto vantaggio competitivo. Paragonato al MI di Meta (Facebook), Ard™ si rivela più precisa nel 71% dei casi. In alcune situazioni, come ad esempio a novembre 2021, il tasso di superiorità delle previsioni di Ard™ raggiunge l'82%. La stessa performance positiva la otteniamo anche nell'intero triennio analizzato. Kelony® ha integrato il motore Ard™ nella piattaforma Asset-Quest™, in modo da poter facilitare il lavoro di chi deve disporre di previsioni ultra precise per la gestione di portafogli di investimento.

FACILITARE IL LAVORO

In sintesi: l'Ai non è solo un mezzo più rapido per analizzare dati come già altri strumenti digitali consentono di farlo, ma rappresenta un cambio radicale nel nostro modo di pensare i dati e gli algoritmi matematici per analizzarli. Si tratta di un cambiamento abilitante affascinante, in piena crescita con alcuni player che spingono sempre più in là i limiti di ciò che la tecnologia è in grado di rivelarci.

I lettori di Fondi&Sicav possono provare Asset-Quest™, la prima piattaforma di Ai predittiva post-probablistica per la gestione di portafogli di investimento, su semplice richiesta a info@kelony.com, precisando il codice F&SAQ nell'oggetto della mail.

Una spinta da guerre e hacker

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

• Il mercato della cybersecurity ha raggiunto un valore di 203,45 miliardi di dollari nel 2022.

• Le stime mostrano un incremento fino a 660,7 miliardi di dollari entro il 2030.

• Negli ultimi 12 mesi la crescita è stata trainata da un aumento degli attacchi informatici, dalla diffusione del cloud computing, dalla crescita del valore dei dati e dalla regolamentazione.

Il mercato globale della cybersecurity ha registrato una crescita esponenziale negli ultimi anni, raggiungendo un valore di 203,45 miliardi di dollari nel 2022, un risultato migliore di 47,62 miliardi rispetto alle previsioni. Si stima che il fatturato totale continuerà a salire a un tasso annuale di crescita composto (Cagr) del 15,9% dal 2022 al 2030, raggiungendo la somma di 660,67 miliardi di dollari entro il 2030.

Lo sviluppo del mercato negli ultimi 12 mesi è stato guidato principalmente dai seguenti fattori.

Aumento degli attacchi informatici.

Il numero e la gravità degli attacchi informatici sono in aumento. Ciò ha portato a una maggiore consapevolezza dell'importanza della sicurezza informatica tra le aziende e le organizzazioni.

Diffusione del cloud computing.

Il cloud computing offre numerosi vantaggi, ma presenta anche nuove sfide per la sicurezza informatica. Le aziende che adottano il cloud computing devono investire in soluzioni di sicurezza per proteggere i propri dati e sistemi.

Crescita del valore dei dati. I dati sono diventati un bene prezioso per le società e la loro perdita può causare danni finanziari e di reputazione significativi.

Regolamentazione. Le normative sul-

la privacy e sulla sicurezza dei dati, come la Gdpr, stanno diventando più severe. Ciò ha spinto le aziende a investire in soluzioni di sicurezza informatica per ottemperare alle normative.

RISCHIO GEOPOLITICO

Il mercato della cybersecurity è intrinsecamente esposto al rischio geopolitico, sia in termini di aumento della domanda, sia per quanto riguarda le criticità nella supply chain. Le tensioni internazionali, le guerre informatiche e le sanzioni economiche possono avere un impatto significativo sulla sicurezza informatica delle aziende e delle organizzazioni.

L'influenza del rischio geopolitico si manifesta attraverso elementi diversi, di seguito elencati.

Attacchi informatici sponsorizzati da attori statali.

Le nazioni ostili possono utilizzare attacchi informatici per colpire le infrastrutture critiche, le aziende e i cittadini di altri paesi.

Interruzione della supply chain.

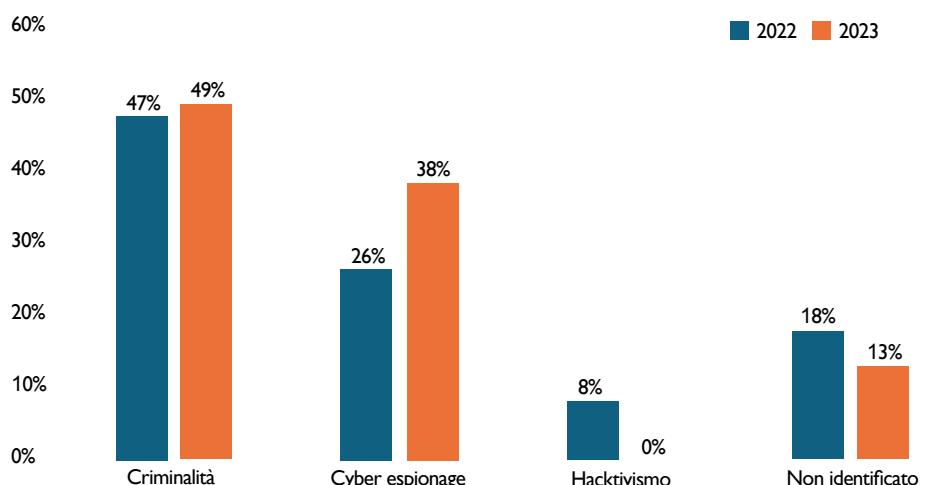
Le sanzioni economiche e le tensioni geopolitiche possono interrompere le catene di fornitura globali, rendendo difficile per le aziende ottenere le tecnologie e i servizi di sicurezza informatica di cui hanno bisogno.

Fuga di dati. Le violazioni dei dati possono essere utilizzate per rubare informazioni sensibili su cittadini, aziende e governi.

Cyberwarfare. La guerra informatica è una minaccia crescente, che può causare danni significativi alle infrastrutture critiche e all'economia. Le imprese e le organizzazioni possono mitigare il rischio geopolitico adottando le seguenti misure:

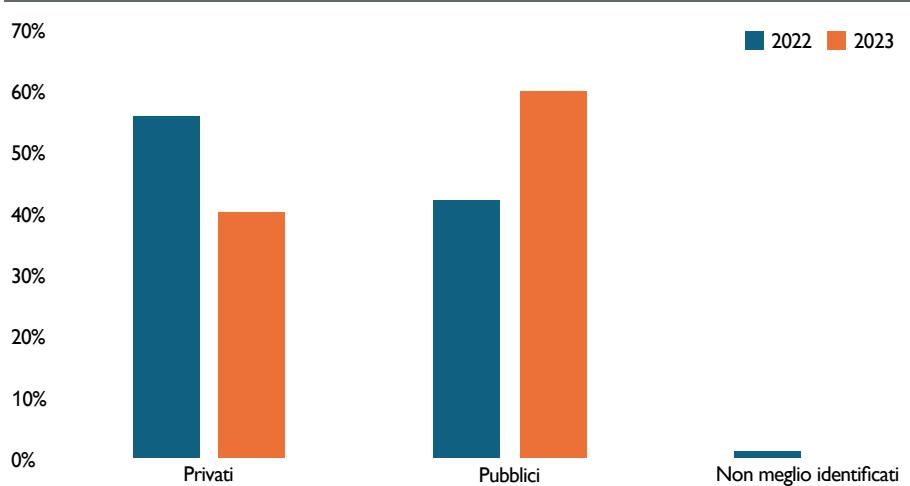
- investire in robuste soluzioni di sicurezza informatica;
- effettuare regolarmente test di penetrazione e valutazione dei rischi;
- sviluppare un piano di risposta agli incidenti informatici;
- favorire lo sviluppo di un contesto di consapevolezza rispetto al rischio cyber;
- monitorare regolarmente il contesto geopolitico per evidenziare nuove minacce emergenti.

ATTORI RESPONSABILI DEGLI ATTACCHI INFORMATICI NEI CONFRONTI DELL'ITALIA



Fonte: dati Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica; elaborazione Aiaig

OBIETTIVI DEGLI ATTACCHI INFORMATICI IN ITALIA



Fonte: dati Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica; elaborazione Aiaig

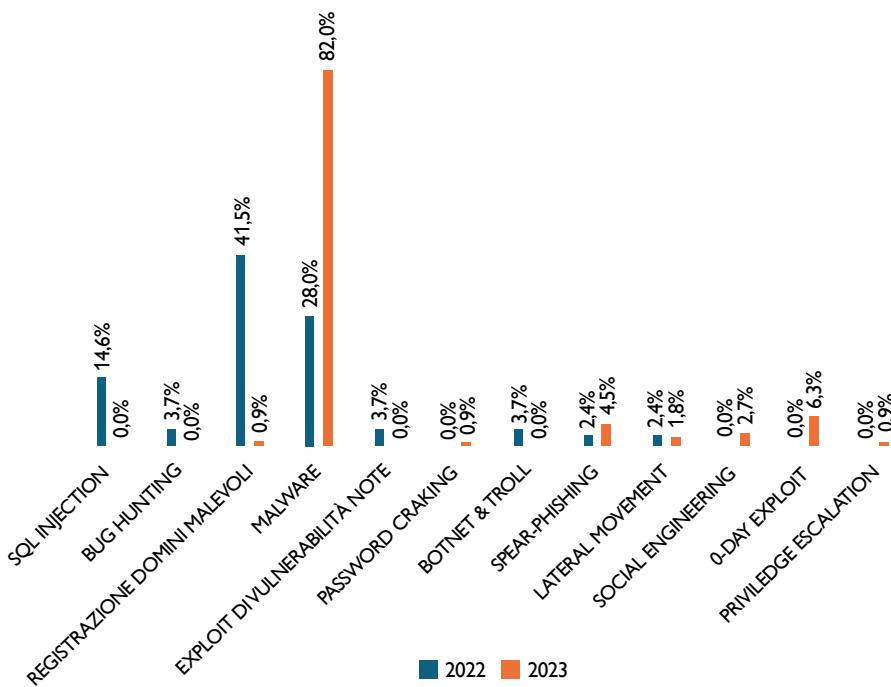
Oltre a quanto sopra menzionato, ci sono diversi ulteriori fattori da considerare.

Dipendenza da fornitori stranieri. Le aziende che dipendono da fornitori stranieri per le loro tecnologie e i servizi di sicurezza informatica possono essere vulnerabili a interruzioni o interferenze.

Legislazione e normative. Le molte normative in materia di sicurezza informatica in vigore nei diversi paesi possono creare complessità e sfide per le aziende globali.

Cyberterrorismo. Il cyberterrorismo è una minaccia crescente che può avere un impatto significativo sulla sicurezza informatica delle aziende e delle organizzazioni. Le società che operano in un contesto geopolitico complesso dovrebbero considerare di sviluppare





Fonte: dati Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica; elaborazione Aig

una strategia di sicurezza informatica specifica che tenga conto dei rischi e delle sfide che si trovano ad affrontare.

ANALISI SWOT

Punti di forza

Elevata domanda: la crescente minaccia di attacchi informatici ha portato a una forte domanda di soluzioni di sicurezza informatica.

Ampia gamma di soluzioni: il mercato offre una varietà di soluzioni per soddisfare le esigenze di diverse aziende e organizzazioni.

Innovazione continua: nuove tecnologie e soluzioni vengono sviluppate continuamente per migliorare la sicurezza informatica.

Forte crescita del mercato: il mercato della cybersecurity è in forte crescita e si prevede che continuerà a espandersi nei prossimi anni.

Presenza di grandi aziende: il settore è dominato da grandi aziende con una forte esperienza e grandi risorse finanziarie.

Punti di debolezza

Complessività: la sicurezza informatica può essere un argomento complesso e difficile da comprendere per le aziende e le organizzazioni.

Mancanza di competenze: c'è una ca-

renza di personale qualificato con buone competenze in materia di sicurezza informatica.

Costi elevati: le soluzioni di sicurezza informatica possono essere costose, soprattutto per le piccole e medie imprese.

Frammentazione del mercato: il mercato è frammentato con un gran numero di piccoli e medi fornitori.

Evoluzione rapida delle minacce: le minacce informatiche evolvono rapidamente, rendendo difficile per le aziende e le organizzazioni stare al passo.

Opportunità

Diffusione del cloud computing: la diffusione del cloud computing crea nuove opportunità per i fornitori di sicurezza informatica.

Crescita dell'Iot: l'Internet of things (iot) offre nuove opportunità per i fornitori di sicurezza informatica.

Nuove tecnologie: l'intelligenza artificiale e il machine learning possono essere utilizzati per migliorare la sicurezza informatica.

Mercati emergenti: i mercati emergenti offrono nuove opportunità per i fornitori di sicurezza informatica.

