

FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 17 - numero 164 - maggio 2024



CINA, LA FORZA E LE CONTRADDIZIONI

FOCUS, GUARDARE OLTRE I PROBLEMI CONTINGENTI

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



UNA SERIA ALLEANZA di Giuseppe Riccardi



Fino a pochi anni fa è stato un problema trascurato, a parte qualche benemerito precursore. L'educazione finanziaria da parte delle banche si limitava a qualche opuscolo e talora neppure quello: bastava la buona volontà, invero abbastanza rara, di qualche addetto degli uffici titoli. Del resto, a chi si limitava a tenere i propri soldi nel conto corrente o, nei casi migliori, a comprare titoli di stato, non era necessario spiegare più di tanto. Diverso per i consulenti finanziari: per loro la necessità di spiegare era impellente. L'ampia offerta di prodotti e servizi finanziari, così come la profilazione del rischio dei clienti ha portato a creare portafogli ad hoc e a spiegare sempre più a fondo il perché delle decisioni finanziarie. Ed è stato a questo punto che società e consu-

lenti, come si vede nell'inchiesta di questo mese di Fondi&Sicav, hanno iniziato a creare eventi per i loro clienti e per i prospect, hanno utilizzato internet in maniera un po' più strategica, hanno realizzato qualche pubblicazione. Ma, soprattutto, ai consulenti è stato attribuito anche il ruolo di insegnanti sul campo.

Tutte ottime iniziative, che hanno contribuito in maniera determinante a spostare le quote di mercato verso le reti. Tutto ciò, però, ancora non basta: occorre che da parte delle società e dalle associazioni venga messo in cantiere un enorme sforzo per portare l'Italia almeno allo stesso livello di educazione finanziaria degli altri paesi europei. Purtroppo siamo ancora indietro. Tuttavia, forse per la prima volta può crearsi un'al-

leanza vera tra comunicatori e aziende. Realizzare pubblicazioni articolate, ma semplicissime nella forma, comunicare tramite brevi video realizzati con l'obiettivo di parlare a chi non sa, ripensare all'uso di internet sono solo alcuni degli impegni da affrontare e programmare con la massima forza. E su questo piano noi giornalisti ed editori, anche se dobbiamo fare un ulteriore sforzo per migliorare la nostra capacità di colloquiare non solo con gli addetti ai lavori, un serio apporto lo possiamo dare.

Da parte nostra cerchiamo di darlo dal 2008.



ASPETTANDO GODOT di Pinuccia Parini

Il mercato si sta ancora chiedendo quale sarà la natura del prossimo rallentamento economico o, addirittura, se ci sarà, soprattutto negli Stati Uniti. C'è chi si attende, questa volta, che la Bce agisca prima della Fed alla luce anche di dati macro più deboli, una scelta quasi dovuta nel momento in cui ci si dichiara "data dependent". Ma le incognite rimangono, in un contesto sul quale pesano sempre le variabili geopolitiche.

Da questo punto di vista, la situazione non mostra segnali di miglioramento: i conflitti

non si tacitano e, se si allarga lo sguardo oltre l'Ucraina e il Medio Oriente, appare evidente che i segnali non sono incoraggianti. C'è chi potrebbe obiettare che la situazione non era particolarmente diversa in passato, ma gli equilibri odierni sembrano maggiormente in bilico: non si è mai sentito parlare così tanto del rischio che si riproponga un incidente simile a quello che diede inizio al primo conflitto mondiale. Pura speculazione? È possibile, ma è indubbio che l'Occidente sta vivendo una realtà diversa da quella che ha conosciuto negli ultimi 50 anni.

In questa atmosfera cupa, l'ottimismo sull'intelligenza artificiale continua a permeare i

mercati, anche se con diverse intensità, guidato dalla consapevolezza che si è dinanzi a una rivoluzione tecnologica cui nessuno può sottrarsi, piaccia o non piaccia. Timorosi che l'essere umano possa perdere la sua centralità e facendo passare, contestualmente, sotto traccia i benefici derivanti, ci si interroga su come ciò cambierà la vita delle persone, dimenticando quanto successo in passato in occasione di eventi simili. È indubbio che tutto ciò comporterà diverse ricadute nei confronti delle quali sarà necessario uno sforzo congiunto da parte dei governi, delle aziende e dei singoli individui per ripensare a un diverso modello di crescita all'interno del quale riconsiderare i singoli protagonisti.

SOMMARIO

Numero 164
maggio 2024
anno 17

editore
Giuseppe Riccardi

direttore
Giuseppina Parini

vice direttore
Boris Secciani (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione
Elisa Terenzio, Stefania Sala

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

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**
Egitto: troppo grande per fallire

8 **OSSERVATORIO ASIA**
Sol Levante, non solo shunto

10 **FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE**
Marco Piersimoni, senior portfolio manager, Pictet Asset Management
«I temi vincenti del mercato»

Mario Baronci, portfolio manager, Global Multi Asset Defensive Fund, Fidelity International
«La decorrelazione all'interno delle asset class»



14 **CINA, LA FORZA
E LE CONTRADDIZIONI
DI UN GIGANTE A METÀ
DEL GUADO**

Continua a crescere, ma con tanti problemi

28 **COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS**
Small cap: un'opportunità da cogliere

30 **INVESCO RACCONTA**
Antiche civiltà, eclissi e fenomeni economici

32 **LOMBARD ODIER IM**
Il potere della natura

35 **FOCUS I TEMI DEL SALONE**
Le scelte per un futuro sempre più complesso



42 **PLENISFER SGR**
Stiamo entrando in una nuova era

44 **TECNOLOGIA**
Ancora tanta strada da fare

46 **FINANZA DIGITALE**
Intelligenza artificiale superstar

50 **OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE**
Crescita a doppia cifra per il biotech

53 **OSSERVATORIO RISCHIO**
Innovation o revolution?

56 **EDUCAZIONE FINANZIARIA**
Prevedere non è scommettere

58 **LA FINANZA E LA LEGGE**
La nuova classificazione Mifid degli enti previdenziali

61 **CONSULENTI&RETI**
Nicola Viscanti

«Sempre più in team»

66 **INCHIESTA**
Un impegno sempre più forte



Allianz Global Artificial Intelligence

Investire nel futuro

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

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

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

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. Allianz Global Artificial Intelligence è un comparto di Allianz Global Investors Fund SICAV, società d'investimento a capitale variabile di tipo aperto costituita ai sensi del diritto lussemburghese. Il valore delle classi di azioni del Comparto è soggetto ad una volatilità molto elevata. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le classi del comparto disponibili per la commercializzazione in Italia sono AT - EUR (LU1548497699); AT - USD (LU1548497426); AT (H2 EUR) (LU1548497772), CT - EUR (LU1602091867). Le spese correnti annue stimate per le suddette classi del comparto sono 2,10% per le classi AT, e 2,85% per la classe CT. Il prospetto, i documenti istitutivi, gli ultimi rendiconti contabili e il documento delle Informazioni chiave in Italiano, nonché le commissioni ed i prezzi giornalieri delle azioni di ciascuna classe di ogni comparto sono disponibili gratuitamente sul sito regulatory.allianzgi.com. La società di gestione può decidere di porre fine alle disposizioni adottate per la commercializzazione dei suoi organismi di investimento collettivo in conformità alla regolamentazione applicabile in materia di denotifica. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.it, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in italiano all'indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria.
Maggio 2024, AdMaster 2770799.

Per approfondimenti
scansiona il QR code



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

Egitto: troppo grande per fallire

a cura di Mark William Lowe

L'economia egiziana, già gravemente indebolita dai ripetuti impatti della pandemia di coronavirus e dall'aumento dei prezzi del petrolio e del grano, a causa della guerra tra Russia e Ucraina, sta attraversando la più grave crisi economica dalla rivoluzione del 2011. Il Paese è in balia di una moneta debole, un'inflazione alle stelle, una carenza di valuta estera e una crisi del debito sempre più profonda. Ad aggravare ulteriormente la situazione, il numero di navi che navigano nel Canale di Suez, una fonte di reddito fondamentale per l'Egitto, è diminuito drasticamente da quando il movimento Houthi, un'organizzazione politica e militare islamista sciita ufficialmente nota come Ansar Allah, ha iniziato ad attaccare le imbarcazioni in transito nel Mar Rosso. Secondo i dati dell'Autorità del Canale di Suez, nel marzo 2024, il numero di navi che lo hanno attraversato è diminuito del 36% rispetto all'anno precedente, poiché gli attacchi dei militanti yemeniti hanno costretto le principali compagnie di navigazione a evitare la via d'acqua. Di conseguenza, i ricavi del Canale sono diminuiti del 46,8%, privando il Paese di una fonte fondamentale di valuta estera. L'inflazione è dilagante: secondo le statistiche del governo, a febbraio ha raggiunto il livello record del 36%, rispetto al 31,2% di gennaio.

Oltre alle preoccupazioni economiche, in un paese che dipende principalmente dalle importazioni piuttosto che dalla produzione locale, dove quasi un terzo della popolazione vive al di sotto della soglia di povertà e un altro terzo vi si avvicina,

la stabilità sociale, e quindi politica, è una questione di grande preoccupazione.

In queste condizioni, i donatori internazionali si erano stancati di finanziare il governo del presidente Abdel Fattah al-Sisi. L'Egitto, il secondo più grande debitore del Fmi dopo l'Argentina, aveva infatti ottenuto diversi prestiti dal Fondo e da altri finanziatori dal 2016, pur non riuscendo ad attuare una serie di difficili riforme, tra le quali la fluttuazione della moneta. Ma l'atteggiamento dei finanziatori, che temevano che l'Egitto si stesse dirigendo verso il default e il collasso economico, è cambiato dopo lo scoppio della guerra nella vicina Gaza.

PREOCCUPAZIONI USA E UE

Le preoccupazioni americane ed europee sono state determinanti per le recenti decisioni di sostegno. Gli Stati Uniti temono che un Egitto destabilizzato possa avere ripercussioni negative su Israele e sulla regione, mentre l'Europa è intimorita soprattutto per una potenziale crisi migratoria. Per i politici di entrambe le sponde dell'Atlantico, l'Egitto è troppo grande per fallire.

Il recente aiuto finanziario al Paese ha

incluso un prestito del Fondo Monetario Internazionale di 8 miliardi di dollari, un pacchetto di 6 miliardi di dollari della Banca Mondiale e più di 7 miliardi di dol-

“ In un paese che dipende principalmente dalle importazioni piuttosto che dalla produzione locale, dove quasi un terzo della popolazione vive al di sotto della soglia di povertà e un altro terzo vi si avvicina, la stabilità sociale, e quindi politica, è una questione di grande preoccupazione ”

lari promessi dall'Unione Europea. Tuttavia, l'accordo da 35 miliardi di dollari con gli Emirati Arabi Uniti, per l'acquisto dei diritti di sviluppo di terreni privilegiati sulla costa mediterranea dell'Egitto, rappresenta l'impatto maggiore sulle finanze del Cairo e l'iniezione di liquidità necessaria per soddisfare la condizione fondamentale, e molto ritardata, del Fmi di fare fluttuare la valuta egiziana.

Il risultato è che la sterlina egiziana è scesa a circa 47 contro il dollaro, da circa 30 prima della fluttuazione. Per il momento, quindi, l'Egitto sembra avere raggiunto una forma di stabilità dopo una crisi caratte-

rizzata da un'inflazione dilagante e da una terribile carenza di valuta estera.

Resta da vedere, tuttavia, se il Cairo continuerà a impegnarsi nell'attuazione della serie di riforme sulle quali hanno insistito i donatori internazionali o se il governo di al-Sisi tornerà alle sue pratiche precedenti. Una delle principali condizioni imposte dal Fmi è la privatizzazione delle imprese pubbliche egiziane, molte delle quali sono di proprietà dei militari o a essi ricollegabili. In parole povere, la privatizzazione delle aziende statali o gestite dallo stato deve essere una priorità, poiché l'Egitto ha un disperato bisogno di generare le condizioni affinché l'imprenditoria possa crescere e creare maggiori opportunità di lavoro. Attuando una politica in cui il governo diventa un facilitatore piuttosto che un concorrente, il Cairo può trarre vantaggio dai prestiti ricevuti ed evitare il rischio di affrontare un'altra crisi economica.

MENO SPESA PUBBLICA

Da quando è salito al potere nel 2013, il presidente Abdel Fatah al-Sisi ha speso decine di miliardi di dollari in megaprogetti, tra i quali una nuova capitale. Egli ha difeso queste scelte sostenendo che l'ingente spesa ha creato centinaia di migliaia di posti di lavoro, mentre i suoi critici sostengono che hanno generato debiti enormi piuttosto che vantaggi tangibili. Ciò che è calcolabile è che la spesa per i megaprogetti ha fatto aumentare il debito dell'Egitto dal 70% del prodotto interno lordo nel 2010 al 96% nel 2023.

A fine marzo è stato approvato il bilancio 2024-2025, una manovra finanziaria caratterizzata dalla decisione del governo di ridurre la spesa pubblica come parte di una strategia per gestire il crescente debito del Paese. Il Cairo ha posto un tetto di spesa agli investimenti dello stato per iniziare a ridurre gradualmente il rapporto tra debito e prodotto interno lordo: l'obiettivo dell'esecutivo è raggiungere il 90% entro il 2027.

Un po' a sorpresa, al-Sisi si è anche impegnato a una maggiore trasparenza, rendendo pubblici i dettagli delle finanze delle agenzie statali e delle società di proprietà militare. Sebbene i critici abbiano espresso dubbi a tale proposito, tutti sembrano concordare sul fatto che, almeno in teoria, la riduzione degli investimenti governativi sia un passo avanti positivo, che dovrebbe

be offrire maggiori opportunità al settore privato.

Purtroppo, a parte alcune eccezioni come gli Emirati Arabi Uniti e la Cina, in questo momento di forti tensioni in Medio Oriente non c'è una grande fretta da parte degli investitori stranieri di concentrarsi sulle opportunità in Egitto.

SANITÀ ED EDUCAZIONE

Il governo egiziano, mentre approvava un budget che limitava la spesa pubblica per progetti infrastrutturali, annunciava che avrebbe investito di più in sanità ed educazione. Ciò avveniva in seguito alle molteplici richieste da parte della società egiziana che venissero fatti maggiori investimenti in ambiti sociali. Il ministro delle finanze ha recentemente annunciato un nuovo programma incentrato sull'aumento della spesa e sui miglioramenti da apportare a entrambi i settori come strategia di lungo periodo. Nell'immediato e nel breve termine, il Cairo prevede di incrementare i capitali nella sanità del 25% e del 45% nell'istruzione. Il piano del governo è aumentare la spesa nei prossimi sei anni.

Considerando la demografia del Paese e le condizioni del settore sanitario, le notizie sembrano positive. Tuttavia, alcuni critici sostengono che le misure siano semplicemente una politica per distogliere gli egiziani dalle loro preoccupazioni sui prestiti che il Cairo ha stipulato con i donatori internazionali, mentre altri ritengono che gli investimenti servano semplicemente a migliorare l'opinione dei cittadini nei confronti del governo di al-Sisi.

CONCLUSIONI

La situazione regionale è lungi dall'essere favorevole e le tensioni persisteranno per un periodo considerevole, la cui conseguenza diretta sarà la mancanza di appetito da parte degli investitori stranieri. Sebbene la comunità internazionale consideri l'Egitto "troppo grande per fallire", ciò non dovrebbe essere interpretato dal Cairo come una licenza a non attuare e rispettare una serie di importanti riforme. I problemi dell'Egitto sono tutt'altro che finiti: gli è stata data un'ulteriore ancora di salvezza ed è fondamentale che il governo eviti il ripetersi degli errori del passato.



Sol Levante, non solo shunto

a cura di **Pinuccia Parini**

La decisione della Bank of Japan di alzare i tassi d'interesse ha forse posto fine a un contesto che, grazie alle politiche monetarie estremamente accomodanti, ha permesso a molte "zombie company" di continuare a svolgere la propria attività. Con questo termine, secondo la Bank for International Settlements, si definiscono le imprese che non sono in grado di coprire i costi del servizio del debito con i profitti correnti per un periodo prolungato. Alla fine di novembre, il Giappone ne contava 251 mila (circa una società su sei).

La pandemia, in particolare, ha fatto aumentare il numero di queste aziende, sostenute dai massicci stimoli finanziari del governo alle piccole e medie imprese. Mentre la Banca centrale ha chiarito che le condizioni finanziarie accomodanti saranno mantenute «per il momento», ulteriori rialzi dei tassi potrebbero provocare forti contraccolpi alle realtà più deboli, a fronte di una crescita dei costi di indebitamento. Tuttavia, non è detto che questo fenomeno debba essere considerato in modo negativo, visto che potrebbe portare alla creazione di un tessuto imprenditoriale e produttivo più solido.

FALLIMENTI IN AUMENTO

Secondo uno studio pubblicato nel 2019 dal Ministero dell'economia, del commercio e dell'industria, in Giappone le Pmi rappresentano il 99,7% delle imprese: l'84,9% è costituito da piccole imprese, mentre il 14,8% è di media dimensione. In termini di valore aggiunto, mentre le large cap pesano per il 47,1%, le medie e le piccole contribuiscono, rispettivamente, per il 38,9% e il 14%. In base a quanto pubblicato da Tokyo Shoko Research,

il numero di fallimenti di aziende con un passivo di almeno 10 milioni di yen nell'anno fiscale 2023 è aumentato del 31,5% rispetto ai 12 mesi precedenti, soprattutto tra le Pmi a causa della loro difficoltà ad alzare i prezzi per riflettere la crescita dei costi, a partire dalle materie prime. Una delle ragioni alla base del fenomeno è stata la carenza di mano d'opera. In tutto, si sono verificati 9.053 fallimenti aziendali, con passività totali per 2.463.078 milioni di yen (con un aumento del 5,9%). Tuttavia, ci sono stati 6.723 casi (74,2% del totale) con debiti inferiori a 100 milioni di yen.

Per il secondo anno consecutivo, tutti i 10 settori hanno registrato un peggioramento rispetto all'anno precedente. L'industria delle costruzioni, che continua a dovere affrontare i prezzi elevati dei materiali, l'aumento del costo del lavoro e la carenza di manodopera, ha registrato l'incremento maggiore (+39,4% rispetto all'anno precedente e ben 1.777 casi), mentre i servizi hanno registrato 3.028 fallimenti, con un aumento del 34,8%. Il commercio all'ingrosso ha conosciuto un incremento del 27,0% e quello manifatturiero del 25,4% (rispettivamente con 1.048 e 1.006 casi). Se da un lato lo yen ha continuato a deprezzarsi, dall'altro gli elevati costi di approvvigionamento e dei materiali non si sono trasferiti sui prezzi, incidendo sul flusso di cassa. A causa del persistente rialzo del costo di carburante, il segmento dei trasporti, che deve fare fronte alla man-

canza di autisti, ha riportato un incremento dei default del 25,6%. Per quanto riguarda altri settori, le percentuali si attestano al +12% nell'agricoltura, silvicoltura e pesca, al +29,9% nel commercio al dettaglio, +7,6% nel finanziario e assicurativo, +15,1% nell'immobiliare e +35,2% nell'informazione e comunicazione.

LE NEGOZIAZIONI SALARIALI

Al cambiamento delle politiche monetarie si è aggiunta anche una significativa crescita delle retribuzioni: la prima serie di dati sulle

Il mercato del lavoro giapponese si trova ora ad affrontare molteplici sfide: la contrazione della mano d'opera, la bassa produttività, i livelli salariali e le disparità digitali tra i salariati

contrattazioni salariali (shunto) ha indicato un incremento del 5,28%, rispetto a richieste sindacali del 5,85% e del 3,7% della paga base, percentuali superiori a quelle del 2023. I sindacati più importanti hanno ottenuto i maggiori aumenti della retribuzione base. È interessante notare che, sino al 2022, le aziende più piccole tendevano ad avere una crescita più sostanziosa della retribuzione di base, che si è però invertita nel 2023 e la disparità è diventata ancora più ampia nel 2024, pro-

tabilmente legata al fatto che queste ultime hanno meno capacità di sostenere consistenti aumenti retributivi come avviene per le grandi aziende.

PREZZI E SALARI

A questo punto, la domanda da porsi è se sia iniziato un ciclo virtuoso e sostenibile tra prezzi e salari. Una premessa importante è che l'aumento salariale in Giappone è composto da due parti: quello ordinario annuale e quello sulla retribuzione di base. Quest'ultimo, secondo uno studio fatto da **Tsuru Kotaro**, professore presso la **Graduate School of Business & Commerce, Keio University** e program director del **Research Institute of Economy, Trade and Industry**, è il fattore decisivo a livello economico e, di conseguenza, del tasso di inflazione. «L'aumento periodico della retribuzione determina la curva salariale, che rappresenta la relazione tra il numero di anni di lavoro e il salario, ed è un elemento critico del tradizionale sistema giapponese basato sull'anzianità. Tuttavia, se il tasso di aumento rimane invariato anno dopo anno, l'incremento periodico delle retribuzioni non cambia l'importo totale dei salari pagati dai datori di lavoro, a meno che non mutino i dati demografici, perché i dipendenti anziani più pagati vanno in pensione e vengono sostituiti da nuove leve con salari inferiori. In questo caso, anche a livello economico, l'importo totale dei salari pagati rimane costante».

A partire dagli anni '90 sino agli inizi del 2000, sempre secondo lo studioso, le grandi aziende giapponesi, per adattarsi ai cambiamenti del contesto circostante, sono state costrette a limitare l'assunzione di nuovi laureati, ad aumentare la percentuale di dipendenti non regolari nella forza lavoro e a contenere la crescita della retribuzione di base in cambio del mantenimento dei dipendenti regolari di mezza età e anziani.

MEMBERSHIP-TYPE EMPLOYMENT

Così facendo, il sistema salariale basato sull'anzianità, che costituisce il fulcro del membership-type employment, tipico del Giappone, è stato mantenuto: esso si fonda sull'idea che l'azienda e i dipendenti condividano gli stessi interessi e fa sì che il personale nutra un senso di dedizione e lealtà verso la società per cui lavorano e sia disponibile ad adattarsi alle esigenze del momento, occupando mansioni trasversali. Di solito, i salariati vengono assunti subito dopo la laurea e la loro formazio-



ne avviene sul posto di lavoro. Ma tutto ciò non rappresenta l'unica ragione per spiegare la mancata crescita della remunerazione di base. Poiché le aziende che adottano questo sistema sono solite mantenere i dipendenti a tempo indeterminato fino al raggiungimento dell'età pensionabile, «i costi del personale devono essere considerati in termini di importo totale cumulativo dei salari pagati fino al pensionamento. Si tratta di un costo fisso, piuttosto che variabile, ed è essenzialmente un investimento», conclude Tsuru Kotaro.

Non è certo facile creare un ciclo virtuoso prezzi-salari e ciò può essere ascrivibile al modo con cui le imprese si comportano nel fissare i primi e all'ambiente competitivo. Le aziende giapponesi tendono a operare in modo simile tra loro per paura di perdere quote di mercato. In sintesi, sembra che in Giappone siano in atto dinamiche tipiche di una concorrenza che riduce i prezzi.