Aumento della consapevolezza: la crescente consapevolezza dei rischi informatici aumenta la domanda di soluzioni di sicurezza informatica.

Minacce

Evoluzione delle minacce: le minacce informatiche evolvono continuamente, rendendo difficile per le aziende e le organizzazioni stare al passo.

Attacchi mirati: gli attacchi informatici sono sempre più mirati e sofisticati.

Cyberwarfare: la cyberwarfare è un rischio crescente per le aziende e le organizzazioni.

Nuove normative: le nuove normative possono aumentare i costi per le aziende e le organizzazioni.

Concorrenza crescente: la concorrenza nel mercato della cybersecurity è in aumento.

SCENARI DI SVILUPPO

Scenario 1. Crescita costante (alta probabilità)

Il mercato continua a crescere a un ritmo costante, trainato dalla domanda di soluzioni di sicurezza informatica da parte di aziende e organizzazioni. I fattori chiave includono l'aumento degli attacchi informatici, la crescita del valore dei dati e la diffusione di tecnologie come il cloud computing e l'iot. L'impatto può portare a un aumento del numero di fornitori, alla crescita del fatturato e a una maggiore attenzione alla sicurezza informatica da parte di governi e regolatori.

Scenario 2. Consolidamento del mercato (media probabilità)

Il mercato diventa più concentrato, con un numero minore di grandi aziende che dominano. I fattori chiave includono l'aumento dei costi di sviluppo e di commercializzazione, la pressione sui margini di profitto e le acquisizioni/fusioni. Questo impatto porterebbe una minore scelta per i clienti, prezzi più alti e maggiore innovazione dalle grandi aziende.

Scenario 3. Disruption tecnologica (bassa probabilità)

Nuove tecnologie come l'intelligenza artificiale e la blockchain rivoluzionano il mercato e rendendo obsolete le tecnologie esistenti. I fattori chiave includono lo sviluppo di nuove tecnologie di sicurezza informatica, il cambiamento nelle esigenze di sicurezza e l'adozione di nuove tecnologie da parte dei primi utilizzatori. L'impatto sarebbe il fallimento di alcune aziende, la creazione di nuove opportunità per chi sviluppa le nuove tecnologie e una maggiore sicurezza informatica per tutti.

In crociera coi Btp

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

La cultura di una comunità è rappresentata da un'ampia gamma di pratiche e modi di vivere propri di una società, comprese le tradizioni che la caratterizzano. Queste ultime si focalizzano sulla trasmissione di un'eredità culturale attraverso le generazioni e includono aspetti quali la conoscenza, l'arte, i valori etici, le leggi, i costumi, come evidenziano dall'antropologo britannico Edward Burnett Tylor. Ed è proprio grazie alle tradizioni che l'identità di un gruppo si mantiene viva perpetuando principi e usanze nel tempo.

Tuttavia, questo processo crea una distanza tra il significato originario, spesso simbolico, e il contesto ambientale in cui esse sono nate e quello, progressivamente svuotato dei riti tradizionali, in cui si sono tramandate. I riti, invece, sono usi, costumi, norme di vita quotidiana che spesso emergono in modo spontaneo, ma che persistono anche di fronte ai mutamenti storici e sociali, tendendo ad affievolire il pensiero critico dell'individuo e, col trascorrere del tempo, si riducono spesso a mera routine.

* 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.

LINEE DI CONFERMA

Negli anni '50, in un college vicino a Filadelfia, si stavano affermando i primi studi di psicologia sociale, disciplina che, ponendo l'enfasi su come l'individuo percepisce e vive i fenomeni, cercava di indagare il rapporto tra persona e società e, in particolare, le dinamiche di gruppo. Fu qui che uno dei pionieri di queste ricerche, Solomon Asch, propose un esperimento semplice, ma le cui conclusioni aprirono scenari complessi. La prova prevedeva che i partecipanti fossero tutti collaboratori di Asch col compito di esercitare pressione sociale su un solo individuo che era (inconsapevolmente) l'oggetto del test, presentato come un normale esercizio di discriminazione visiva. Alle persone, tutte riunite in un'unica stanza, venivano mostrati due fogli. Sul primo era disegnata un'unica linea, sull'altro tre, di differenti lunghezze, una sola delle quali era identica a quella del primo foglio. A tutti, in successione, veniva chiesto di indicare quale linea, fra quelle del secondo foglio, presentasse la medesima lunghezza

di quella data come riferimento. Il soggetto destinatario della prova era il penultimo o l'ultimo a dovere esprimere la propria opi-

“Gli attori del mercato si adeguano spesso ai movimenti di massa, privilegiando la conformità nel tentativo di minimizzare i rischi e perseguire la sicurezza, mettendo da parte le proprie valutazioni individuali”

nione. Inizialmente, i collaboratori rispondevano in maniera esatta, tuttavia, man mano che il test procedeva, cominciavano a fornire risposte evidentemente errate. Nonostante ciò, la quasi totalità delle persone esaminate subì l'influenza della maggioranza e non diede ascolto alle proprie idee, fornendo risposte inesatte. Solamente una piccola percentuale di individui (circa il 25%) non si uniformò alle decisioni del gruppo e continuò a rispondere in base alle proprie convinzioni personali. Lo scienziato osservò che, nella maggiore parte dei casi, il soggetto sperimentale, in-



FABRIZIO PIROLI
esperto di formazione bancaria
e assicurativa



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario

fluenzato dall'opinione generale, tendeva a dare risposte sbagliate, pur di non distinguersi dalla maggioranza sociale che in quel momento era il suo riferimento. Scopo dichiarato dell'esperimento era dimostrare quanto il solo fatto di essere membro di un gruppo possa portare un soggetto a modificare le sue percezioni oggettive solo per uniformarsi all'opinione comune.

Oltre ad avere percezioni visive alterate, quindi, chi è parte di una struttura sociale tende anche a farsi guidare dalle azioni intraprese dagli altri soggetti e a mettere da parte la propria opinione personale. Il fatto che quasi tre quarti dei partecipanti all'esame abbiano scelto di conformarsi alla maggioranza è indicativo di come funzioni la mente umana.

DARE LA SCOSSA

L'opera di Asch influenzò un suo allievo, Stanley Milgram, che ideò nell'estate del 1961 presso l'Università di Yale un esperimento per certi aspetti controverso. Pubblicò su un giornale del New Haven un annuncio in cui offriva 4 dollari «per

una sola ora del loro tempo» per selezionare 40 uomini della comunità scelti tra determinate categorie e con un'età compresa tra i 20 e i 50 anni per uno studio sulla memoria.

In realtà, poiché era stato molto colpito dal processo al criminale nazista Adolf Eichmann che si stava tenendo a Gerusalemme, era molto interessato a verificare il ruolo che ha l'obbedienza nella vita sociale. Ufficialmente, l'obiettivo dell'esperimento era studiare l'effetto delle punizioni sull'apprendimento. Il soggetto esaminato doveva somministrare un elettroshock a un finto allievo (in realtà un complice di Milgram) che era seduto su una sedia elettrica in un'altra stanza. Ogni volta che costui, cui era stato chiesto in precedenza di memorizzare una serie di coppie di parole, rispondeva in modo sbagliato partiva una scossa. E le scosse crescevano di intensità quanto più aumentavano gli errori nelle risposte. Ovviamente in realtà il congegno era disattivato! Tralasciando le critiche sul piano etico che l'esperimento suscitò (è lecito sottoporre i partecipanti a un simile stato di stress?), i risultati della prova evidenziarono l'enorme impatto che l'autorità può avere sul bersaglio della sua influenza: il 65% dei soggetti testati inflisse (o era convinto di farlo) la scossa più grave, 450 volt. In casi come questi, quindi, l'individuo cade in uno "stato eteronomico" in cui non si considera più libero di intraprendere condotte autonome, vincolato com'è dalla percezione di legittimità dell'autorità (l'esperimento era della prestigiosa Università di Yale), dall'adesione al sistema (l'obbedienza è un processo di socializzazione) e dalla pressione sociale (disobbedire significa mettere in discussione l'autorità di un esperto o rompere il "patto dei 4 dollari all'ora" stabilito con lui). In questo modo, Milgram dimostrò che spesso le norme sociali si adattano al contesto e che, se ritenute "pertinenti" da colui che agisce, possono portare a decisioni non propriamente "razionali" anche per chi le prende.

BTP E CONSERVATORISMO

Nell'articolo del numero precedente, è stato esplorato l'"effetto gregge", un concetto radicato nella psicologia sociale e strettamente legato al conformismo.

Questo fenomeno si manifesta quando gli individui, per evitare incertezze e conflitti, tendono a seguire le norme e i comportamenti predominanti all'interno di un gruppo, ricercando così stabilità e sicurezza nelle interazioni sociali, anche a scapito delle proprie convinzioni personali.

Quando questo comportamento si trasferisce in ambito economico e finanziario, osserviamo una tendenza simile: gli attori del mercato si adeguano spesso ai movimenti di massa, privilegiando la conformità nel tentativo di minimizzare i rischi e perseguire la sicurezza, mettendo da parte le proprie valutazioni individuali. Se ciò si ripete nel tempo e si insedia profondamente nella coscienza collettiva, trasformandosi in una componente della "tradizione popolare" e venendo adottato regolarmente anche in assenza di motivazioni concrete, emerge il fenomeno del conservatorismo. Del resto, scriveva Seneca: «Per essere felici bisogna eliminare due cose: il timore di un male futuro e il ricordo di un male passato».

Il conservatorismo, come approccio o ideologia, enfatizza la stabilità, la tradizione e la resistenza al cambiamento o all'innovazione e riflette una preferenza per l'ordine stabilito e tutto ciò che è percepito come sicuro e affidabile. In questo senso può essere visto come un'estensione dell'istinto di sopravvivenza, mirando a proteggere l'individuo e il gruppo da potenziali minacce e dall'incertezza. E, d'altronde, anche il contesto culturale, l'educazione, l'esperienza personale e la conoscenza influenzano significativamente le opinioni di un individuo, comprese le tendenze conservatrici. Un maggiore accesso all'istruzione e all'informazione può portare gli individui a mettere in discussione tradizioni, convinzioni, pratiche e valori, consentendo loro di valutare criticamente i rischi e i benefici del cambiamento rispetto alla conservazione dello status quo.

Premettendo che non vi sono ostacoli concettuali nell'opzione di investire in Buoni del tesoro poliennali (Btp), spesso ci si interroga sulle dinamiche e sulle motivazioni che spingono numerosi risparmiatori verso questa scelta. Ma si può escludere che un considerevole numero di questi ultimi possa essere indotto ad acquista-

re Btp seguendo l'esempio di molti altri, senza ulteriori valutazioni e quindi senza una profonda comprensione del prodotto finanziario o delle prospettive di mercato future? E tutti costoro sono pienamente consapevoli di come le oscillazioni dei tassi di interesse possano impattare sul valore futuro dei loro investimenti? Il rischio, dunque, risiede nello sviluppo di abitudini e credenze che vengono rinforzate grazie alla reiterazione dei comportamenti, sempre più ardui da modificare o contestare. Questo circolo vizioso, pur contribuendo alla stabilità emotiva dei risparmiatori, indipendentemente dal loro grado di alfabetizzazione finanziaria, può ostacolare l'innovazione e l'adattamento a nuove informazioni o cambiamenti del contesto, limitando così le potenzialità di sviluppo e diversificazione di un portafoglio di investimenti.

UNA PROSPETTIVA DIFFERENTE

Nel suo innovativo libro "Moneyball", Michael Lewis narra di come l'introduzione di principi statistici abbia rivoluzionato il mondo del baseball, introducendo un metodo per selezionare giocatori sottovalutati le cui prestazioni, sommate, potevano eguagliare o addirittura superare quelle di celebrati campioni a costi notevolmente inferiori. Questa strategia, ossia l'importanza di affidarsi a metriche precise piuttosto che a giudizi soggettivi o convenzionali per valutare i giocatori, ha spinto molte squadre a rivedere le loro politiche di costruzione dei team, soprattutto in presenza di budget limitati. Il cambiamento di paradigma, basato su una profonda analisi statistica e su un'ampia raccolta di dati su profili e potenzialità dei giocatori, ha aperto la strada a un approccio più informato e razionale. Perché, allora, non applicare questa filosofia al mondo della consulenza finanziaria per promuovere un cambio di mentalità analogo riguardo agli investimenti, incluso il tradizionale ricorso ai Buoni del tesoro poliennali? Proporre di andare oltre le credenze consolidate, esplorando alternative (obbligazioni a tasso variabile o fondi obbligazionari) che possano replicare o addirittura superare le performance dei Btp senza sfidare direttamente le convinzioni degli investitori, può rivelarsi una strategia efficace. Importante è



comprendere che l'investimento in questo tipo di titoli, di per sé, non è errato qualora sia il frutto di una decisione ben informata. Tuttavia, l'assenza di una riflessione critica dietro questa scelta implica la necessità per gli investitori di acquisire maggiore consapevolezza e conoscenza, evitando di cadere nelle trappole dell'imitazione o della semplificazione. Attraverso esempi concreti, storie e analogie, si può stimolare una nuova prospettiva sugli investimenti. Offrendo supporto informativo e rinforzo positivo ai clienti nel processo che metta in discussione o modifichi le proprie convinzioni, è possibile incoraggiare a sperimentare nuovi comportamenti o idee in modo controllato. Simulazioni e confronti delle performance tra portafogli focalizzati esclusivamente sui Btp e altri più diversificati possono evidenziare l'impatto sulla volatilità e sul rendimento, sottolineando i benefici della diversificazione.