LE SFIDE FUTURE

Il mondo del lavoro giapponese si trova ora ad affrontare molteplici sfide: la contrazione della mano d'opera, la bassa produttività, i livelli salariali e le disparità digitali tra i salariati. È una situazione non dissimile rispetto a quella di altre economie sviluppate, ma con un grave problema demografico: si prevede che nel 2030 la popolazione del Sol Levante in età lavorativa sarà pari al 92% del livello del 2020 e al 68% nel 2050. Diventa quindi necessario

affrontare il tema del divario di offerta che si verrà a creare e, contestualmente, puntare sulla riqualificazione del personale in un periodo di continui cambiamenti e innovazioni. È tuttavia impossibile pensare ai mutamenti senza che siano state riviste, nello stesso tempo, le pratiche lavorative e la gestione delle risorse umane: il membership-type employment mostra i suoi limiti, non stimola lo sviluppo delle competenze dei singoli ed è stato superato dagli eventi e dalle esigenze delle giovani generazioni. È un sistema che ha funzionato per anni, grazie anche alla deflazione che non erodeva il potere d'acquisto dei salari. Il governo si è impegnato a proporre alcune modifiche all'interno del mercato del lavoro: occorrono cambiamenti strutturali e nuove strategie da parte delle stesse aziende, perché i soli aumenti salariali non bastano. Inoltre, come menzionato in precedenza, il tessuto giapponese mostra la presenza di un numero consistente di piccole imprese all'interno delle quali è necessario un consolidamento o una riorganizzazione dell'attività che possa aiutare a sostenere il tessuto economico del Paese. La pandemia ha provocato uno shock importante da diversi punti di vista e ha segnato anche il ritorno dell'inflazione, cui le aziende devono rispondere con nuovi modelli di business e diverse politiche salariali, soprattutto di fronte a un'inversione di tendenza dei tassi d'interesse. Si potrebbe assistere a cambiamenti epocali.

MARCO PIERSIMONI

SENIOR PORTFOLIO MANAGER

PICTET ASSET MANAGEMENT

I temi vincenti del mercato

a cura di Pinuccia Parini

Vi aspettate che i trend che hanno caratterizzato il mercato nell'ultimo periodo possano continuare?

«A livello geografico rileverei due trend importanti: la sovraperformance del Giappone e la sottoperformance della Cina. Per le altre principali aree, non mi sembra che si siano evidenziate grosse divergenze. In termini di temi, invece, quelli attualmente vincenti sono: alcuni comparti della tecnologia americana e asiatica, ancora il Giappone e alcuni ambiti idiosincratici europei».

In prosecuzione con quanto si è visto sinora?

«Credo che titoli come Nvidia e Tsmc, per fare alcuni esempi, seguiranno ancora per un po' di tempo a mostrare forza, proprio per le barriere all'entrata presenti in determinati segmenti dell'It. Ciò permette ad alcune aziende di avere margini elevatissimi, che per Nvidia sono del 70%, anche se non è pensabile che questa situazione possa continuare nel lungo termine, visto che l'elevato livello di redditività attira inevitabilmente la concorrenza. Tuttavia, le società che sono al centro dell'innovazione tecnologica, sia per l'hardware, sia per il software, hanno una posizione di mercato che non è facile insidiare e, per questa ra-



gione, credo che continueranno a essere attrattive per gli investitori. Devo ammettere che non è scontato identificare oggi quali saranno i campioni del futuro, ma è una domanda che bisogna porsi, così come è d'uopo chiedersi chi beneficerà della nuova tecnologia a disposizione in ambiti quali la medicina, la finanza e l'industria in generale».

Nvidia negli ultimi 12 mesi ha visto il prezzo triplicare e gli utili quintuplicare (quindi il P/E del titolo è sceso), ma rimane sempre un'elevata concentrazione del mercato su un numero limitato di nomi. Non pensa che questa situazione prima o poi si incrinì?

«Ritengo che ci potrà essere un'espansione verso altri titoli e settori, soprattutto per quelle aziende che saranno in grado di cogliere il famoso salto di produttività offerto dall'intelligenza artificiale, che tocca, sia l'attività manifatturiera, sia i servizi. Poi c'è anche una componente più ciclica, non particolarmente analizzata dal mercato, che beneficia di questa nuova tecnologia e che ha già avuto un impatto sulla domanda di telefonini e di semiconduttori in senso più lato. Micron Technology, per citare un altro caso, ha appena comunicato l'intenzione di aumentare del 25% il prezzo dei propri chip. Quindi, anche le aziende non considerate di qualità elevata stanno conoscendo una ripresa abbastanza interessante».

E per quanto riguarda il mercato giapponese?

«Il Giappone, utilizzando la retorica dell'Abeonomics, ha messo a segno tre frecce: lo yen debole, la corporate governance e la presenza di importanti campioni della tecnologia. In particolare, la riforma della corporate governance ha avuto risvolti molto concreti, visto che fare emergere il valore delle aziende in Giappone sembra stia diventando quasi un orgoglio nazionale, con l'aspirazione di fare del bene al Paese. Inoltre, nel Sol Levante hanno sede anche società che, da un punto di vista tecnologico, sono vere eccellenze e hanno riportato risultati stellari. Mi risulta difficile identificare quale delle tre frecce abbia più colpito l'obiettivo: ai giapponesi piace dire che sia stata la corporate governance, io propenderei a dare una certa importanza anche allo yen debole per spiegare l'andamento del mercato».

Ha parlato anche di temi idiosincratici europei. A che cosa si riferiva?

«Se è vero che negli Stati Uniti si parla dei "magnifici sette", in Europa si può citare Novo Nordisk che, con Eli Lilly, ha un enorme vantaggio competitivo grazie a medicinali eccellenti per il trattamento di patologie molto diffuse nei paesi occidentali, quali l'obesità e il diabete; il loro utilizzo viene ora testato anche per altre malattie. In ambito finanziario, menzionerei anche le banche italiane e alcune spagnole».

Ci sono dinamiche sul mercato che, a suo parere, meritano alcune riflessioni?

«Nel Vecchio continente, nonostante alcuni recenti risultati deludenti, c'è il settore del lusso, i cui grandi protagonisti hanno fatto registrare una volatilità molto elevata nell'ultimo periodo, riconducibile alla debolezza dei consumi in Cina. Il calo della fiducia nella Repubblica Popolare, che si può evincere dall'aumento del rapporto tra depositi bancari e Pil, è un tema che riguarda l'andamento economico, ma è inevitabile che vi siano ripercussioni su questo comparto: i dubbi sul settore del lusso europeo riflettono, di fatto, quelli sulla tenuta del consumatore cinese. Rimanendo sempre nella regione asiatica, credo che sia interessante considerare ciò che sta avvenendo in Corea del Sud, dove si sta cercando di realizzare un'operazione simile a quella avvenuta in Giappone. Si tratta del "Corporate value-up program", il cui obiettivo è cercare di ridurre lo sconto dei titoli coreani, rispetto a quelli mondiali, attraverso l'impegno delle aziende a dare priorità al ritorno per gli azionisti e a estrarre valore nel medio e lungo termine. In Corea ci sono società, i cosiddetti "chaebol", che, nonostante siano presenti sulla frontiera tecnologica e dell'innovazione, sono ancora caratterizzate da una struttura familiare che ha come fine ultimo il passaggio generazionale e non la tutela dell'interesse degli azionisti di minoranza».

Modificare l'atteggiamento del "chaebol" non è però un compito facile...

«Per questa ragione il governo sta approntando misure di incentivazione fiscale per coloro che distribuiscono dividendi più elevati. È previsto anche di detassare il processo di successione e, da un punto di vi-

sta borsistico, di creare un indice chiamato "Value-up" composto da titoli che trattano sotto il valore di libro, invitando il fondo pensione coreano a investirvi. In realtà, l'esito delle ultime elezioni non aiuta una rapida approvazione di queste manovre».

Un'inflazione che rimanga più alta delle attese potrebbe portarla a rivedere la sua lettura del mercato?

«I tassi d'interesse hanno un effetto sulle valutazioni azionarie e sulla sostenibilità delle imprese con un'elevata leva finanziaria, aspetto quest'ultimo che non caratterizza certo i titoli della tecnologia. Infatti, il rapporto tra Ebitda e indebitamento totale dell'indice S&P500 è tre volte, mentre quello del Nasdaq 100 è sotto 1; l'interest coverage ratio (ossia quante volte l'Ebitda paga gli interessi) per il primo è sette volte, per il secondo è 30. Certamente, sulle valutazioni l'impatto c'è, ma va contestualizzato in ogni singolo caso. Inoltre, vorrei sottolineare che la curva odierna dei tassi d'interesse rivela molto scetticismo in merito alle attese di taglio dei tassi: sono più contenute rispetto a qualche mese fa. E, secondo me, questa è una buona notizia per il reddito fisso».

Perché?

«Perché il mercato obbligazionario prezza un allentamento monetario molto contenuto, soprattutto rispetto a ciò che dice la Fed. Quindi, in sintesi, l'inflazione non mi preoccupa in modo particolare, perché vedo che il mercato si sta gradualmente aggiustando rispetto agli shock di offerta del passato. Tuttavia, rilevo un rischio maggiore nel livello di crescita, verso il quale gli investitori diventeranno più sensibili. In base all'andamento di quest'ultima, ci saranno reazioni specularmente opposte per i bond e per l'equity».

Vede crescere l'influenza della politica sui mercati finanziari?

«Non negli Stati Uniti, dove ci sono alcuni colossi che, per il ruolo che ricoprono a livello mondiale, sono diventati intoccabili dalla politica. Diversa può essere la situazione in Europa, ma ciò va ricondotto alle differenti caratteristiche di sviluppo economico e politico che caratterizzano le due aree geografiche. Ritengo che in America si sia addirittura nella situazione opposta: i leader dei grandi gruppi possono influenzare la politica».

MARIO BARONCI

PORTFOLIO MANAGER

GLOBAL MULTI ASSET DEFENSIVE FUND

FIDELITY INTERNATIONAL

La decorrelazione all'interno delle asset class

a cura di Pinuccia Parini

Non trova che ci sia troppo consenso sui mercati finanziari?

«Per rispondere alla sua domanda, attingerò alla mia esperienza professionale, che nasce in ambito obbligazionario, un segmento per me di riferimento dal quale trarre spunti per leggere ciò che avviene sui mercati. Chi opera nel reddito fisso usa spesso il modello Nelson-Siegel, che utilizza tre parametri fondamentali: il livello, la direzione e la forma della curva dei rendimenti. Con il livello si indicano, di fatto, le valutazioni degli strumenti finanziari; attualmente mi sembra che gran parte degli investitori preferisca partecipare alla salita dei corsi, piuttosto che interrogarsi sui multipli ai quali i titoli trattano: si acquista per vendere, nell'arco di breve tempo, a livelli più elevati. Ciò mi fa

pensare che si sia di fronte a un mercato che è guidato dagli algoritmi e, per definizione, non interessato al carry, alla cedola o al dividendo. Questa considerazione è corroborata dal secondo parametro del modello, che è la direzione: salgono praticamente quasi tutte le asset class, a eccezione dei governativi. Ma ciò che più colpisce è la modalità di questa ascesa dei prezzi: è una linea che potrebbe essere tracciata con un righello. Si tratta, a mio parere, di un'altra evidenza che la borsa è dominata dagli algoritmi. A pochi, invece, interessa la forma della curva, perché se, per esempio, si rappresentasse in un grafico logaritmico la performance dei "magnifici sette", apparirebbe una linea retta che, se tradotta in termini reali, diventerebbe esponenziale, rivelando un entusiasmo simile a



quello che c'era nel 1999. Allora gli investitori cavalcavano il trend per non rimanere esclusi, senza tenere in debito conto le valutazioni. Personalmente, ritengo che alcune parti del mercato siano diventate veramente costose e si ha quasi la sensazione che si stia facendo di tutta l'erba un fascio».

Come interpreta il comportamento delle diverse classi di attivi?

«Molto correlate tra loro, anche se questa è la norma considerando un lasso di tempo molto esteso ed escludendo gli ultimi 20 anni, che costituiscono un'eccezione. Tuttavia, se si guarda all'interno delle singole asset class, emerge una diversità incredibile e basterebbe osservare quella azionaria e notare le divergenze tra large cap e small cap, growth e value, Usa e Cina, per fare alcuni esempi. In questo momento in cui le banche centrali hanno finito di inondare di liquidità il mercato, che ha permeato tutti i diversi strumenti finanziari, diventa fondamentale analizzare da un punto di vista macro/tattico quest'ultimo ed elaborare le strategie più consone per cogliere le opportunità che si presentano».

Questa uniformità nel leggere il mercato, che ha precedentemente descritto, è per lei un elemento di preoccupazione?

«Intravedo molte somiglianze con quanto successo nel 1999, anno in cui tutti i mercati erano costosi, ma come investitore era molto difficile starne ai margini senza parteciparvi. Nella situazione attuale, penso che sia opportuno rimanere esposti all'andamento dei corsi, magari coprendo con le opzioni le posizioni in portafoglio, visto che è una strategia che può essere realizzata a costi particolarmente contenuti. Ed è proprio questa la scelta che è stata presa sul fondo Global Multi Asset Defensive Fund, in particolare attraverso put at the money sul mercato azionario americano: è un modo per proteggere il proprio portafoglio, insieme a oro e franco svizzero. Ciò che si è cercato di fare, in altre parole, è stato di diminuire il rischio, senza rinunciare al rendimento. Sul lato obbligazionario, nello specifico, è stata creata un'esposizione sintetica al credito Ig, con un mix di governativi AAA a breve termine, obbligazioni societarie ibride e co-co, debito emergente in valuta forte a breve termine e la parte più breve dei bond high yield, che ha permesso di avere un'esposizione con merito creditizio medio più elevato, ma con una duration di tasso e di credito inferiore. Credo che sul mercato si stiano creando

situazioni all'interno delle quali la gestione discrezionale può trovare ampi spazi di manovra, anche da un punto di vista tattico».

Ma non c'è rischio di aggiungere volatilità al portafoglio?

«La mia filosofia di gestione è essere lunghi di volatilità; l'obiettivo è di performare nella media quando le cose vanno bene e ambire a essere nel primo quartile quando le cose vanno male. Per quanto riguarda il rischio, ho elaborato una mia tassonomia: c'è quello inevitabile, quello che ci si può permettere di prendere, quello che non è possibile assumersi, perché cozza con la filosofia di gestione che si è abbracciata, e il rischio che non ci si può permettere di non prendere da un punto di vista risk adjusted. Penso che il contesto attuale consenta di gestire il portafoglio secondo una filosofia che esamini ciò che sul mercato non viene prezzato in modo corretto».

Come traduce quest'ultima sua considerazione in ambito azionario?

«Preferiamo lo stile value rispetto al growth, l'Europa rispetto agli Stati Uniti, guardiamo all'Indo-Pacifico e ai Paesi che potrebbero beneficiare della crescita, escludendo la Cina, nei confronti della quale abbiamo una posizione tattica. A questo proposito, per ritornare al modello Nelson-Siegel e ai due parametri direzione e forma, potrei affermare che il Dragone potrebbe tornare a essere interessante, visto che le valutazioni sono molto sacrificate e, soprattutto, sembra che si stia arrestando la discesa dei corsi. Detto ciò, non ci sono posizioni unilaterali all'interno del portafoglio, bensì una differenza di esposizione all'interno delle singole classi di attivo».

Qual è la filosofia che la guida alla costruzione di un portafoglio?

«Qualunque asset si comperi modifica, sia il rendimento, sia il rischio atteso. Perciò, se sono due le incognite da monitorare, è necessario avere due equazioni che le risolvano; ne consegue che un portafoglio deve essere costituito da una parte che tenga conto del rendimento atteso e da un'altra che tenti di controllare il rischio. La strategia e la tattica servono per cercare il rendimento, l'attività di copertura è utile per temperare il rischio assunto».

Nel contesto attuale, una soluzione d'investimento bilanciata potrebbe essere consigliabile?

«In questo momento, il termine bilanciato indica una soluzione che, di fatto, è difficile da realizza-

re, vista la correlazione positiva tra le diverse asset class; ne consegue che è complesso trovare strategie che siano decorrelate, e, anche nel caso ci fossero, magari non sarebbero materialmente percorribili o dimensionalmente capienti. Un'alternativa, però, potrebbe essere inserire la decorrelazione nel processo d'investimento ed è ciò che abbiamo cercato di fare all'interno del Global Multi Asset Defensive Fund con l'esposizione, come già menzionato in precedenza, alle opzioni, l'unico strumento che per definizione è inversamente correlato all'azionario, all'oro e al franco svizzero».

Ma anche l'oro è salito. Come si spiega la performance del metallo giallo?

«Penso che sia ascrivibile all'attività d'acquisto di alcune banche centrali, che temono che i propri asset possano essere un domani sequestrati o resi inutilizzabili per un'evoluzione avversa degli sviluppi geopolitici e cercano un succedaneo al dollaro americano, comprando il metallo prezioso fisico. Sono acquirenti insensibili al prezzo e lo dimostra il fatto che l'oro ha visto aumentare il suo valore, nonostante i tassi reali siano saliti, fattore che avrebbe dovuto disincentivarne l'acquisto, e nonostante i relativi Etc abbiano addirittura registrato un calo delle masse, almeno fino all'inizio di marzo».

Nelle sue riflessioni ha menzionato le similitudini tra il mercato odierno e quello della fine degli anni '90. Tuttavia, la differenza di fondo è che ora le aziende amate dagli investitori producono utili reali e non sulla carta. Che cosa ne pensa?

«A parte le considerazioni sulle alte valutazioni, mi pare simile il tema dell'impulso di credito. Ci sono due modi per creare dal nulla potere d'acquisto: o le banche elargiscono nuovo credito (1999) o, come avviene adesso, il governo spende e genera un disavanzo fiscale. Ora il problema è sino a che punto e sino a quando il deficit creato possa continuare. Prima o poi tornerà a essere considerata la teoria dell'equivalenza ricardiana, secondo la quale finanziare le spese governative attraverso il debito non influisce sul livello della domanda, perché comporta, implicitamente, un aumento delle tasse future. Se ciò avvenisse, la situazione potrebbe mutare repentinamente e la fiducia degli investitori venire meno proprio come accadde nel 1999. Non sto affermando che stia per succedere, ma preferisco adottare una strategia che mi permetta di proteggere a basso costo le scelte d'investimento fatte».

CINA, LA FORZA E LE CONTRADDIZIONI
DI UN GIGANTE A METÀ DEL GUADO

Continua a crescere, ma con tanti problemi

di Boris Secciani



Come si articolerà lo sviluppo economico cinese e con quale forza è un quesito oggetto di ampia discussione. I dati del Pil per il terzo trimestre sono stati superiori alle attese, ma ciò non allontana le incognite sul futuro, visto che il sistema locale, oltre alla deflazione, deve affrontare un processo di ristrutturazione importante per non cadere nella trappola del reddito medio. Sull'attività economica pesa la crisi del settore immobiliare, i cui effetti si riverbereranno nel tempo, mentre il quadro industriale e dei consumi presenta diverse sfaccettature. Ciò che appare evidente è che il governo non è pronto a intervenire con possenti stimoli all'economia, visto l'impegno profuso a ridimensionare l'indebitamento all'interno del sistema. Dall'altro lato, però, sembra improbabile la riproposizione del modello mercantilistico del passato. Su tutto ciò pesano le pressioni deflazionistiche

La Cina di oggi rappresenta un enigma e un caso già visto tante altre volte in molte economie emergenti. Innanzitutto, va detto che i dati macroeconomici più recenti, tutto sommato, hanno offerto un quadro incoraggiante. La crescita del Pil, infatti, è stata, su base annua, +5,3%. Si tratta di un

andamento che, oltre a risultare al di sopra del consensus, appare migliore anche degli obiettivi governativi per il 2024, che indicano un target intorno a +5%. Tutto ciò avviene dopo un triennio terribile in cui, a fronte di una reazione iniziale rapidissima al Covid, il Dragone ha prolungato fino al 2022 la politica di lockdown e chiusura verso il mondo circostante più dura sul pianeta. Il 2023 ha visto poi una ripresa tiepida, a causa della profonda crisi immobiliare, di una marcata sovraccapacità in diversi comparti industriali e del prolungarsi degli effetti delle politiche punitive verso il vastissimo e iper-avanzato insieme delle imprese legate a internet.

Il risultato è che la Cina si è trovata ad affrontare un quadro di deflazione nel momento in cui in Occidente (e non solo) imperversava la peggiore inflazione dai primi anni '80. Il sistema locale oggi deve fare fronte a un processo di ristrutturazione cruciale per superare i rischi di rimanere impelagata nella trappola del medio reddito; il tutto su una scala mai vista e con alcuni aspetti del proprio sistema già con caratteristiche simili a quelle di una nazione sviluppata. Alcuni dei numeri emersi nella prima frazione di quest'anno sono indicativi di tutte le forze contraddittorie cui oggi è sottoposta la Repubblica Popolare. In ciò risiede l'enigma cinese, essenzialmente un quadro in cui si sovrappongono aspetti di iper-modernità degni di un leader mondiale e sacche di arretratezza e inefficienza di dimensioni enormi. Una sintesi interessante



al riguardo viene fornita da **Richard Flax**, chief investment officer di **Moneyfarm**: «Se, da un lato, la produzione industriale ha messo a segno una crescita del 6,1% nel corso del primo trimestre, nello stesso periodo i prezzi alla produzione industriale sono calati del 2,7%, indicando la presenza di pressioni deflazionistiche nel settore manifatturiero. Infine, le vendite al dettaglio hanno registrato un aumento del 4,7% tra gennaio e marzo, nonostante in marzo si sia assistito a un notevole rallentamento (+3,1%) rispetto ai picchi di febbraio (+5,5%). La frenata delle vendite al dettaglio, unita al significativo calo (-9,5%) degli investimenti immobiliari, riporta l'attenzione sulle sfide che l'economia cinese deve ancora affrontare, tra le quali spicca la profonda crisi dell'edilizia, tra crollo dei prezzi delle nuove abitazioni e azioni legali contro i colossi del mattone».

I CONSUMI UNICA SOLUZIONE

Il ragionamento e le percentuali riportate da Richard Flax contengono l'essenziale per capire quale potrebbe essere la via che il Dragone dovrebbe prendere per ripartire. Innanzitutto, l'edilizia continuerà, probabilmente, a rappre-

sentare un bubbone il cui scoppio si farà sentire per anni. Dall'altra parte, il quadro industriale e dei consumi presenta luci e ombre. Un punto fondamentale da sottolineare in tutto ciò è che, per la seconda economia del mondo, l'attuale ristrutturazione del real estate può risolversi in maniera positiva solo con soluzioni che inevitabilmente risulteranno molto diverse da quanto visto negli Usa dopo il 2008 e in Europa nell'ultimo decennio. Al riguardo, **Gilles Moëc**, Axa group chief economist and head of **Axa Im Research**, porta all'attenzione il caso statunitense e quello spagnolo come due paradigmi opposti di reazione al rapido deterioramento indotto dal crollo dei corsi degli immobili: «In Cina continua il crollo immobiliare, il che è coerente con l'esperienza passata di altri paesi: questi problemi non scompaiono velocemente. Prendiamo spunto da questi episodi per esaminare la strategia macroeconomica complessiva della Cina. La reazione degli Stati Uniti alla crisi dei subprime fu di impegnarsi in una politica di "bombardamento a tappeto", con un massiccio sostegno fiscale e monetario. Al contrario, alcuni periferici dell'area euro, come la Spagna, che ha dovuto affrontare un crollo degli inve-



RICHARD FLAX
chief investment officer
Moneyfarm



Se, da un lato, la produzione industriale ha messo a segno una crescita del 6,1% nel corso del primo trimestre, nello stesso periodo i prezzi alla produzione industriale sono calati del 2,7%, indicando la presenza di pressioni deflazionistiche nel settore manifatturiero



stimenti residenziali, non ebbero lo stesso spazio politico e furono costretti a ricorrere alla "svalutazione interna": devono il successo del loro aggiustamento a un forte miglioramento sul fronte delle esportazioni». In concreto, stimoli monetari e fiscali potentissimi negli Usa e sangue, sudore e lacrime allo scopo di arrivare a un riassetto della competitività e dei saldi di partite correnti all'interno dell'Eurozona.