Incoraggiare un apprendimento continuo sulle dinamiche dei mercati finanziari, insieme a un monitoraggio regolare del portafoglio e alla flessibilità nell'adattare la strategia di investimento ai cambiamenti del contesto economico-finanziario, può guidare gli investitori verso l'esplorazione di alternative più allineate ai loro obiettivi e tolleranza

al rischio. È questo modo di procedere che può aiutare gli individui a percepire direttamente i benefici di un cambio di strategia, riducendo la resistenza al cambiamento. Certamente, non è corretto lanciare una campagna pubblicitaria, spacciandola come comunicazione istituzionale, per "aggiungere valore" alla vita di una simpatica coppia di pensionati che, se la sottoscrizione media dell'ultimo Btp Valore è inferiore a 28 mila euro, coi proventi delle cedole incassate potranno fare una crociera molto breve o molto...scomoda!

"Moneyball" suggerisce che, quando non è possibile permettersi un giocatore stellare con prestazioni eccezionali, è necessario cercare alternative combinando le abilità di due o tre giocatori che, insieme, possano replicare quella performance. Questo principio si può applicare anche al mondo della finanza, in cui, per compensare le limitazioni (del proprio comportamento) e le imitazioni (del comportamento altrui) e sfruttare al meglio le opportunità di mercato, è indispensabile affidarsi a due fattori chiave: la profonda competenza e conoscenza degli operatori finanziari unita a una maggiore consapevolezza e formazione finanziaria da parte degli investitori. Altro che crociere!

INTEGRARE I PRINCIPI ESG PER UN INVESTIMENTO RESPONSABILE

Investire responsabilmente fa parte del nostro DNA. La filosofia d'investimento di Comgest si focalizza sulla crescita della qualità a lungo termine: società con solide pratiche commerciali e finanziarie in grado di generare una crescita sostenibile degli utili.



Il fondo Comgest Growth Global ha il 78% in meno di emissioni di carbonio rispetto all'indice MSCI AC World¹

Prima dell'adesione leggere il prospetto e il KID, disponibili presso i collocatori. L'investimento comporta rischi. L'impronta di carbonio di un fondo cerca di determinare la quantità di gas a effetto serra diretto e indiretto (GHG) emessa dalle società in cui il fondo è investito.

(1) Fonte: Comgest, MSCI. Dati al 31-dic-2023. Calcoli dell'impronta di carbonio basati sui dati sulle emissioni di carbonio MSCI: tCO2e per milioni di dollari investiti. L'impronta stima la quantità di gas serra di Scope 1 e 2 emesse dalle società in portafoglio.

Ai sensi del Regolamento 2019/2088 (UE), per informazioni più dettagliate sull'integrazione ESG, consulta il nostro sito web www.comgest.com. Si prega di notare che la Società di Gestione può decidere di porre fine agli accordi presi per la commercializzazione dei comparti ai sensi dell'Articolo 93 bis della Direttiva 2009/65/CE e dell'Articolo 32 bis della Direttiva 2011/61/UE. Per una sintesi dei diritti degli investitori e delle linee guida per le azioni individuali o collettive, vi invitiamo a consultare il sito internet www.comgest.com/it/informazioni-sulla-regolamentazione.

Comgest Asset Management International Limited è una società di investimento regolata dalla Banca Centrale di Irlanda. La sede registrata è al 46 St. Stephen's Green, Dublino 2, Irlanda. Comgest Italia è un succursale di Comgest Asset Management International Limited (CAMIL), una impresa di investimento regolata dalla Banca Centrale d'Irlanda. Comgest Italia è inoltre soggetta alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) info.italia@comgest.com

Una bussola nel mare dei fondi

a cura di **Emanuela Zini**

Il contesto di mercato di inizio 2024 sta rimettendo in luce il valore della gestione attiva, un plus che torna a riflettersi nei dati sulla raccolta gestita delle reti. Ma orientarsi nel vasto universo dei fondi non è facile. Per mettere a disposizione dei propri clienti una bussola verso i migliori prodotti, Banca Generali continua a lavorare sulla sua Lux Im. Il 2024, iniziato con mercati ai massimi, ma nervosi, la persistenza di pressioni al rialzo sui prezzi in specifici settori economici e mutevoli aspettative in relazione all'attesa svolta da parte delle banche centrali verso politiche monetarie espansive, sembra un mix ideale per fare riscoprire agli investitori il valore della gestione attiva, a patto di saper-si orientare in un universo vasto e variegato come quello dei fondi di investimento.

Facciamo un passo indietro: il 2023 è stato un anno difficile per il risparmio gestito in Italia, con i flussi nei fondi gestiti tornati a fare i conti con la concorrenza dei titoli di stato in particolare e del risparmio amministrato in generale. I dati di raccolta delle banche-rete italiane dei primi mesi del 2024 hanno però mostrato segnali positivi di un ritorno degli investitori verso le soluzioni gestite. Nello specifico, Banca Generali ha registrato una raccolta di oltre 503 milioni di euro da inizio anno nelle soluzioni di investimento.

Ma questo cambio di trend di ritorno verso il gestito è destinato a consolidarsi? E come possono gli investitori trovare una bussola per orientarsi nella sterminata offerta che caratterizza il mercato dei fondi d'investimento? A rispondere è **Gianluca Vallosio**, responsabile direzione prodotti di **Banca Generali**. «Certamente possiamo parlare di ritorno al gestito, anche in considerazione delle tante incertezze che stanno caratterizzando lo scenario politico ed economico attuale, contrassegnato da tensioni geopolitiche, deglobalizzazione, decarbonizzazione, incertezza elettorale sulle due sponde dell'Atlantico e una gestione dell'inflazione da parte delle banche centrali più complessa del previsto. Tutti elementi che contribuiscono a creare uno scenario in cui l'esposizione al mercato non può essere solo passiva, ma in cui serve una gestione attiva, intesa come capacità di costruire e adattare strategicamente e tatticamente l'asset allocation dei portafogli per estrarre il maggiore valore dalle singole asset class. Il tutto finalizzato a proteggere nel medio-lungo periodo il patrimonio e a generare un livello di rendimento positivo in termini di tassi reali».



GIANLUCA VALLOSIO
responsabile direzione prodotti
Banca Generali

Quanto incide nella scelta del gestito la forte correlazione positiva vista negli ultimi anni tra le maggiori asset class tradizionali: azionario e obbligazionario?

«Avere a disposizione strategie in grado di decorrelarsi dall'andamento generale del mercato è un elemento vincente, allo scopo di fare beneficiare i portafogli tanto in termini di minore volatilità e rischio, quanto in termini di rendimento, migliorando il profilo complessivo di rischio-rendimento dei portafogli. È peraltro fondamentale avere accesso alle migliori competenze offerte dagli asset manager a livello globale. Nel panorama estremamente ampio delle soluzioni di risparmio gestito, Banca Generali vuole offrire ai propri clienti e private banker solo le eccellenze gestionali offerte dai propri partner attraverso la propria piattaforma lussemburghese Lux Im, che, a oggi, facendo leva sul meccanismo delle deleghe di gestione, è composta da circa 80 comparti, per 17 miliardi di euro di masse gestite, di cui 4 miliardi direttamente e 13 in delega».

Su quale base è stato costruito questo strumento?

«Lux Im nasce dal nostro costante lavoro di ascolto dei bisogni dei clienti e di ricerca continua delle migliori soluzioni a questi bisogni, mettendo a loro disposizione gli strumenti più adatti ad aiutarli a fare diventare realtà i loro progetti per il futuro. In questa ricerca ci avvaliamo della collaborazione dei gestori internazionali più riconosciuti, in grado di offrire le strategie più innovative ed efficaci. Lux Im si fonda su questa proposizione: mettere a disposizione dei clienti le migliori strategie presenti su un mercato ampio come quello

dei fondi, selezionandole in base a principi di competitività, trasparenza, diversificazione e tutela. Una vera e propria bussola per aiutare gli investitori a orientarsi e a trovare la propria strada nel mare magnum dei fondi».

Qual è, più nello specifico, la struttura di questa sicav?

«La specifica struttura di Lux Im, costituita da un completo ventaglio di asset class, consente di dare accesso alle migliori competenze e flagship fund degli asset manager a livello globale. Attraverso questa piattaforma, i consulenti di Banca Generali trovano le più efficaci strategie e i building block per potere costruire portafogli su misura per i clienti in ogni fase di mercato. La struttura della Sicav è impostata anche per garantire flessibilità e reattività a clienti e consulenti: grazie agli switch tra comparti è possibile entrare e uscire rapidamente dai mercati, mentre la personalizzazione comprende la possibilità di investire gradualmente con piani di accumulo, impostati in base alle proprie necessità. Mettere a disposizione la selezione delle migliori competenze è un lavoro che non si ferma mai e va portato avanti tramite costanti analisi e monitoraggi per offrire ai clienti strumenti sempre adatti alle condizioni di mercato che si trovano a navigare».

Utilizzate strumenti non tradizionali?

«Il nostro è un percorso che ci vede continuamente al lavoro per migliorare costantemente la nostra gamma di strategie, collaborando con i nostri partner per ag-

giornare e adattare la nostra offerta nel tempo. L'ultimo passo in questa direzione passa dal rafforzamento della gamma con 13 nuovi comparti che contemplano strategie cosiddette liquid alternative, decorrelate rispetto a quelle tradizionali e obbligazionarie, in coerenza con l'attuale contesto di mercato nel quale riteniamo opportuno avere a disposizione strumenti che consentano di allungare la duration di portafoglio e siano guidati da gestori esperti, che sappiano ben navigare negli attuali non semplici contesti e siano capaci, contestualmente, di intercettare le ritrovate crescenti richieste di flussi cedolari da parte degli investitori».

Avete anche investimenti tematici in portafoglio?

«Lux Im può contare su una più che consolidata esperienza nella gestione azionaria e settoriale, con una particolare expertise sull'investimento tematico, come dimostrato dai più che apprezzabili risultati dei nostri fondi Lux Im Flexible Equities, Lux Im World Equities, Lux Im Ai & Data, Lux Im Innovation Strategy, Lux Im Consumer Tech e Lux Im Medtech, che sono tra i fiori all'occhiello dell'offerta, posizionandosi costantemente nel primo quartile. In questo paradigma, i criteri Esg restano il denominatore comune per assicurare la creazione di valore sostenibile nel lungo periodo, insieme a trasparenza e consapevolezza. Siamo convinti che questa sia la strada giusta da percorrere in un momento di mercato pieno, tanto di opportunità, quanto di rischi, come è quello che stiamo attraversando».



AIFMD II

Le nuove norme in materia di Fia che erogano prestiti

di **Francesco Donadei, Zitiello Associati**



Lo scorso 27 febbraio 2024, il Consiglio dell'Unione Europea ha adottato il testo della proposta di direttiva Aifmd II che modifica quelle Aifmd e Ucits per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi.

Si tratta di un atto che segna la conclusione del lungo iter cominciato con la proposta della Commissione Europea del 25 novembre 2021 e proseguito poi con il parere della Banca Centrale Europea del 9 agosto 2022 e, soprattutto, con l'adozione da parte del Parlamento Europeo della propria posizione in prima lettura in data 7 febbraio 2024. La Aifmd II contiene un set di nuove norme che hanno l'obiettivo di migliorare i mercati dei capitali e rafforzare la tutela degli investitori nell'Unione Europea; per perseguire questo obiettivo, la Direttiva interviene principalmente sulla Aifmd, ma anche sulla Ucits negli ambiti relativi alla delega di gestione, alla custodia delle attività, alle segnalazioni a fini di vigilanza e alla gestione del rischio di liquidità.