POCHI STIMOLI DAL GOVERNO

Le autorità della Repubblica Popolare, però, non sembrano orientate a eccedere in fatto di stimoli di varia natura. Infatti, da anni lo scopo è riportare su un livello più gestibile la leva com-



plexiva del sistema, che è elevatissima per essere un'economia con un Pil pro capite ancora non particolarmente consistente. Non appare perciò realistico ipotizzare che il governo centrale si accoli una montagna di debito privato e locale per sostenere l'economia. Dall'altra parte, il modello mercantilista del passato non sembra più proponibile: l'economia cinese è infatti oggi troppo grande per potere essere smossa in maniera significativa da un po' di vivacità sul fronte del commercio estero. Di conseguenza, l'unica soluzione per continuare a crescere è quella tratteggiata ancora da Gilles Moëc: «L'attuale posizione fiscale della Cina rende difficile aspettarsi la stessa quantità di sostegno governativo di cui hanno goduto gli Stati Uniti dopo il 2008. Sarà fin troppo allettante affidarsi alle esportazioni per compensare la produzione persa a causa della crisi immobiliare, ma le dimensioni enormi della Cina nel commercio mondiale rendono difficile attendersi che una strategia guidata dalle esportazioni possa essere accettata senza significative tensioni con i partner commerciali. Nel cercare una soluzione all'attuale situazione della Repubblica Popolare, riteniamo che una questione chiave sia il modo in cui i proventi di una maggiore crescita della produttività possano essere incanalati verso salari reali più alti, piuttosto che verso un ulteriore abbassamento del prezzo delle esportazioni cinesi, con una politica monetaria allentata che "unge le ruote" dell'aggiustamento».

Questo ragionamento, estremamente chiaro, riporta ancora una volta alla questione

del definitivo decollo dei consumi interni. La Cina ha messo a segno in questi anni molti passi in avanti incredibili dal punto di vista tecnologico e, de facto, molti degli obiettivi dell'ambizioso piano denominato made in China 2025 (approntato ormai quasi un decennio fa) sono stati già raggiunti. Anche sul fronte dei semiconduttori, i progressi verso l'autosufficienza appaiono tangibili, nonostante le sanzioni statunitensi. Questo salto di qualità verso un'economia high tech è però ancora incompleto, con una situazione a macchia di leopardo su competitività, livello di istruzione e redditi di varie fasce del sistema locale. Affrontare le crisi sistemiche in atto dipenderà, dunque, da un ancora più deciso slancio da questi punti di vista.

L'UNICUM DELLA DEFLAZIONE

Il problema è che l'aumento della produttività e la continua ascesa nella scala del valore aggiunto, per il momento, non si stanno traducendo in un'ulteriore spinta ai redditi tale da portare la Cina nel campo delle economie avanzate. Molto interessante appare al riguardo quanto esposto da **Krishan Selva**, client portfolio manager azionario mercati emergenti di **Columbia Threadneedle Investments**: «In Cina ci sono alcuni problemi importanti, come quelli che riguardano il settore immobiliare che, uniti a una ripresa debole dei consumi dopo la crisi economica, rendono il contesto un po' incerto. Inoltre, le tensioni geopolitiche stanno causando turbolenze nella regione e

nell'economia. Tenendo conto di questi aspetti, le aziende iniziano a risentire delle incertezze; di conseguenza, stanno riducendo la spesa e gli investimenti, mentre assistono a pressioni deflazionistiche, cioè a tagli dei prezzi, soprattutto per quanto riguarda i consumatori. La crescita dei consumi dovrebbe riacquisire vigore grazie alla domanda repressa e ai risparmi in eccesso, ma il clima è influenzato dal settore immobiliare e dalla geopolitica».

In queste parole si può trovare una delle tante stranezze dell'attuale paradigma della seconda economia globale. In America (e in parte anche in Europa) le aziende hanno mantenuto margini e profitti a un buon livello in questi anni, tanto da indurre a coniare il termine "greedflation". Inoltre, in generale riescono a imporre un premio sul costo dei propri prodotti e servizi grazie al loro brand. In Cina, invece, anche nei casi in cui i concorrenti locali sono unanimemente riconosciuti come di eccellente qualità, i produttori mantengono una politica molto prudente su quanto richiedere alla clientela. Si tratta di un unicum per un'economia del Far East in fase di transizione verso l'alta tecnologia. Infatti, ad esempio, i grandi conglomerati nipponici e coreani hanno entrambi vissuto (fra la fine degli anni '70 e l'inizio degli '80 nel primo caso e nei primi anni 2000 nel secondo) un periodo di forte crescita del valore dei loro marchi, dei prezzi a listino e del costo del lavoro. La Cina sembra, al contrario, per il momento, non in grado di innescare una mo-

derata dinamica inflazione-salari che costituirebbe una panacea per l'economia. Si tratta di un quadro esattamente opposto a quello statunitense, dove l'attuale dinamica deflativa della Cina viene vista dalla Fed come la peste bubbonica, oltre che davvero peculiare per quella che è ancora, almeno in parte, un'economia in via di sviluppo.

EXPORT A BASSO COSTO

Alla base di questo mancato salto, vi è la permanenza della logica di allagare l'economia globale attraverso esportazioni a basso costo, ma si è già visto che il commercio estero non rappresenta più per la Cina una componente fuori misura del proprio output complessivo. Inoltre, i mercati di sbocco sono oggi ben diversificati: l'area dell'Asean assorbe merci cinesi per una quantità di denaro più o meno in linea con quella degli Stati Uniti. Al tempo stesso, però, **Haiyan Li-Labbé**, head of greater China investments, gestore di **Carmignac China New Economy** e co-gestore di **Carmignac Emergents**, ricorda: «Le aziende cinesi hanno fatto grandi progressi in termini di tecnologia e di economie di scala, tanto che la loro competitività sui mercati di esportazione di prodotti ad alta tecnologia e di beni strumentali green non ha uguali. Le imprese hanno beneficiato di consistenti sovvenzioni da parte del settore pubblico in diverse forme (sovvenzioni dirette, accesso al credito, etc.). La crescita delle esportazioni, in termini di volume, dovrebbe quindi rimanere solida nel breve periodo. Inoltre, il governo sta alimentando grandi flussi di investimenti nel settore manifatturiero e nelle infrastrutture, per cui anche il fattore "I" (investimenti) nell'equazione del Pil sta crescendo. In questo modo, però, si crea un eccesso di capacità produttiva e la necessità di scaricare queste eccedenze sui mercati esteri a prezzi stracciati, il che sicuramente può scatenare una reazione protezionistica nella maggior parte dei mercati di esportazione».

Non appare irrealistico pensare che il governo locale stia tuttora perseguendo una politica di ricerca di una fortissima competitività attraverso economie di scala gigantesche, sacrificando nel breve periodo la spinta al Pil che potrebbe venire da profitti e stipendi più elevati, oltre che da maggiori margini di manovra in termini di politiche fiscali dedicate alla spesa sociale.

PESSIMISMO FUORI LUOGO

Detto ciò, non appare però sensato neppure abbandonarsi a un pessimismo strutturale. Il

“

La crescita delle esportazioni, in termini di volume, dovrebbe rimanere solida nel breve periodo. Inoltre, il governo sta alimentando grandi flussi di investimenti nel settore manifatturiero e nelle infrastrutture, per cui anche il fattore “I” (investimenti) nell'equazione del Pil sta crescendo



HAIYAN LI-LABBÉ
head of greater China investments,
gestore
Carmignac China New Economy
co-gestore
Carmignac Emergents

”



Paese, infatti, vanta comunque elementi di forza enormi, tra i quali, come sottolinea **Xiaolin Chen**, head of international di **KraneShares**, un livello di urbanizzazione molto elevato della propria gigantesca popolazione, elemento che garantisce un notevole mercato domestico: «L'economia cinese presenta caratteristiche uniche, soprattutto perché, attualmente, può contare su una popolazione di 870 milioni di persone che vivono in città. Le aziende locali possono quindi scegliere di concentrarsi sul mercato domestico per affrontare le incertezze globali e riuscire a fare crescere i propri ricavi. Il commercio al dettaglio ha dimostrato grande resilienza, resistendo molto bene negli ultimi due anni, nonostante il calo del 40% delle vendite di nuovi immobili. I prezzi delle nuove case hanno continuato a diminuire negli ultimi 10 mesi, anche se inizia a emergere una tendenza al rallentamento e alla stabilizzazione. Riteniamo che il mercato immobiliare non sarà uno dei settori chiave che contribuirà alla crescita della Cina in futuro. La "nuova forza produttiva", più volte menzionata dai policy maker cinesi, vale a dire i consumi, la new/clean technology e i veicoli elettrici smart guideranno lo sviluppo».

CRESCITA STABILE AL 5%

Alla fine, non è comunque impensabile immaginare per il prossimo futuro, come soluzione dello scontro fra le forze contraddittorie esposte in precedenza, un andamento del Pil cinese sostanzialmente simile a quan-

to si sta vedendo adesso. È questa la view di **Giacomo Calef**, country head Italia di **Ns Partners**: «Il vantaggio principale dell'economia cinese è il suo mercato interno che, un po' come negli Stati Uniti, garantisce una domanda aggregata potenzialmente enorme, come abbiamo potuto osservare negli ultimi 15 anni. Nonostante ciò, il suo peso nel commercio internazionale è enorme. Per fare un esempio, la Cina è il più grande importatore

mondiale di petrolio, così come di carbone (metallurgico e termico) le cui importazioni, nell'anno appena passato, hanno toccato un record di oltre 474 milioni di tonnellate. Anche la produzione siderurgica è molto sviluppata, grazie alle enormi riserve di minerale di ferro, ma anche al basso costo del lavoro, che garantiscono una lavorazione molto più economica rispetto ai concorrenti occidentali. Il mercato immobiliare del Paese, invece, soffre di una sovra-espansione finanziata a debito che è stata accentuata dalle congiunture macroeconomiche. Sicuramente la crescita di medio termine sarà frenata da questo fatto, in quanto il settore ha un indotto enorme, che conta all'incirca per il 25% dell'intero Pil della Repubblica Popolare. È difficile attendersi tassi di crescita elevati come in passato. L'economia continuerà ad espandersi, ma a un tasso più contenuto, cioè intorno al 5%. Dunque, un mix di antico e nuovo che sta cambiando a una velocità di crociera sicuramente non particolarmente entusiasmante, soprattutto se il termine di paragone è costituito dalle tigri asiatiche quando si trovavano a un grado di sviluppo simile. Una crescita che, però, appare sufficiente per sostenere le dinamiche di trasformazione verso una società dai consumi avanzati. Se si considera poi il derating subito dagli asset locali a partire dalla fine del 2020, davanti agli investitori si apre comunque un mondo di opportunità sulle quali puntare.



L'economia cinese presenta caratteristiche uniche, soprattutto perché attualmente può contare su una popolazione di 870 milioni di persone che vivono in città. Le aziende locali possono quindi scegliere di concentrarsi sul mercato domestico per affrontare le incertezze globali e riuscire a fare crescere i propri ricavi



XIAOLIN CHEN
head of international
KraneShares



CINA, LA FORZA E LE CONTRADDIZIONI
DI UN GIGANTE A METÀ DEL GUADO

Tra buone occasioni e qualche rischio

Il mercato azionario cinese per oltre tre anni ha fatto segnare performance molto deludenti. Le ragioni sono ascrivibili a diversi fattori: la regolamentazione imposta da Pechino ad alcuni settori, le misure di tolleranza zero durante il Covid e la geopolitica. Si tratta solo di una parte dei più importanti elementi che hanno creato un clima di sfiducia nei confronti della borsa cinese. Tuttavia, nelle ultime settimane, c'è stato un risveglio dell'interesse verso l'equity del Paese, viste le basse valutazioni raggiunte e le potenzialità che alcuni settori possono offrire agli investitori. E le opportunità da cogliere non riguardano solo il comparto dei consumi discrezionali, ma anche i grandi trend strutturali dell'economia cinese che oggi sono già investibili in una pletora di segmenti

Il mercato azionario cinese è stato il peggiore al mondo, fra quelli di dimensione rilevante, per tutto il periodo che va dall'ultimo quarto del 2020 fino alla metà del primo trimestre di quest'anno. Come quasi sempre accade per i fenomeni complessi, le ragioni alla base di questa *défaillance* sono diverse. Innanzi-

tutto, è bene ricordare che circa il 70% della non bassa ricchezza delle famiglie locali è allocata nell'immobiliare: una percentuale abnorme del patrimonio dei cinesi, in pratica, è bloccato in un settore ormai chiaramente nel mezzo di una ristrutturazione epocale. Al contempo, le autorità di Pechino, quattro anni fa, hanno fatto saltare per aria senza tanti complimenti una situazione di bolla dei titoli tecnologici paragonabile a quella Usa. A tutto ciò si aggiungono il durissimo e lungo lockdown e il precipitare del quadro geopolitico, che hanno contribuito a creare un clima di sfiducia nei confronti dei segmenti dell'equity del Dragone più dipendenti dai flussi di capitale dall'estero. Una doppia tenaglia di negatività endogene ed esogene.

Ma oggi questa situazione potrebbe essere giunta alla fine, visti i segnali incoraggianti emersi nelle ultime settimane. Infatti, dai minimi di gennaio lo Shanghai Composite è risalito di circa il 15% a fine aprile, mentre il Csi 300, che raccoglie le 300 maggiori azioni A per capitalizzazione fra Shanghai e Shenzhen, ha messo a segno una ripresa intorno al 13%. Ancora meglio ha fatto l'Hang Seng China Enterprises Index, che comprende alcuni colossi quotati a Hong Kong nei titoli H, tra i quali diversi campioni dell'internet cinese: la risalita, nello stesso arco di tempo degli altri indici, ha sfiorato il 24%.



OCCASIONE VALUE UNICA

Gli investitori, in pratica, si sono accorti che oggi la Repubblica Popolare può rappresentare un'occasione value unica, un autentico outlier in un panorama che in tutto il pianeta è caratterizzato da asset rischiosi a valutazioni piuttosto elevate. Ma il rischio, in questi casi, è di trovarsi di fronte a un'insidiosa value trap di lunga durata. Contro questa ipotesi, però, ci sono alcuni elementi decisamente rassicuranti, sintetizzati da **Krishan Selva**, client portfolio manager azionario mercati emergenti di **Columbia Threadneedle Investments**: «Si prevede che gli investimenti nel settore manifatturiero rimarranno resistenti, poiché il governo spinge per accelerare l'aggiornamento delle risorse produttive e la produzione di veicoli elettrici, batterie e fonti rinnovabili. Sebbene la Cina non sia più una grande storia top down, motivo per cui siamo più costruttivi sui

singoli nomi che sull'economia in generale, l'idea che il Dragone non sia più investibile è a nostro avviso errata. Infatti, con un surplus commerciale di 800 miliardi di dollari, la Cina è ancora un partner globale fondamentale. In particolare, l'import-export con le economie emergenti è in aumento e va a colmare il vuoto creato dagli sforzi di diversificazione della catena di approvvigionamento. Un esempio è rappresentato dai produttori cinesi di veicoli elettrici, che vendono in economie come il Brasile e l'Indonesia. Inoltre, l'indebolimento della valuta favorisce gli esportatori cinesi».

UNA VISIONE MANICHEA

Quando il mondo esterno si avvicina alla Repubblica Popolare fa ancora fatica a superare una visione estremamente manichea, in cui si oscilla da fantasie di incipiente dominio del mondo a un opposto costituito da cupe previsioni



KRISHAN SELVA
client portfolio manager
azionario mercati emergenti
Columbia Threadneedle
Investments

“

Sebbene la Cina non sia più una grande storia top down, motivo per cui siamo più costruttivi sui singoli nomi che sull'economia in generale, l'idea che il Dragone non sia più investibile è a nostro avviso errata

”

di imminente collasso. In realtà, lo scenario più probabile vede per i prossimi anni un andamento moderato del Pil, non dissimile da quanto si sta registrando nella fase attuale. Stiamo pur sempre parlando di un sistema economico vitale, in cui stanno emergendo le tipiche storie idiosincratichiche di successo (così come i fallimenti clamorosi) che caratterizzano qualsiasi nazione sufficientemente matura. È dunque necessario tenere a mente che, per avvicinarsi a questa gigantesca piazza azionaria, ormai è imprescindibile operare con una logica di tipo bottom up. Detto ciò, è

possibile identificare alcuni megatemi strutturali particolarmente ricchi di aziende dalle prospettive scintillanti. Normalmente, ci si riferisce al settore più promettente dandogli l'etichetta dei consumi discrezionali. La definizione in sé non è sbagliata, ma è forse un filo riduttiva: il Dragone, infatti, è già uno dei mercati chiave, in prima o al massimo seconda posizione mondiale, in quasi tutte le categorie merceologiche. Anche pro capite, in molti casi vengono mostrati livelli di spesa che ormai sono paragonabili a quelli delle economie meno prospere dell'Ue.

OLTRE IL PRIMO CONSUMISMO

Oggi, però, stiamo assistendo a un processo di miglioramento della qualità della vita, che si esprime in una maggiore diversificazione e sofisticatezza nelle decisioni di acquisto della popolazione e in una più forte richiesta di beni sociali. Indicativa l'analisi ancora di Krishan Selva: «La crescita delle vendite al dettaglio

nel 2023 è stata paragonabile ai livelli pre-pandemici, ma è stata deludente se si considera il dato del -1,6% registrato nel 2022. Dopo la pandemia, i modelli di consumo sono cambiati: c'è una rotazione nelle preferenze dagli oggetti allo stile di vita, dal lusso al valore e dalla qualità alla quantità. L'incremento dei consumi di servizi dovrebbe continuare a superare quello dei beni nel 2024, mentre l'aumento dei consumi a medio termine dovrebbe rallentare a causa dell'elevata disoccupazione. Questa difficoltà, però, potrebbe essere superata con l'avvio di programmi volti a risolvere il problema dell'inadeguatezza delle competenze e di politiche che promuovano una maggiore spesa per i consumi sociali (ad esempio, per l'istruzione, gli alloggi e le pensioni)».

FIDUCIA TENUE

In effetti, se si analizzano i dati macro più recenti, il fenomeno appare già evidente, come sottolinea **Caroline Maurer**,

head of China and specialised Asia strategies di **Hsbc Asset Management**: «In generale, la fiducia dei consumatori rimane tenue a causa delle persistenti preoccupazioni legate all'indebolimento del mercato del lavoro, all'incertezza del reddito e al peggioramento della crisi immobiliare. Però, dai dati del Pil cinese del primo trimestre, risulta che le vendite al dettaglio legate ai servizi sono aumentate del 10% su base annua. La crescita dei settori hospitality & catering, dei trasporti e dello storage & post ha superato quella del Pil, suggerendo che il consumo di servizi continua a essere un motore di crescita. Abbiamo osservato una ripresa della domanda più forte nei comparti dei viaggi e dell'istruzione. La spesa pro capite per i viaggi ha superato per la prima volta i livelli pre-pandemia durante le recenti vacanze di Qingming all'inizio di aprile e quelli a lunga tratta e all'estero potrebbero avere un andamento più sostenuto durante l'imminente festa del lavoro di cinque giorni. Inoltre, in



Aspettando la finanza avanzata

Un altro aspetto interessante dell'evoluzione della classe media della Repubblica Popolare è anche la possibile (e necessaria) diversificazione a livello finanziario. In un paese nel quale la quota del patrimonio dedicata al real estate è tuttora inconsueta, il sistema finanziario cinese sicuramente trarrebbe un enorme vantaggio dal decollo di una moderna industria dell'asset e del wealth management. Si andrebbe, infatti, a creare un circolo virtuoso caratterizzato da maggiori capitali dedicati alle attività locali che a loro volta innescerebbero l'avvio di una nuova era di forte aumento della ricchezza delle famiglie, dopo l'esaurimento del ciclo storico della grande urbanizzazione. **Giacomo Calef**, country head Italia di **Ns Partners**, indica proprio questo ambito come uno dei più promettenti in assoluto: «Sicuramente l'economia cinese si sta trasformando e la sua componente legata ai beni manifatturieri andrà certamente a ridursi nei prossimi anni. Di conseguenza, i servizi assumeranno un'importanza sempre più preponderante, unita anche al fatto che il Paese vuole emergere all'interno dell'area asiatica, dove sorgono già importanti centri economici come Singapore, Hong Kong e Tokyo. Il settore finanziario, e nello specifico quello delle gestioni patrimoniali, ha una grande opportunità per catalizzare e accrescere le masse gestite sulla scia dei grandi patrimoni accumulati nella regione nel corso degli ultimi 20 anni».



“

A nostro avviso i consumi discrezionali rappresentano il segmento più promettente. Innanzitutto il settore è allineato con gli obiettivi del Partito comunista cinese, incentrati sull'ascesa tecnologica e sul raddoppio della classe media e ciò permetterebbe di raggiungere il cosiddetto “benessere condiviso”



MALCOLM DORSON
head of emerging
markets strategy
Global X

”

un contesto normativo in via di stabilizzazione, notiamo una ripresa del segmento dell'istruzione liceale e una forte domanda di servizi di consulenza e preparazione ai test per l'estero e di tutoring non accademico dopo il Covid».

TANTI SETTORI INVESTIBILI

Un aspetto interessante, che conferma quanto affermato finora, è che i grandi trend strutturali dell'economia cinese oggi sono già investibili attraverso una pletora di settori. Fra essi, sicuramente, i colossi della rete continuano a giocare un ruolo cruciale, però tutt'altro che esclusivo. Ed è intrigante la lista fornita da **Malcolm Dorson**, head of emerging markets strategy di **Global X**: «A nostro avviso i consumi discrezionali rappresentano il segmento più promettente. Innanzitutto, il settore è allineato con gli obiettivi del Partito comunista cinese, incentrati sull'ascesa tecnologica e sul raddoppio della classe media, e questo tipo di investimento permetterebbe di raggiungere il cosiddetto “benessere condiviso”. Inoltre, in questo ambito si trovano alcuni dei nomi più liquidi e a maggiore capitalizzazione all'interno dell'equity del Dragone. Si tratta di un gruppo di società che dovrebbe essere il primo beneficiario di un ritorno di ingenti flussi di capitale all'interno del sistema. In questo alveo è presente un'ampia diversificazione che comprende i giganti internet, come Alibaba e Meituan, alcuni gruppi legati al comparto dei viaggi, come Trip.Com e Shezhou International Airport, costruttori automobilistici (ad esempio Byd e Li Auto), aziende che offrono formazione e istruzione (Tal Education) e società più tradizionali dell'abbigliamento come Anta Sports».