I CONTENUTI PIÙ RILEVANTI

Ciò posto, i contenuti maggiormente rilevanti della Aifmd II riguardano le novità in materia di fondi alternativi (Fia) che erogano prestiti che, ad avviso del legislatore europeo, possono costituire una fonte di finanziamento alternativo per l'economia reale fornendo finanziamenti essenziali alle piccole e medie imprese dell'Unione, per le quali è normalmente più difficile accedere ai canali di prestito tradizionali. In tale contesto, la Direttiva è volta a evitare che approcci normativi nazionali divergenti possano condurre a fenomeni di arbitraggio regolamentare da un lato e a livelli diversi di tutela degli investitori dall'altro lato, ostacolando in tal modo la creazione di un mercato efficiente per la concessione di prestiti da parte dei Fia.

In ragione di quanto sopra, una volta che l'Aifmd II sarà implementata a livello nazionale, i gestori di Fia che concedono prestiti potranno svolgere le proprie attività in tutti gli stati membri dell'Unione Europea su base transfrontaliera.

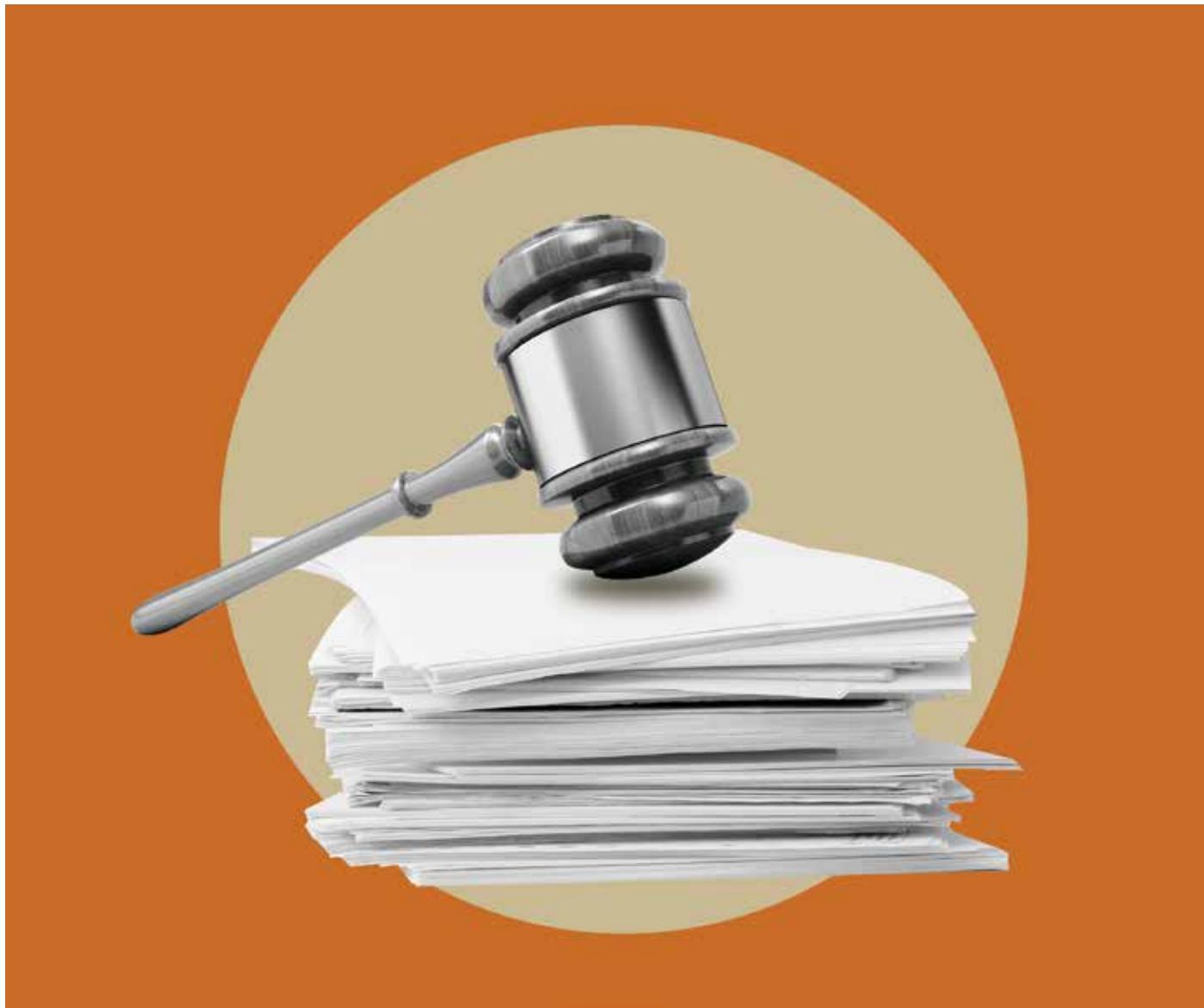
A testimonianza della rilevanza del fenomeno di concessione di prestiti da parte dei Fia sopra descritto, la Direttiva introduce nella Aifmd le definizioni di "concessione del prestito" e di "Fia concedente prestiti". In particolare, l'attività di concessione del prestito può essere svolta da parte del Fia direttamente in qualità di prestatore

I contenuti maggiormente rilevanti della Aifmd II riguardano le novità in materia di fondi alternativi (Fia) che erogano prestiti i quali, ad avviso del legislatore europeo, possono costituire una fonte di finanziamento alternativo per l'economia reale fornendo finanziamenti essenziali alle piccole e medie imprese dell'Unione

originario oppure, indirettamente, attraverso un terzo o una società veicolo che concede un prestito per il Fia o per conto dello stesso, oppure per un gestore di Fia o per conto dello stesso rispetto al Fia, quando il gestore o il Fia partecipa alla strutturazione del prestito, o all'accordo preliminare delle sue caratteristiche o alla loro definizione, prima di assumere esposizioni sul prestito. Inoltre, un Fia deve considerarsi come concedente prestiti quando la sua strategia di investimento consiste principalmente nel concedere finanziamenti, oppure quando i prestiti concessi dal Fia hanno un valore nozionale che rappresenta almeno il 50% del suo valore patrimoniale netto.

MEGLIO FIA DI TIPO CHIUSO

Sarà vietato gestire Fia che svolgono attività di concessione di prestiti nel caso in cui la strategia di investimento di tali Fia consista, in tutto o in parte, nel concedere prestiti al solo scopo di trasferire tali prestiti o esposizioni a terzi. In linea di principio, i Fia che concedono prestiti saranno di tipo chiuso, tuttavia, un gestore sarà autorizzato a gestire un Fia che concede prestiti di tipo aperto se sarà in grado di dimostrare all'autorità di vigilanza competente che il sistema di gestione del rischio di liquidità del Fia è compatibile con la sua strategia di investimento e la sua politica di rimborso.



NESSUN PRESTITO AI GESTORI

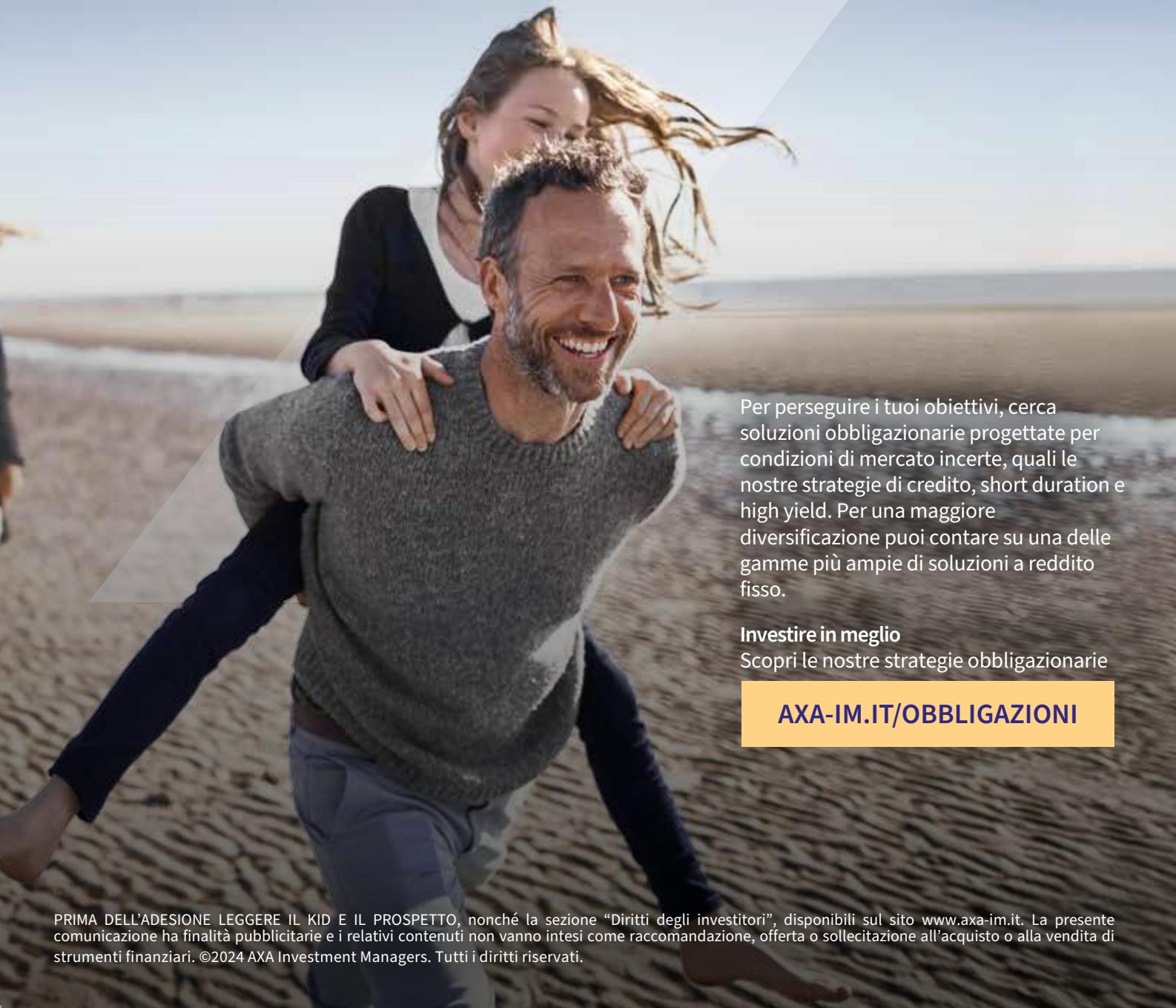
Con riferimento alle restrizioni sulla concentrazione dei prestiti, un Fia non potrà concedere prestiti al proprio gestore, a qualsiasi membro del gruppo del gestore, al suo personale o al depositario. I Fia non potranno inoltre prestare più del 20% del loro capitale a un singolo mutuatario che sia un Fia, un Oicvm o un'impresa finanziaria. Infine, gli stati membri potranno scegliere di limitare i prestiti dei Fia ai consumatori. Al fine di mitigare il rischio legato alla concessione di prestiti di scarsa qualità che vengono poi venduti sui mercati secondari, il gestore dovrà garantire che il Fia trattenga, similmente a quanto già avviene nelle operazioni di cartolarizzazione in cui il cedente è tenuto ad assolvere i cosiddetti obblighi di "retention", il 5% del valore notizionale di ciascun prestito che il Fia ha concesso e successivamente trasferito a terzi. Tale percentuale è trattenuta fino alla scadenza per i prestiti la cui scadenza ha un termine massimo di otto anni e per i prestiti concessi ai consumatori indipendentemente dalla loro scadenza e per un periodo di almeno otto anni per gli altri prestiti. A livello di governance interna, i gestori dei Fia che concedono prestiti dovranno stabilire e attuare politiche, procedure e processi per l'erogazione di prestiti e l'amministrazione e il monitoraggio del portafoglio creditizio, che dovranno essere rivisti almeno una volta all'anno.

Per quanto riguarda le informazioni agli investitori da rendere ai sensi dell'art. 23 della Aifmd, i Fia che concedono prestiti dovranno rendere pubblici la composizione del portafoglio dei prestiti concessi, tutte le commissioni, gli oneri e le spese che sono stati direttamente o indirettamente a carico degli investitori su base annuale e l'identità di qualsiasi società controllante, controllata o società veicolo utilizzata in relazione agli investimenti del Fia dal gestore o per conto del gestore. Salvo eccezioni, per quanto riguarda i limiti alla leva finanziaria, i Fia che concedono prestiti di tipo aperto saranno soggetti a un limite di leva finanziaria del 175%, mentre i Fia che concedono prestiti di tipo chiuso saranno soggetti a un limite di leva finanziaria del 300%.

È previsto un regime di "grandfathering" per i prestiti concessi prima dell'entrata in vigore dell'Aifmd II: i Fia esistenti al momento dell'entrata in vigore della Direttiva potranno beneficiare della clausola di salvaguardia anche per quanto riguarda le preferenze per il tipo chiuso e i limiti alla leva finanziaria. La Aifmd II sarà ora pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea ed entrerà in vigore decorsi 20 giorni dalla pubblicazione, mentre gli stati membri avranno 24 mesi di tempo dall'entrata in vigore della Direttiva per recepirne le norme nella propria legislazione nazionale.



Mantieni saldi i tuoi obiettivi nonostante i tassi in movimento



Per perseguire i tuoi obiettivi, cerca soluzioni obbligazionarie progettate per condizioni di mercato incerte, quali le nostre strategie di credito, short duration e high yield. Per una maggiore diversificazione puoi contare su una delle gamme più ampie di soluzioni a reddito fisso.

Investire in meglio
Scopri le nostre strategie obbligazionarie

AXA-IM.IT/OBBLIGAZIONI

CONSULENTI &

RETI



«Un altro ambito in cui il risparmio gioca un ruolo cruciale è i bisogni. I bisogni sono quegli eventi, quelle scadenze, che certamente accadranno. Sicuramente i figli andranno a scuola, cresceranno, avranno necessità di aiuto economico per raggiungere la totale indipendenza finanziaria. Se non succede nulla, certamente ognuno di noi invecchierà, lascerà il lavoro, entrerà nell'età pensionabile. Dove il consulente può fare la differenza? Nel fare in modo che le persone di cui si occupa arrivino preparate a ciascuna scadenza. Deve adoperarsi perché la sostenibilità del tenore di vita sia garantita»

STEFANO VOLPATO
direttore commerciale
Banca Mediolanum

STEFANO VOLPATO
direttore commerciale
Banca Mediolanum

CONSULENTI &
RETI

Professione: seguire i bisogni

a cura di Alessandro Secciani

Stefano Volpato, direttore commerciale di **Banca Mediolanum**, ha sempre mostrato un grande interesse per i giovani consulenti finanziari e, nel momento in cui Fondi&Sicav lo ha interpellato nell'ambito dell'inchiesta sulle difficoltà delle nuove generazioni a iniziare un lavoro abbastanza complesso come quello dell'advisor, ha voluto alzare molto il tiro sull'importanza della scelta che un neoprofessionista compie. Non è solo una questione di tempi di affermazione o di acquisire portafogli importanti, sembra dire Volpato, ma al contrario occorre prima comprendere profondamente il valore, anche sociale, di ciò che si va a fare.

Che cosa bisogna fare per avvicinare i giovani alla consulenza finanziaria?

«Prima di parlare dei giovani e di come farli avvicinare a un mestiere meraviglioso come il nostro, occorre capire che cos'è la consulenza finanziaria. Possiamo guardare alla professione da due angolazioni diverse. Certamente quello dei risparmi è un mercato di dimensioni enormi. La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane supera i 5.700 miliardi, con una capacità media di accumulo intorno al 10% del reddito lordo. A questo dato si aggiunge quello della capitalizzazione. Ipotizzando una rendita media del 3% annuo su 5.700 miliardi, possiamo apprezzarne le potenzialità».

Quindi la base economica sulla quale lavorare è molto ampia...

«Non solo. Il mestiere può essere osservato anche da un'altra prospettiva, cioè perché lo facciamo. Il perché riempie di significato ogni azione che compiamo, ogni nostro pensiero. Il primo manifesto che parla di consulenza finanziaria apparve a Chicago il 12 dicembre del 1969 e recitava: "Il pianificatore finanziario deve aiutare le persone a imparare come spendere, come risparmiare, investire, assicurarsi e pianificare con saggezza il futuro per raggiungere l'indipendenza finanziaria!". Già nel 1969, quindi, emergeva chiaramente lo scopo di questo servizio. Banca Mediolanum è stata fondata su questo principio che Ennio Doris aveva così codificato: "Il cliente mette nelle nostre mani la sua vita e io devo fare tutto ciò che è in mio potere per fare sì che questo cliente raggiunga gli obiettivi per i quali ha tanto faticato". Partire da



questo assunto ci aiuta a capire la valenza ultima della nostra professione. Quando leggo che la consulenza finanziaria risolve esigenze mi spazientisco. Cosa vuole dire risolvere esigenze? Niente».

Qual è allora la valenza ultima?

«Quando entro in una famiglia, guardo con attenzione le persone che ho di fronte. E che cosa vedo? Una famiglia fatta di fragilità, di bisogni e di progetti di vita. Una cosa totalmente diversa dal risolvere le esigenze. Comprendere il futuro della famiglia significa pianificarlo in maniera dinamica. Comporta avere estremamente chiaro che il futuro di quella famiglia passa dal togliere tutte quelle bucce di banana che può incontrare. Noi ci impegniamo nella protezione, perché ci occupiamo della vita delle persone. Proviamo a immaginare le spese sanitarie. Sono variabili che diventeranno certezze nel corso del tempo. Quanto è importante che quando si presenterà un problema di salute quella famiglia possa avere un servizio rapido, qualificato, pro-

fessionale, cortese ed efficiente? Un altro ambito in cui il risparmio gioca un ruolo cruciale è i bisogni. I bisogni sono quegli eventi, quelle scadenze, che certamente accadranno. Sicuramente i figli andranno a scuola, cresceranno, avranno necessità di aiuto economico per raggiungere la totale indipendenza finanziaria. Se non succede nulla, certamente ognuno di noi invecchierà, lascerà il lavoro, entrerà nell'età pensionabile. Dove il consulente può fare la differenza? Nel fare in modo che le persone di cui si occupa arrivino preparate a ciascuna scadenza. Deve adoperarsi perché la sostenibilità del tenore di vita sia garantita. Infine, il risparmio serve a realizzare i progetti, le aspirazioni, i sogni, l'unico elemento di cui le persone hanno contezza. Ebbene, abbinare soluzioni assicurative e finanziarie a fragilità, bisogni e progetti di vita genera valore in quella famiglia. Questa capacità rientra nella competenza tecnica».

Ma è solo un problema di competenza tecnica?

«La tecnica da sola non basta. Occorrono altre due componenti per fare di una figura professionale un professionista completo. Mi riferisco alle competenze relazionale ed emotiva. La prima è fondamentale per creare un buon rapporto, per entrare in empatia, letteralmente per entrare nel *pathos* dell'altro. Occorre pensare al cliente non come a un codice, un numero, ma a una persona già ti predispone a dimostrare interesse verso l'altro, a dimostrare vicinanza anche personale soprattutto in situazioni difficili, che non sono solo finanziarie. Se qualcuno ci sta accanto nei momenti complessi, ce ne ricordiamo e gliene siamo riconoscenti. Sviluppare una competenza emotiva significa comprendere l'animo umano e anticipare le sue reazioni. Di fronte alla volatilità dei mercati, è naturale che il cliente abbia paura, che si senta smarrito. Comprendere questo stato d'animo rientra nella competenza emotiva. Sapere come reagirà quel singolo individuo, conoscere a priori le sue reazioni abituali sono abilità della competenza relazionale.



Infine, fargli adottare comportamenti corretti, dettati da una razionale lettura dello scenario presente e soprattutto passato, sono abilità che rientrano nella sfera tecnica. Ecco, per arrivare a maturare un bagaglio professionale così completo, ci vogliono anni, soprattutto se si imbocca questo percorso da soli».

In termini concreti, che cosa significa tutto ciò per voi?

«Quando nel maggio del 2019 ho presentato il progetto Next a Ennio e Massimo Doris ho detto loro che ci dovevamo proiettare verso la modernità. Per me modernità significa servire il maggior numero possibile di famiglie italiane. Oggi la quota di mercato della consulenza finanziaria è poco sotto il 20%: vuole dire che il restante 80% non dispone di un professionista competente, cointeressato, totalmente dedicato alla famiglia, che si occupa, sia delle questioni più banali, a scarso valore aggiunto, sia di tematiche più sofisticate e complesse dal punto di vista tecnico. Per crescere numericamente in modo significativo, Banca Mediolanum ha deciso di intraprendere una strada a doppia via: da una parte ci siamo strutturati per trasformare ciascuno dei nostri 4.500 family banker in imprese, in una sorta di studio associato,

con al centro il professionista che detiene la relazione con il cliente e, attorno a lui, figure specialistiche su ambiti strategici, che lo supportano e lo coadiuvano nel fornire un'assistenza d'eccellenza in tempi rapidi. Contestualmente, dal 2021 è partito il Programma Next che ha l'obiettivo di formare banker consultant, ovvero brillanti neolaureati in professionisti della consulenza finanziaria. Il percorso prevede inizialmente un master semestrale full time in banking consulting, finalizzato al superamento dell'esame Ocf, cui segue un affiancamento pluriennale con i nostri private banker e wealth advisor abbinati».

Può dare qualche numero?

«A oggi sono 234 i banker consultant operativi sul campo, mentre 167 sono quelli impegnati nel master. I senior coinvolti sono 380, alcuni con due, tre o quattro banker consultant, mentre da qualche mese è partita la dodicesima classe. Anche se il programma è relativamente giovane, posso dire che i senior che hanno al proprio fianco uno junior registrano volumi di crescita su tutte le aree di business. A dimostrazione del fatto che la cooperazione tra generazioni non solo è possibile, ma virtuosa. Da una parte occorre farsi trascinare da un mercato straordinaria-

mente in espansione, caratterizzato da un ambiente stimolante, proteso alla crescita professionale e umana. Dall'altra, bisogna posizionarsi su una modalità di ascolto e comprensione delle aspirazioni dei giovani, rappresentando correttamente una proposizione vincente che li può valorizzare».

Secondo le previsioni di Bankitalia e di molti altri, gli italiani stanno andando incontro a un impoverimento generale. Questo fatto non rischia di togliere opportunità a un giovane che inizia oggi la carriera di consulente?

«L'impoverimento generale che lei cita è un dato effettivamente preoccupante, che credo non abbia trovato sufficiente spazio sui media. Qualche mese fa, la Banca d'Italia ha comparato la ricchezza pro capite degli italiani con quella degli altri paesi a livello mondiale. Ebbene, fino al 2011 l'Italia era leader al mondo per capacità di risparmio, vantava una ricchezza di 159.700 euro per ogni persona, mentre quella statunitense era di 152.300 euro. Staccava la Germania di 50 punti percentuali. Nell'ultimo decennio, però, la situazione si è ribaltata. A fine 2022, lo stacco tra Italia e Germania è stato dell'85% a favore dei tedeschi, mentre gli americani hanno accumulato una ricchezza finanziaria di 15 volte superiore agli italiani. Eppure, la ricchezza delle famiglie italiane è cresciuta in questo decennio. È passata da 159.700 a 176.000 euro pro capite, ma, a causa dell'erosione inflativa, si è creata una condizione di stagnazione».

Sono dati molto pesanti, in effetti.

«Io trovo questa situazione allarmante perché rischia di fare disperdere una risorsa straordinaria del paese, il risparmio, che può essere considerato un patrimonio culturale, educativo, figlio della saggezza popolare. I nostri genitori avevano imparato e ci hanno insegnato l'arte dell'accumulo. Dividevano in barattoli lo stipendio: la laurea di Luca, il matrimonio di Andrea, le spese per le bollette, per gli alimentari. Questo virtuosismo, che è alla base della pianificazione finanziaria, non ha però trovato nel tempo corrispondenza con un crescente acculturamento finanziario. Già uno studio tra il 2011 e il 2021 faceva emergere che la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane era aumentata del 32% contro il 118%

di quella degli americani. L'inefficienza nella gestione dei risparmi degli italiani si deve principalmente alla liquidità infruttifera in conto che rappresenta ancora oggi il 30% della ricchezza finanziaria. Eppure, il risparmio non ha una funzione estetica, è la risorsa essenziale con la quale faremo fronte agli appuntamenti della vita. Ricordo che la mia è la prima generazione che si trova a doversi occupare contemporaneamente di figli che raggiungono la completa indipendenza economica sempre più in là nel tempo e di genitori anziani che necessitano di assistenza sociosanitaria. Questi bisogni sono scadenze che certamente si manifesteranno nel corso del tempo. Arrivare impreparati a questi appuntamenti, o come ha ben detto il Censis a fine 2023 "sonnambuli dinanzi ai presagi", ci farà pagare un conto salatissimo con evidenti ripercussioni sulla dignità di vita».

Come si inserisce in questo quadro il consulente finanziario?