LA CARTA DELL'AUTO ELETTRICA

Un altro dei casi più eclatanti è l'incredibile ascesa delle auto elettriche. Si tratta di una nicchia nella quale, come ricorda **Jimmy Chen**, gestore del fondo **Comgest Growth China** di **Comgest**, la Cina vanta una quasi inscalfibile primazia nei componenti chiave: «Dal nostro punto di vista, vediamo che il passaggio alle energie rinnovabili sta accelerando. Nel suo World Energy Outlook 2023, l'Agenzia internazionale per l'energia ha osservato che “il consumo globale di combustibili fossili

potrebbe raggiungere il picco già a metà degli anni 2020". Sarebbe un'ottima cosa per il nostro ambiente e per gli investitori più accorti a lungo termine alla ricerca di opportunità di investimento emergenti nelle energie rinnovabili. All'interno della catena del valore delle batterie per veicoli elettrici, la batteria stessa è meno mercificata e meno ciclica rispetto alla maggior parte degli altri componenti. Catl(Cina) e Lg Energy Solution (Corea) sono i due maggiori produttori di batterie a livello globale, con vantaggi in termini di costi, ampia copertura tecnologica e una presenza globale».

Inoltre, il comparto Ev risponde perfettamente al fenomeno dell'upgrading descritto in precedenza. I numeri, infatti, mostrano che ormai la densità di autoveicoli nel Paese sta approcciando i livelli europei. Una buona parte del parco auto, però, comincia ad avere un discreto numero di anni di vita, essendo peraltro stato prodotto in un'epoca in cui gli standard ambientali delle vetture made in China non erano il massimo. In pratica, come ricorda **Xiaolin Chen**, head of international di **KraneShares**, si stanno per aprire notevoli praterie a favore della sostituzione da parte dell'elettrico: «I settori del turismo, degli elettrodomestici e dei veicoli elettrici smart beneficeranno della ripresa dei consumi sostenuta dalle misure annunciate dal governo. In particolare, va considerato che risultavano immatricolati 420 milioni di veicoli in Cina nel giugno 2023 e che, poiché in media quelli attualmente in circolazione hanno 5,5 anni, mancano circa 2,5 anni al raggiungimento del limite massimo oltre il quale alcuni veicoli non potranno più circolare. Pertanto, la sostituzione di queste auto con i nuovi modelli elettrici rappresenta un mercato importante».

LA SPESA PUBBLICA CHE NON C'È

Tecnologia, viaggi, istruzione, ambiente e servizi finanziari avanzati: è tutto molto bello ed estremamente promettente. Affinché non si rimanga nel libro dei sogni, al di là del rimbalzo contingente, è però necessario che aumenti il clima di fiducia in ambito domestico. Il Dragone, infatti, rimane impelagato in una fase di deflazione de facto non particolarmente combattuta dal governo. Infatti, le politiche di



Pechino continuano a essere incentrate su grandi investimenti (attualmente in ambito tecnologico e produttivo più che infrastrutturale e immobiliare), mantenendo al contempo i cordoni della borsa piuttosto chiusi per quanto riguarda la spesa sociale. I salari e i margini delle aziende cinesi continuano a non crescere nella maniera che ci si aspetterebbe, data la vertiginosa ascesa a livello di qualità del mix produttivo locale. Una politica dei prezzi così aggressiva sul mercato locale e all'estero è normalmente possibile anche grazie alle generose politiche di sussidio pubblico, come lucidamente ricorda Malcolm Dorson, di Global X: «In generale l'economia quest'anno dovrebbe oscillare intorno al target del 5%. Pertanto, il nostro scenario di base prevede un mini-

mo di stimolo monetario e fiscale, ma in quantità limitata. Tuttavia, un cambiamento nella direzione di una maggiore spesa pubblica potrebbe fornire un inatteso catalizzatore della fiducia degli investitori. In particolar modo, qualsiasi provvedimento di ampliamento delle misure di protezione sociale, oltre che l'adozione di voucher di spesa da dare alle famiglie, darebbe il là ai consumatori cinesi. Il che a sua volta potrebbe portare a un rerating del mercato».

Va benissimo, dunque, mettere le basi per ulteriori decenni di competitività, ma l'obiettivo del benessere diffuso necessita di redditi più alti, per ottenere i quali non si può prescindere da un certo sostegno pubblico, come (cheché se ne possa pensare) l'America docet.

CINA, LA FORZA E LE CONTRADDIZIONI
DI UN GIGANTE A METÀ DEL GUADO

Il risorgimento dell'internet cinese

Sino al 2020 si è assistito a una forte performance dei grandi nomi dell'internet cinese, che si è interrotta a causa di un deciso intervento del regolatore che ha messo a nudo un sistema che deve fare ancora i conti con la transizione verso il capitalismo. La recente ripresa dei corsi del mercato azionario ha rivisto riemergere questi titoli, diventati attrattivi grazie alle basse valutazioni raggiunte e alla percezione che, per il settore, i maggiori ostacoli normativi siano stati superati. Tuttavia, d'ora in poi sarà fondamentale per gli investitori essere selettivi, perché è possibile che vi sia un consolidamento nel comparto, dove non tutti i player hanno la capacità di acquisire quote di mercato anche al di fuori della Cina e sono in grado di fare fronte a cambiamenti strutturali tra gli utilizzatori

I grandi nomi dell'internet cinese sono stati fino al 2020 il simbolo dell'ascesa di quella che oggi è la seconda o la prima economia del pianeta, a seconda che si considerino i numeri del Pil in termini nominali o a parità di potere d'acquisto. Negli ultimi due anni e mezzo, queste aziende sono finite a essere indicate

come l'esempio delle contraddizioni, da alcuni ritenute insanabili, del Paese. La mannaia regolatoria imposta sulla loro testa è stata spesso considerata la spia di un sistema autoritario, torvo e, fondamentalmente, poco convinto della transizione verso il capitalismo: proprio nell'atteggiamento verso internet del Dragone è stato particolarmente evidente quel manicheismo che, come già detto, ha caratterizzato i giudizi nei confronti della Repubblica Popolare. Questo gruppo di titoli, infatti, per lunghi anni è stato considerato indistintamente quasi l'unico equity da comprare in ambito emergente, dopo lo scoppio della grande bolla delle materie prime oltre un decennio fa, o, per citare un'espressione ormai celebre, in un universo completamente non investibile.

APPROCCIO BOTTOM UP

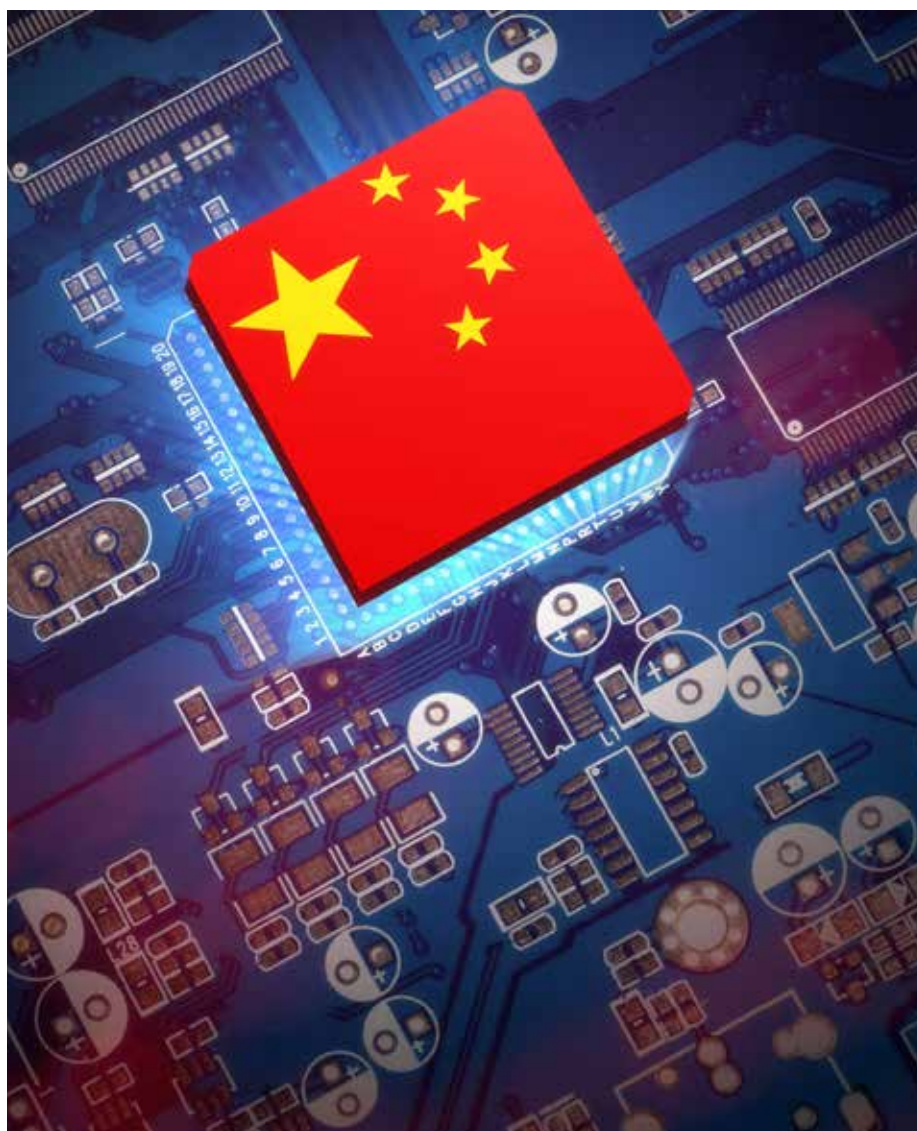
In realtà, la forte recente ripresa dei corsi delle principali azioni del comparto riflette sì la tipica dinamica value, ma anche l'emersione di un approccio bottom up mai riscontrato in precedenza. Nessuno, infatti, oggi pensa che si possa ritornare ai tassi di espansione del recente passato, in un'economia che cresce intorno al 5% e in cui il commercio online rappresenta il driver di tutte le vendite al dettaglio. Al contempo, però, stanno oggi cominciando a delinearsi i

vincitori della grande crisi recente, destinati a diventare ricche fonti di alfa. **Haiyan Li-Labbé**, head of greater China investments, gestore di **Carmignac China New Economy** e co-gestore di **Carmignac Emergents**, sottolinea: «Per quanto riguarda i grandi nomi del mondo di internet, riteniamo che il peggio, in termini di ostacoli regolamentari, sia ormai alle spalle. Tuttavia, con la contrazione del mercato nazionale e l'aumento della concorrenza, ci aspettiamo di assistere a un certo grado di consolidamento in questo comparto. Pensiamo che solo i leader capaci di innovare e di trarre vantaggio dalle economie di scala riusciranno a sopravvivere e a ottenere buoni risultati in futuro».

I CAVALLI VINCENTI

Detto ciò, bisogna ora capire come identificare i cavalli vincenti in grado di do-

minare l'era della maturità consumistica cinese. Anche in questo caso i criteri appaiono molto diversi rispetto al passato, con una maggiore enfasi su un'espansione profittevole e non fine a sé stessa e su una più avanzata corporate governance. Interessanti, per esplicitare questi concetti, le parole di **Caroline Maurer**, head of China and specialised Asia strategies di **Hsbc Asset Management**: «I risultati del quarto trimestre del 2023 sono stati caratterizzati dalle trimestrali delle grandi società internet, grazie all'espansione dei margini guidata dai tagli ai costi e al miglioramento dei piani di ritorno per gli azionisti (maggiori pagamenti di dividendi e riacquisti di azioni). Continuiamo a ritenere che le società di questo segmento non solo debbano affrontare un rallentamento macro e un picco di crescita degli utenti, ma anche cambiamenti strutturali tra gli utilizza-



CAROLINE MAURER
head of China and specialised
Asia strategies
Hsbc Asset Management



I risultati del quarto trimestre del 2023 sono stati caratterizzati dalle trimestrali delle grandi società internet, grazie all'espansione dei margini guidata dai tagli ai costi e al miglioramento dei piani di ritorno per gli azionisti



tori. Tuttavia, il rapporto rischio/rendimento di alcuni nomi selezionati appare interessante, grazie a valutazioni non impegnative, a un posizionamento leggero degli investitori e a un contesto normativo favorevole. I driver bottom up potrebbero portare a un alfa significativo in questo settore. Il nostro team si concentra su storie di crescita idiosincratiche che traggono vantaggio da fattori quali la crescita dei prodotti, l'aumento delle quote di mercato o le opportunità di espansione all'estero. Grazie a una pipeline di nuovi lanci, il settore del ga-

ming dovrebbe avere un anno migliore nel 2024. Nel frattempo, non ci entusiasmano i perdenti dell'e-commerce».