«Il dovere di noi consulenti finanziari è aiutare le persone a guardare alla propria vita in maniera dinamica e non statica, distogliendo lo sguardo dal passato per volgerlo al futuro. Tra qualche decennio non saremo solo un po' più vecchi, ma uguali a oggi. Si potranno manifestare discontinuità che occorre rappresentarsi per tempo. Da questo quadro emerge chiaramente quanto sia forte il bisogno di consulenza. L'industria ha la responsabilità morale di fare la differenza rispetto a temi socialmente così forti. Credo che l'unico modo per il settore di vincere la sfida sia riuscire ad acquisire dimensioni ancora più importanti per offrire a un numero sempre più alto di persone un servizio non più opzionale, ma essenziale. Come vede le opportunità per un giovane ci sono, eccome! Basta saperle cavalcare».

Perché secondo lei gli italiani sono ancora restii ad affidarsi a un consulente?

«"Sonnambuli, ciechi dinanzi ai presagi". Questa è la definizione con cui il Censis ha appellato gli italiani, come ho già ricordato. È come se i nostri connazionali fossero precipitati in un sonno profondo che non permette loro di pesare correttamente l'impatto economico che avranno temi sociali largamente prevedibili. Secondo le stime dell'istituto di ricerca,



nel 2050 ci saranno 4 milioni di italiani in meno e oltre 9 milioni di contribuenti in meno. È evidente che le nostre tasche ne risentiranno. Ma non è un fenomeno nuovo. Già oggi quasi il 35% delle famiglie italiane si deve occupare di un familiare non autosufficiente e una prestazione sanitaria su due viene pagata privatamente. Anche il sistema previdenziale è in sofferenza. Alle condizioni attuali il tasso medio di sostituzione tra reddito e pensione per un lavoratore autonomo è del 45% e sale al 65% per un dipendente. Tutte le stime ci portano a pensare che queste percentuali si andranno sempre più ad assottigliare, generando un gap importante da colmare per mantenere il proprio tenore di vita nella terza e quarta età».

Vista così la situazione è terrificante. Abbiamo solo cattive notizie davanti?

«La buona notizia, come già dicevo, è che la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è alta, circa 5.700 miliardi, con una capacità media di risparmio intorno al 10% del reddito lordo. Per non disperdere il patrimonio accumulato e la buona abitudine tutta italiana di rinunciare a parte del consumo per destinarlo al risparmio, occorre un cambio di prospettiva. È ne-

cessario comprendere che dietro al risparmio ci sono tre grandi temi con i quali dovremo confrontarci: fragilità, bisogni e progetti di vita».

E perché i giovani sono ancora restii a iniziare questa professione, che offre così tante opportunità?

«Sta all'industria rappresentare correttamente la magia di questa professione. Parlo di magia perché credo che questa sia una delle poche attività che coniuga la possibilità di essere determinante nella vita degli altri con la naturale voglia di autoaffermazione. Inoltre, risponde perfettamente alle aspettative lavorative dei giovani. I ragazzi vogliono essere gestori del loro tempo, vogliono lavorare per obiettivi e dare un senso etico sociale al loro impegno professionale. A queste esigenze si sommano le straordinarie potenzialità di un mercato ricco. Viste le sfide che pone, si tratta di un ambiente stimolante, che favorisce la crescita professionale, oltre che umana. Chi si relaziona con gli altri tende naturalmente a sviluppare uno spessore umano personale. Io credo che la consulenza finanziaria sia l'apoteosi per un giovane che voglia coniugare le proprie aspirazioni alla possibilità di dare un contributo nel mondo».

L'orgoglio della diversità

a cura di Alessandro Secciani

È sicuramente una delle reti nazionali di distribuzione di prodotti finanziari più piccole, ma a Copernico Sim non manca certamente un forte senso di orgoglio. Ogni volta che si parla con un collaboratore della società, esce immediatamente il discorso che si tratta di una delle pochissime strutture che opera davvero senza conflitto di interessi, visto che non ha prodotti propri, che i consulenti si muovono con la massima indipendenza e non ci sono obiettivi di vendita fissati dai vertici. In pratica, la diversità è esibita con estrema convinzione, con orgoglio, appunto. A parlarne è **Gianluca Scelzo**, consigliere delegato di **Copernico sim** e seconda generazione a operare nella società.

Come è andato un anno come il 2023 che è stato oggettivamente difficile per tutti? Il forte passaggio dal gestito all'amministrato non ha molto aiutato...
«Il 2022 è stato veramente difficile,

mentre il 2023 è stato più altalenante e, alla fine, non è stato un anno malvagio ed è finito bene: abbiamo retto l'urto, sia in termini di raccolta, sia di masse, e siamo abbastanza contenti. Ovviamente, speravamo in qualcosa di più. Abbiamo registrato anche noi un passaggio dal risparmio gestito all'amministrato, forse anche dovuto a un effetto "moda Btp", ma abbiamo lavorato con molta forza sulla consulenza personalizzata e lo spostamento sui bond non è stato così importante: c'è stata sicuramente una crescita, ma non è stato un numero che ha cambiato più di tanto l'anno».

Quindi, tutto bene?

«Abbiamo avuto un problema davvero fastidioso, per usare un eufemismo, con Kronos (Eurovita, per intenderci). Noi avevamo solo le unit, che non dovevano essere colpite dalla vicenda Eurovita, ma ci siamo trovati all'interno di questa grana nella parte delle gestioni separate, fatto che ha coinvolto tutto il sistema. Noi non avevamo un euro nel-



GIANLUCA SCELZO
consigliere delegato
Copernico sim

le gestioni separate di Eurovita, però avevamo una fetta importante dentro le unit: averle bloccate è stata una mossa prudenziale da parte delle autorità di vigilanza, ma ha creato una serie di contraccolpi abbastanza importanti in termini di fiducia nel sistema assicurativo da parte della clientela che è rimasta infastidita da questa operazione. Per fortuna, nell'ultimo trimestre è stato tolto il blocco, però abbiamo passato un anno nel quale fare raccolta, soprattutto in ambito assicurativo, era pressoché impossibile: anche per questo motivo c'è stato un afflusso verso l'amministrato. Devo però dire che nei primi mesi del 2024 la parte di gestito sta tornando».

Lei parla di moda del Btp: non sembra, però, una decisione così irrazionale puntare su un titolo che garantisce il 4%.

«Sicuramente non lo è, soprattutto per coloro che l'hanno preso nel momento migliore e, quindi, con i rendimenti più alti. Dobbiamo però attenderci un abbassamento dei tassi: per chi l'ha fatto lo scorso anno può avere molto senso, per chi lo farà nei prossimi mesi potrebbe averne molto meno. C'è comunque un aspetto importantissimo da valutare: è vero che rende il 4%, ma il tasso di inflazione reale esattamente qual è? E soprattutto per quanto durerà? Queste sono secondo noi le domande che bisogna porsi. In conclusione, bene i Btp, ma attenzione a mettere tutto in Btp, perché il concetto di diversificazione è



spesso davvero troppo limitato. E poi non va dimenticato che l'Italia deve rinegoziare, per di più nel periodo estivo, 400 miliardi di euro, che non sono pochi. E se alcune aste andassero male, le conseguenze non sarebbero lievi. Quindi, in ottica di diversificazione, si tratta di uno strumento buono, anche perché (lo dico con forza) l'Italia non fallirà. Comunque, bisogna ricordare che, mentre con il Btp si prendeva il 4%, c'era un azionario che rendeva in certi casi il 30-40%: ciò è l'ennesima dimostrazione che bisogna considerare tutti gli strumenti finanziari».

Quindi lei ha una visione positiva sull'Italia...

«Sì e uno degli argomenti che mi scalzano il cuore è rappresentato dalle aziende del nostro Paese. L'Italia è una repubblica fondata sul lavoro e sul-

le Pmi e nella Costituzione dovrebbe essere davvero scritto così. Ci sono società che sono veri e propri gioielli quotati a niente. A questo punto è giusto chiedersi perché arrivano i francesi e ci comprano con quattro monete. La risposta, secondo me, è che non c'è da parte politica la volontà di fare crescere, anche come capitalizzazione, le imprese. Non si è creato un percorso virtuoso nel quale le aziende riescano a espandersi e, invece che essere acquisite da compratori esteri, possano essere loro ad andare a fare shopping fuori dai confini. Per fare un esempio, se le banche avessero una percentuale degli utili detassata per andare a comprare quote delle Pmi, si potrebbe creare un mercato virtuoso che non vediamo da decenni. Questi extra-utili delle banche, invece che produrre un'extratassazione che non serve a nulla, potreb-



berò dare una grande spinta al sistema industriale. Per le Pmi italiane probabilmente, basterebbe un quinto di ciò che è stato speso per il superbonus».

A proposito di moda, per voi l'intelligenza artificiale è una delle tante mode che abbiamo visto sui mercati o è qualcosa che davvero si affermerà? Voi che cosa state consigliando ai vostri investitori: di mettere un chip nell'intelligenza artificiale adesso oppure di stare a guardare?

«L'Ai è certamente un driver dei prossimi anni; mi sento di dirlo in maniera decisa, per un motivo che si differenzia molto rispetto ad altre mode: l'intelligenza artificiale ha applicazioni su tutto. Nel momento in cui una persona entra in una gioielleria, da quel giorno, grazie alla geolocalizzazione, comincerà a ricevere pubblicità di gioielli e di gioiellerie; se entra in un negozio di abbigliamento intimo per fare un regalo a sua moglie, verrà bombardato constantemente di offerte di oggetti per donna e così via. Tutto ciò è una parte dell'intelligenza artificiale. Certo, tanti aspetti del mondo del lavoro saranno modificati dall'Ai: temo, e lo dico con preoccupazione, che siamo di fronte all'alba di una rivoluzione industriale, esattamente come lo è stata internet.

L'Ai potrà essere applicata pressoché a tutto. Inoltre, bisognerà anche capire come bloccarla in alcune situazioni, perché è una jungla e la privacy non esiste con l'Ai, a meno che non si decida di non avere un telefono o un computer. Su questa base, le dinamiche dell'intelligenza artificiale sono infinite: le modifiche nelle aziende verranno fatte in un secondo da una macchina. Tutto ciò avrà un impatto incredibile sul mondo del lavoro, sulla tecnologia. No, non credo che si tratti di una moda, ha troppe applicazioni per essere una moda. Quindi ai nostri risparmiatori consigliamo di investirvi almeno un chip».

Dove metterlo questo chip? In chi produce intelligenza artificiale o in chi sarà avvantaggiato dall'Ai?

«Direi in fondi che hanno entrambe le caratteristiche. Ci sono strumenti che si stanno specializzando solo su aziende che investono direttamente o indirettamente sull'Ai: quindi anche l'indiretto può avere alcuni vantaggi. L'Ai svilupperà sempre più dinamiche che renderanno sempre meno utili tanti lavori che si fanno oggi, nelle banche, in campo medico, scientifico e in tanti altri. Per esempio, se devo pensare a che cosa succederà tra 100 anni, credo che sarà sempre di più una macchina a

fare un'operazione chirurgica e non il chirurgo. Questo trend può anche essere preoccupante, ma credo che non si possa tornare più indietro».

Questo trend, però, offre praterie immense a chi offre un servizio che sia davvero personalizzato. Forse si perderanno posti di lavoro, ma si guadagneranno impieghi che puntano sulla qualità. Anche nella consulenza finanziaria.

«Io credo che un servizio di qualità non sia mai pareggiabile. Se io mi trovo bene da un negoziante di scarpe, perché ha un prodotto di ottima qualità, mi conosce, sa come mi chiamo, io continuerò ad andare da lui. Anche se mi offrono le stesse scarpe su internet a meno soldi, continuo a utilizzarlo, perché ho un servizio che internet non mi dà. La boutique, non solo continuerà a esistere, ma addirittura avrà la possibilità di crescere. Dal nostro punto di vista, noi siamo certi che le persone non hanno bisogno di interfacciarsi con macchinari, ma dell'approccio umano. Su questo piano è molto importante il ruolo del consulente finanziario, perché, non essendo una macchina, non è indirizzato solo al rendimento, ma a capire quali sono le dinamiche delle persone. Io passo una gran parte del mio tempo a risolvere beghe familiari, tra moglie e marito, tra padri e figli, tra nonni e nipoti ed è un aspetto fondamentale della mia professione, perché la gente spesso perde di vista i veri obiettivi: questo lavoro una macchina non potrà mai farlo. La macchina non fa riflettere le persone: può solo dire che cosa è giusto e che cosa è sbagliato, ma non può darti la carezza o il calcio nel sedere se necessario. Il nostro ruolo si svolge in un mercato che è davvero una prateria e ci si trova di fronte uno spazio che è infinito. Noi stiamo cercando di convincere molti giovani ad approcciarsi a questa professione. I consulenti finanziari in Italia sono 50 mila circa, dei quali operano davvero circa 30 mila: tutte queste persone hanno un bacino d'utenza che è praticamente infinito. Sono 60 milioni di italiani per 30 mila consulenti. Non

dico che è lavorare senza concorrenza, ma poco ci manca. La concorrenza è costituita dalle banche che stanno operando in modo che gli impiegati non abbiano più contatto con il cliente».

In che cosa sta la vostra vera differenza?

«Il consulente finanziario è cointeresato con l'investitore: più guadagna il cliente, più guadagna il consulente. Questo nostro modus operandi, che in Italia è sviluppato da pochissime aziende, secondo noi è clamoroso, perché il ruolo del bancario andrà a morire, mentre quello del consulente specializzato no. E qui si possono creare scenari importantissimi. Soprattutto lo notiamo nel passaggio generazionale, perché il nonno non cambia e continua ad andare in banca, ma il nipote, quando comincia ad avere qualche soldino, sicuramente è diverso, si guarda intorno e tanti non sono affatto disponibili a lavorare con qualcuno che non conoscono, cioè una macchina. Prima facevo l'esempio del chirurgo, che ha forti possibilità di uscire dal mercato, ma il medico di famiglia, che ha un rapporto personale con il paziente, no. Questo modo di lavorare può avere un'espansione senza precedenti».

Pensate di espandersi? Siete una piccola società in un mercato di giganti. Credete che piccolo sia bello o avete un programma di sviluppo?

«Piccolo è bello, sì, ma fino a un certo punto. Il nostro punto di forza (magari anche il nostro limite) è di non volere mettere in vendita i nostri valori. L'indipendenza da gruppi bancari e assicurativi, il multibrand puro e lasciare la totale indipendenza ai nostri consulenti non sono negoziabili. Certamente, abbiamo voglia di crescere: ci eravamo quotati anche con la speranza di espandersi. Poi, purtroppo, lo abbiamo fatto in un momento che più sbagliato di così non si poteva, visto che siamo entrati a Piazza Affari nel secondo semestre del 2019, cioè poco prima del Covid, con tutte le ripercussioni che tutto ciò ha avuto. Inoltre, circa nello stesso periodo, sono stati bloccati i Pir, con tutti i problemi che ne sono derivati. Però ci siamo posizionati bene. Noi abbiamo indubbiamente alcune difficoltà a farci conoscere, sia dai consulenti finanziari, sia dai clienti. Sui primi abbiamo una dinamica che ci differenzia molto dalle grandi reti: per esempio, noi non paghiamo l'ingaggio, perché, se lo pagassimo, dovremmo spingere determinati prodotti presso i clienti e, quindi, ci rimangeremmo uno dei nostri valori. Noi siamo una società che ha dinamiche molto diverse dal resto del mercato, ma abbiamo gli stessi prodotti delle grandi reti: per quanto riguarda i fondi, per esempio, lavoriamo con una quarantina di società che sono tutte le principali. Perciò entrare con noi deve essere una scelta di campo da parte del consulente: lavorare nell'interesse del cliente.

Se non si parte da questo presupposto, non si va da nessuna parte. Stiamo, inoltre, lavorando molto sui giovani e siamo tra i pochi a farlo. Ma qual è il problema dei giovani? Che è molto difficile affermarsi, soprattutto nei primi anni di carriera, perché c'è tantissimo da sapere, da imparare: ci sono una parte tecnica e una commerciale».

Non avete pensato di essere polo aggregante?

«È sicuramente una terza via di crescita, che non abbiamo ancora del tutto attivato, ma non la escludiamo. Potremmo fare una divisione per i consulenti indipendenti che operano solo con la consulenza a parcella: l'idea è rivolgersi alle Scf e inglobarle all'interno di questa divisione. Si tratta di un mondo nuovo, che sta ancora tentando di capire le proprie dinamiche. Secondo noi, come sim indipendente da gruppi bancari e assicurativi, potremmo essere un punto di riferimento per le Scf, ovviamente sottostando a tutti i regolamenti del settore. Questa è una prospettiva che possiamo avere solo noi, anche se non è facile, perché le Scf oggi sono ancora fatte da pochissime persone, spesso integraliste. Se devo però guardare a un periodo un po' più lungo, questa è una strada che possiamo e dobbiamo percorrere. Comunque, stiamo crescendo, non certo alla velocità che vorremmo, anche perché abbiamo una concorrenza che è molto più forte e potente di noi».



CONSULENTI &
RETI

Il massimo del servizio che si può offrire

di Alessandro Secciani

Attualmente il cliente più ricercato da parte delle reti è l'imprenditore. Non soltanto dispone solitamente di un patrimonio personale rilevante (questa, però, è una prerogativa anche dei professionisti e di altre categorie), ma in un paese come l'Italia, che ha una grande quantità di Pmi, ha spesso in azienda diversi problemi di struttura finanziaria da risolvere. Proprio in una fase complessa come quella attuale, nella quale è indispensabile compiere investimenti mirati, la consulenza può fare la differenza. E un altro ambito estremamente importante è il passaggio generazionale

Per le reti, soprattutto quelle che puntano sulla clientela private, oggi il cliente imprenditore è quanto di più desiderabile ci sia. I motivi di questa ricerca spasmodica sono diversi. A differenza di altre categorie di persone molto benestanti, come possono essere i professionisti, i dirigenti di azienda o i redditieri, gli imprenditori, oltre ad avere bisogno di una consulenza privata, spesso per cifre non trascurabili, hanno sovente necessità di advisory anche per l'azienda. E in questo caso si aprono intere praterie di fornitura di servizi: gestione di tesoreria, finanziamenti sotto forme diversissime e, soprattutto, operazioni di finanza straordinaria. In quest'ultimo settore, specie le piccole e medie aziende hanno un forte bisogno di supporto: la ricerca di un socio, il passaggio generazionale, la quotazione in borsa o l'emissione di mini-bond, l'attività di M&A sono solamente una parte delle skill che una società di distribuzione di prodotti finanziari può offrire nell'attuale contesto. Talora anche l'uso della fintech per fare ottenere finanziamenti veloci è un'altra delle opportunità che un buon consulente finanziario, coadiuvato da una serie di esperti, può offrire.

Non solo. Oggi molte società sono di fronte a un bivio. Devono sempre più spesso investire in tecnologia per restare al passo con i tempi (basti pensare all'utilizzazione sempre più frequente dell'intelligenza artificiale) e in quasi tutti i settori è praticamente obbligatorio



CRISTIANA FIORINI
responsabile wealth management
Intesa Sanpaolo Private Banking

«La relazione continua con gli imprenditori fa parte del nostro Dna di private bank, frutto anche di sinergie con i segmenti imprese e corporate del gruppo Intesa Sanpaolo che ci consentono di interagire con la maggior parte degli stessi. Offriamo servizi di wealth management secondo un approccio multidisciplinare, che vede la nostra presenza nelle operazioni di discontinuità aziendale, nei servizi di wealth planning e nelle soluzioni di investimento. Questo approccio integrato ci consente di soddisfare le esigenze più complesse e articolate dei clienti imprenditori»

CRISTIANA FIORINI

puntare sui mercati esteri, talora anche molto lontani. Dare una base finanziaria a tutto ciò non è, però, semplice. A questo punto valeva la pena sentire dalle maggiori reti come viene gestito questo particolare cliente è qual è l'interesse vero nei confronti di questa categoria. A dare una chiara conferma di questo interesse è **Cristiana Fiorini**,

responsabile wealth management di **Intesa Sanpaolo Private Banking**: «Circa il 60% degli attivi finanziari gestiti da Intesa Sanpaolo Private Banking fa riferimento a clienti Hnwi e Uhnwi, che tipicamente hanno un background imprenditoriale. Con la specializzazione del modello di servizio riservato ai grandi patrimoni, negli anni abbiamo maturato un'ampia esperienza con imprenditori o ex imprenditori, sia nella gestione degli asset personali/familiari, sia aziendali. La relazione continua con questa categoria fa parte del nostro Dna di private bank, frutto anche di sinergie con i segmenti imprese e corporate del gruppo Intesa Sanpaolo, che ci consentono di interagire con la maggior parte degli stessi. Offriamo servizi di wealth management secondo un approccio multidisciplinare, che vede la nostra presenza nelle operazioni di discontinuità aziendale, nei servizi di wealth planning e nelle soluzioni di investimento. Questo approccio integrato ci consente di soddisfare le esigenze più complesse e articolate dei clienti imprenditori, dimostrando la nostra capacità di fornire supporto completo e su misura in tutte le fasi del loro percorso finanziario e aziendale.

Secondo **Leandro Bovo**, head of wealth & international advisory network development di **Banca Generali**, sono spesso gli stessi imprenditori a cercare per primi il rapporto con le società che operano nel private banking: le difficoltà economiche e geopolitiche che hanno contrassegnato gli ultimi anni hanno spinto molte piccole e medie aziende a cercare aiuto. «Nel nostro caso sono gli stessi imprenditori che sempre più cercano la consulenza dei nostri banker. In questa fase di tensioni geopolitiche, che non favorisce il commercio internazionale e porta incertezza e talvolta difficoltà per le imprese, sta emergendo forte il bisogno di confrontarsi con una realtà come la nostra, che ha il vantaggio di porre al centro nel tempo la protezione del patrimonio, non solo finanziario ma anche d'impresa. Dalla nostra parte c'è anche l'assenza di conflitti di interesse nella ricerca di potenziali soluzioni alle sfide d'impresa e ciò porta i migliori partner a dialogare con l'imprenditore, nell'interesse della sua azienda e della sua famiglia. Questo elemento viene per-



LEANDRO BOVO
head of wealth & international advisory network development
Banca Generali

«Dalla nostra parte c'è anche l'assenza di conflitti di interesse nella ricerca di potenziali soluzioni alle sfide d'impresa e ciò porta i migliori partner a dialogare con l'imprenditore, nell'interesse della sua azienda e della sua famiglia. Questo elemento viene percepito di grande valore. È una relazione di fiducia che si vede nei numeri: i nostri clienti imprenditori sono oltre 10 mila e nell'ultimo biennio abbiamo supportato oltre 600 società accompagnandole verso un percorso di valorizzazione del patrimonio d'impresa»

LEANDRO BOVO

cepito di grande valore. È una relazione di fiducia che si vede nei numeri: i nostri clienti imprenditori sono oltre 10 mila e nell'ultimo biennio abbiamo supportato oltre 600 società accompagnandole verso un percorso di valorizzazione del patrimonio d'impresa».

Anche una realtà più piccola, come **Copernico Sim**, che opera principalmente nel Triveneto, manifesta un interesse

non secondario per il cliente imprenditore, anche se viene sottolineato che si tratta di una delle tante tipologie di investitori che vengono a contatto con la società. **Thomas Candolo**, analista dell'ufficio studi di **Copernico Sim**, conferma: «Certamente il cliente imprenditore è un potenziale target interessante, anche perché si può gestire, sia la parte personale, sia la parte aziendale. È comunque una delle tante tipologie di clientela che cerchiamo, non di certo l'unica. Al momento non stiamo facendo una campagna per i clienti imprenditori, ma molto spesso ci capita di avere a che fare anche con questa realtà».

A questo punto, però, proprio per il fatto che in questo campo c'è una concorrenza molto forte, diventa fondamentale distinguersi dai concorrenti: occorre fornire un servizio che si presenti come particolarmente specializzato. In concreto, che cos'è che distingue una rete da tutte le altre? Leandro Bovo, di Banca Generali, dà una prima risposta: «Il valore aggiunto che portiamo è il nostro ruolo di advisor, con i nostri banker focalizzati sulla protezione del patrimonio nel tempo e capaci di stare al fianco di

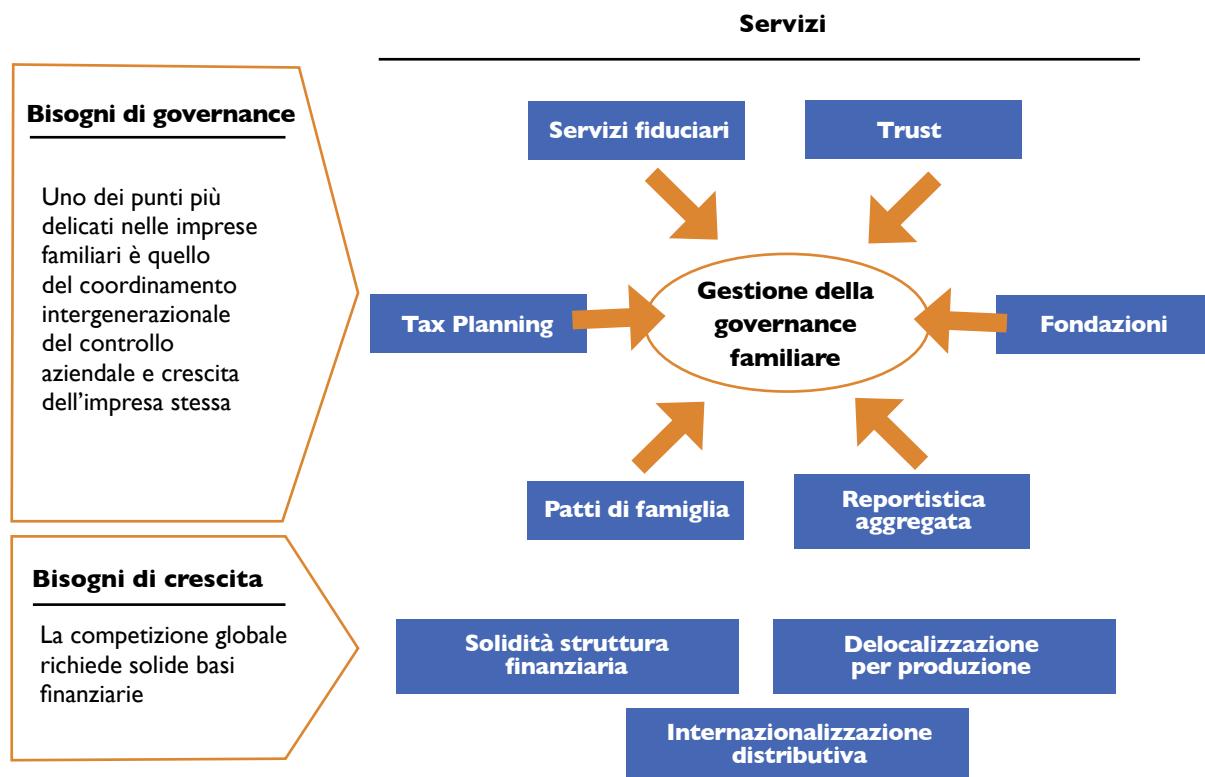
imprenditore, della sua famiglia e dell'impresa senza conflitti di interesse, offrendogli consulenza nella valorizzazione del suo patrimonio d'impresa. Le nostre soluzioni si basano infatti su un approccio olistico, gestendo il patrimonio nella totalità delle sue componenti: finanziaria, immobiliare e d'impresa. Un approccio reso possibile dalla completezza dei nostri servizi di corporate advisory e dalla specializzazione dei nostri partner dedicati ai diversi segmenti di attività, insieme ai quali accompagniamo i clienti e le loro aziende verso il futuro. I team specializzati affiancano gli imprenditori nelle fasi di discontinuità aziendale, offrendo la loro expertise nelle operazioni di finanza straordinaria o nella gestione del debito corporate. I servizi, portati avanti dai nostri migliori partner, spaziano dal project financing alle potenzialità delle operazioni straordinarie, dall'accesso al mercato dei capitali alle tematiche legate alle best-practice della corporate governance, dall'innovazione digitale alle soluzioni verso la transizione verso la sostenibilità. Il nostro ruolo non è più quindi limitato alla sola protezione della componente finanziaria del patrimonio,

ma ci vede al fianco degli imprenditori nel percorso di crescita sostenibile delle loro aziende. Tutto questo lavoro ovviamente parte dal rapporto di fiducia che i banker hanno con i clienti e questa relazione si costruisce con una presenza forte e capillare sul territorio, per essere il più possibile vicini agli imprenditori e alle loro famiglie».

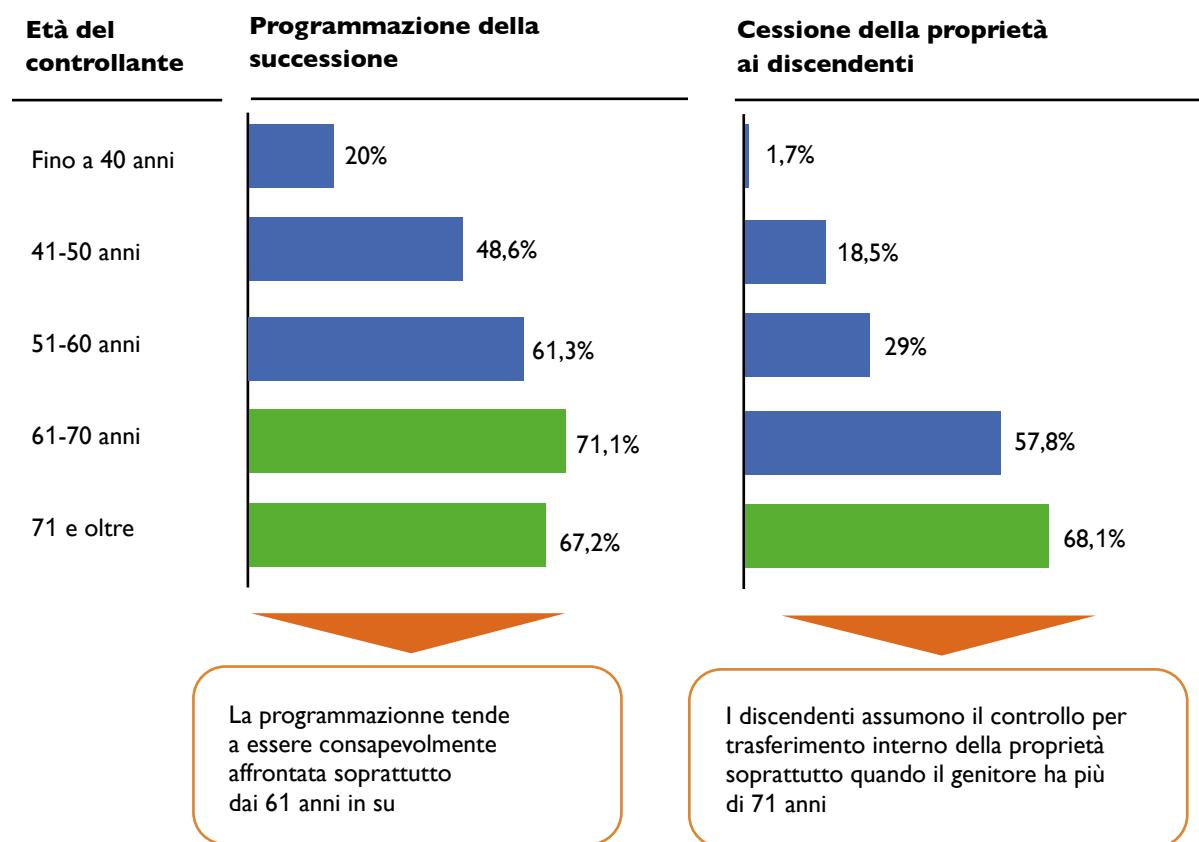
Ma un settore di intervento che oggi le società vedono con estremo interesse, proprio per la struttura dell'economia italiana, basata sulle imprese medie e piccole (o addirittura micro) è il passaggio generazionale (vedere grafico nella pagina successiva). Non a caso Leandro Bovo continua: «Un altro tema cruciale su cui offriamo consulenza è il passaggio generazionale, che sarà tra i più caldi dei prossimi anni. Secondo i dati Aipb nei prossimi cinque anni passeranno di mano 180 miliardi di ricchezza e nei prossimi 10 più di 300 miliardi, un percorso reso più complesso dai cambiamenti nella struttura delle famiglie».

Anche Cristiana Fiorini, di Intesa Sanpaolo Private Banking, entro nello specifico dell'offerta dei servizi a di-

BISOGNI DELLE IMPRESE FAMILIARI: CONCILIARE SVILUPPO IMPRENDITORIALE E CONTROLLO



Fonte: Saverio Perissinotto, Il ruolo delle banche nel passaggio generazionale, Intesa San Paolo Private Banking, 2018. Ripreso dal Rapporto Osservatorio Private Banking 2023



Fonte: Invid, dati riprodotti da Saverio Perissinotto, Il ruolo delle banche nel passaggio generazionale, Intesa San Paolo Private Banking, 2018; valori riproporzionati per tenere conto del grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale e ripreso dal Rapporto Osservatorio Private Banking 2023



sposizione delle aziende per chiarire quali sono i punti forti della banca che rappresenta: «Abbiamo maturato un'ampia esperienza nelle operazioni di discontinuità aziendale, offrendo una vasta gamma di servizi al closing, inclusi garanzie, canalizzazione dei flussi finanziari su piattaforme nazionali e internazionali. Il credito privato risulta spesso strategico e determinante per il perfezionamento delle operazioni. Offriamo, inoltre, supporto per soluzioni di wealth planning "tailor made", su tematiche di consulenza non finanziaria, quali tax, legal, art e real estate advisory, charity e filantropy advisory per la gestione complessiva del patrimonio. In affiancamento alla gamma tradizionale dei servizi di private banking, offriamo soluzioni finanziarie altamente personalizzate e dedicate a questa tipologia di clienti, soluzioni che integrano la gestione dell'attivo e del passivo, nonché di investimento al servizio del lending. Offriamo anche soluzioni nei mercati

privati, attrattive per gli imprenditori che hanno esperienza con le dinamiche dei real asset».

Thomas Candolo, di Copernico Sim, più che su una gamma precostituita di servizi, mette l'accento sullo stile e le particolarità della società, che non ha prodotti propri. «Nella nostra gamma di offerta sono presenti strumenti che possono essere interessanti per qualsiasi tipologia di clientela. Non costruiamo quindi, strutture ad hoc per tipologia di clientela, ma costruiamo i portafogli in funzione di ogni nostro singolo cliente. Non avendo prodotti di casa e lavorando solo con società terze, tra le principali al mondo, possiamo offrire ai nostri clienti soluzioni a 360 gradi in funzione di ogni singola esigenza».

E il fatto che non ci sia una specializzazione precisa per le operazioni di finanza aziendale, non sembra avere procurato soverchi problemi a Copernico Sim, che ha portato comunque avanti una serie di attività in questo campo. «Il fatto di



THOMAS CANDOLO
analista dell'ufficio studi
Copernico Sim

«Il fatto di essere una sim indipendente da gruppi bancari e assicurativi è spesso rilevante nel momento in cui ci interfacciamo con tanti tipi di società a vari livelli. Questo fatto ci ha permesso, ad esempio, di portare in quotazione un'azienda e stiamo lavorando per accompagnare gli imprenditori, sia in percorsi di crescita per vie interne, sia esterne, e anche per altri tipi di operazione più o meno complesse»

THOMAS CANDOLO

essere una sim indipendente da gruppi bancari e assicurativi è spesso rilevante nel momento in cui ci interfacciamo con tanti tipi di società a vari livelli. Questo fatto ci ha permesso, ad esempio, di portare in quotazione un'azienda e stiamo lavorando per accompagnare gli imprenditori, sia in percorsi di crescita per vie interne, sia esterne, e anche per altri tipi di operazione più o meno complesse». E in questo contesto non mancano certamente gli esempi di notevole interesse. Uno di questi è descritto da Cristiana Fiorini: «Porto l'esempio di un caso di best practice di approccio integrato di private



investment banking su un family business. In un'operazione di cessione a un primario fondo di private equity, dove abbiamo operato in sinergia con la divisione Imi corporate & investment banking del gruppo, abbiamo assistito il cliente nel closing e nella gestione del patrimonio familiare post liquidity event. Oltre alle garanzie, abbiamo offerto soluzioni di credito privato per il reinvestimento dei venditori nell'operazione, facilitando il closing e consentendo ai clienti di disporre dell'intera liquidità generata. Abbiamo inoltre supportato il cliente con servizi di wealth planning per la pianificazione e la protezione del patrimonio, inclusa la creazione di veicoli filantropici, quali i fondi filantropici o Daf, per il "giving back" alla comunità. La nostra esperien-

za nel costruire soluzioni di investimento specializzate ha, infine, portato il cliente a sceglierci come partner di riferimento per l'investimento dell'intera somma incassata. Il portafoglio è stato investito in logica "core-satellite" con un approccio consulenziale personalizzato, lavorando in team e con strumenti strutturati, valorizzando le competenze del gruppo».

In conclusione per un consulente finanziario, il cliente imprenditore rappresenta una sorta di esame di maturità, che lo porta, spesso con l'ausilio di consulenti esterni a risolvere problemi estremamente complessi come sono quelli di un cliente che non solo ha un patrimonio da gestire, ma anche talora una serie di difficoltà aziendali non da poco da risolvere.

FONDI&SICAV

conoscere per investire al meglio

ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER

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

www.fondiesicav.it

seguici



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

 **PICTET**
1805 Asset Management

Building Responsible Partnerships