LEADERSHIP NEL SUD

Va detto che, nonostante la maggiore divergenza futura fra i vari player della rete nella Repubblica Popolare, alcuni megatemi sono comunque destinati a influenzare i prossimi anni in maniera profonda. Solo che, anche in questa continuità di fondo, si sta formando un paradigma completamente diverso rispetto al recente passato. Caroline Maurer nel suo intervento ha portato alla ribalta la questione cruciale dell'espansione all'estero di questi gruppi, fino a questo momento abbastanza limitata. Il futuro, infatti, potrebbe per certi versi ribaltare di nuovo la prospettiva. I vari colossi dell'e-commerce del Dragone, invero, erano i player per eccellenza al centro della riconfigurazione dell'economia locale sul lato domestico. Oggi qualcosa è cambiato di nuovo e, per capire di cosa si sta par-

lando, conviene lasciare spazio all'analisi di **Krishan Selva**, client portfolio manager azionario mercati emergenti di **Columbia Threadneedle Investments**: «Considerato il contesto deflazionistico e le preoccupazioni delineate, preferiamo concentrarci al momento su titoli ad alta convinzione, legati a tre temi: commercio, basso costo/valore del denaro e attenzione al rendimento del capitale. In particolare, il commercio è ora competitivo sul piano dei prezzi e sta guadagnando quote di mercato a livello globale (soprattutto nei paesi emergenti), con benefici valutari. Infine, l'attenzione al rendimento del capitale è fondamentale, in quanto migliora l'efficienza, la solidità dei bilanci, i dividendi e i riacquisti di azioni, ed è potente in un contesto deflazionistico».

PREZZI MOLTO BASSI

Inoltre, come si è visto, attualmente le autorità stanno investendo molto per permettere alle aziende locali di for-

nire a prezzi molto bassi anche beni a medio ed elevato valore aggiunto. Questa politica deflazionistica sta provocando diversi problemi nella congiuntura attuale, in cui prezzi e redditi non crescono come dovrebbero. Al tempo stesso, però, non va dimenticato che un simile approccio sta rendendo merci e servizi cinesi competitivi come non mai. A lungo è stato ipotizzato che a un certo punto il Paese avrebbe smesso di esportare deflazione, una volta risalita la scala del valore aggiunto. In realtà, non è stato così, anzi il fenomeno ha ripreso con un'intensità inusitata proprio quando la Repubblica Popolare ha cominciato a proporsi con marchi e tecnologie rispettati in giro per il pianeta. Oggi è difficile capire a quale risultato porterà questo approccio. Krishan Selva ha però molto probabilmente ragione nell'indicare che il vero obiettivo è dominare le dinamiche di acquisto dei maggiori partner del Sud del mondo, più che saturare mercati occidentali che ormai considerano il protezionismo come uno strumento più che legittimo. Non è impossibile, appunto, ipotizzare un panorama in cui, sia i beni di consumo, sia quelli in conto capitale nelle economie in via di sviluppo vedranno la leadership assoluta dei player cinesi, in grado peraltro di ben localizzare la loro offerta.

Per portare avanti questo progetto, l'uso dell'e-commerce e della fintech appare imprescindibile. Infatti, in questa maniera i nuovi disruptor cinesi possono recuperare velocemente il gap in termini di dimensione, internazionalizzazione, strutture di distribuzione e tutto ciò che è necessario a un'espansione su vasta scala. La forza dell'economia della rete made in China rappresenta quindi un asset fondamentale per la ruggente imprenditoria locale, allo scopo di conquistare un primato assoluto in quello che viene definito Sud del mondo.

FUTURI EQUILIBRI

A ciò si accompagna poi un altro obiettivo: raggiungere le aree più avanzate per quanto riguarda i componenti più sofisticati dell'hardware tecnologico. Nello specifico, i microchip rappresentano il punto nevralgico dei futuri equi-



libri globali. La Repubblica Popolare sta compiendo in quest'area rapidi passi in avanti verso l'autosufficienza, anche se molto resta da fare. Giustamente, però, **Giacomo Calef**, country head Italia di **Ns Partners**, rimarca l'importanza di avere a disposizione un gigantesco settore digitale (basti solo pensare a quanto esso può offrire in termini di

capitali e cervelli) per alimentare il processo di innovazione: «Il Paese è conscio di non essere all'avanguardia come gli Stati Uniti per quanto riguarda la tecnologia legata ai microprocessori e all'Ai, ma in questo modo vuole stimolare il suo settore tecnologico a innovare per colmare il gap con l'Occidente. La sofferenza dei grandi nomi

tech cinesi potrebbe avere raggiunto il fondo. Nello specifico, il punto di svolta dovrebbe essere proprio lo sviluppo di nuove tecnologie chiave legate all'intelligenza artificiale, della quale la Cina sarebbe in grado di beneficiare in grande misura grazie a un'economia già fortemente digitalizzata».

NON SOLO LOGICHE FINANZIARIE

Calef evidenzia anche che, ormai, tutta l'economia del Far East è integrata regionalmente, portando proprio l'esempio di Taiwan. Per quanto i rapporti con i vicini e l'Occidente siano in questa fase storica complicati (per usare un eufemismo), è davvero difficile pensare a un decoupling serio: «Anche la vicinanza a Taiwan, tensioni geopolitiche a parte, potrebbe garantire un vantaggio notevole, in particolare per quanto riguarda gli spill-over di tecnologia connessi ai microprocessori, alla luce del fatto che oltre il 35% delle esportazioni dell'isola è diretto proprio in Cina. Un'incognita a parte sono invece le prossime elezioni americane. In un'eventuale cambiamento al vertice, il candidato repubblicano potrebbe esacerbare le tensioni Usa-Cina, provocando reazioni protezionistiche e potenzialmente rallentando l'osmosi di tecnologia tra i due Paesi».

Che cosa si può dunque dire al termine di questa disamina? La digitalizzazione resta per il Dragone un fenomeno di straordinaria importanza, ma anche in questo caso si sta entrando in una fase più matura, nel corso della quale sarà necessario applicare un serio stock-picking, nonostante il quadro value favorevole. In questo contesto, però, non si può fare a meno di notare un sapore marcatamente top down nel quale emerge l'importanza strategica che la rete ricopre nei piani di Pechino per costruire un equilibrio sino-centrico. In pratica è molto difficile riuscire a staccare completamente la valutazione di questo comparto da fattori che escono dalla sfera prettamente finanziaria per entrare in quella geopolitica, arrivando a lambire i rapporti militari. Agli investitori spetta decidere se ciò rappresenta una palla al piede o è, invece, un quid aggiuntivo fenomenale.

“

La sofferenza dei grandi nomi tech cinesi potrebbe avere raggiunto il fondo (...) Nello specifico, il punto di svolta dovrebbe essere proprio lo sviluppo di nuove tecnologie chiave legate all'intelligenza artificiale, della quale la Cina potrebbe beneficiare in grande misura grazie a un'economia già fortemente digitalizzata



GIACOMO CALEF
country head Italia
Ns Partners

”



Small cap: un'opportunità da cogliere

a cura di **Pinuccia Parini**

Le società a piccola capitalizzazione sono state ignorate nell'ultimo periodo dagli investitori; Fondi&Sicav ha discusso del tema con **Scott Woods**, gestore del fondo **Ct (Lux) Global Smaller Companies** di **Columbia Threadneedle Investments**.

In uno scenario dove non è ancora chiaro come evolverà il contesto economico, vale la pena riconsiderare le small cap?

«Penso proprio che la sottoperformance delle small cap (rientrano in questa definizione quelle società tra 0,5 e 10 miliardi di dollari di fatturato) sia una ragione più che valida per rivisitare questa tipologia di titoli, visto che trattano a uno dei più grandi sconti storici mai registrati nei confronti delle large cap. Non penso sia cambiato strutturalmente qualcosa nel mercato, perché le small cap hanno sempre sovraperformato le grandi capitalizzazioni, se si considera la performance aggiustata per il rischio, per il fatto che gli studi degli analisti sulle aziende di queste dimensioni sono più ridotti, i titoli quotati in borsa hanno una liquidità più contenuta, ma anche un modello di business molto focalizzato. Di contro, ci sono imprese che

sono grandi conglomerati dove non necessariamente tutte le attività che le connotano presentano la stessa attrattività».

Le small cap rischiano di essere una value trap?

«Al contrario, ritengo che offrano una serie di opportunità, in particolare per gli asset manager che adottano una gestione attiva e che hanno a disposizione un universo le cui dimensioni sono immense. Nel mio caso consta di 6 mila società: 4.500 sono quelle che costituiscono il benchmark di riferimento e 1.500 sono in aggiunta. È un vasto campione di aziende che non è particolarmente investigato, non è coperto in modo estensivo dagli analisti, così come invece avviene per le realtà a grande capitalizzazione. Da ciò deriva il fatto che questo segmento di mercato può risultare meno efficiente, ma anche più ricco di opportunità per chi vuole cercare casi d'investimento. In effetti, si tratta letteralmente di prendere un mezzo di trasporto e viaggiare all'interno di un paese per scoprire realtà che possono riservare vere e proprie sorprese. Mi è successo di recente in Giappone, dove mi sono recato più volte, e devo dire che conoscere le fondamenta di un'azienda,



SCOTT WOODS

gestore

**Ct (Lux) Global Smaller Companies
Columbia Threadneedle Investments**

capire esattamente che cosa produce od offre, è veramente un'occasione unica per un investitore attivo».

Ma le dimensioni non rischiano di essere un limite quando l'economia rallenta?

«È indubbio che, se si paragonano alle large cap, un rallentamento economico colpisce maggiormente le aziende di piccole dimensioni, ma il nostro approccio è basato sulla ricerca di società che abbiano uno stabile vantaggio competitivo, perché ciò permette loro di determinare i prezzi e, di conseguenza, di avere un ritorno sul capitale investito superiore al costo del capitale. Ciò è possibile quando un'impresa riesce a crescere in un ambiente concorrenziale, dove ci sono elevate barriere all'entrata, i cui effetti possono tradursi in una riduzione dei margini. Andiamo alla ricerca di storie nelle quali è la qualità che fa da traino: dal modello di business alla gestione. Non solo studiamo le basi sulle quali l'azienda si fonda, ma anche il settore di appartenenza, per capire le potenzialità di sostenerne le dinamiche e, ancora una volta, la concorrenza, per testarne la forza e la resilienza».

Quindi grande attenzione al ritorno sul capitale?

«I tipi di attività in cui investiamo hanno un elevato ritorno sul capitale investito, perché i loro margini sono elevati, sono a bassa intensità di capitale e non necessitano di elevata liquidità per finanziare la loro operatività, cioè sono forti generatori di free cash flow. In linea di massima, hanno un livello di leva finanziaria inferiore alla media del benchmark e un modello di business robusto. Per questi

motivi riteniamo che, anche in presenza di un rallentamento economico, il nostro universo di titoli risulti molto più solido rispetto a quello investibile e lo abbiamo sperimentato nel 2020, quando siamo riusciti a riportare una forte sovraperformance relativa proprio per la tipologia dei titoli nei quali avevamo un'esposizione: erano di fatto small cap con le caratteristiche citate in precedenza, in cui è bene essere investiti in momenti di incertezza economica».

Non vorrei insistere, ma le piccole capitalizzazioni non sono più sensibili ai drawdown delle borse semplicemente perché sono meno liquide?

«Potenzialmente, su base relativa, ma offrono proprio in quei momenti delle opportunità, perché, quando si esce da una recessione, le società che tendono a sovraperformare maggiormente sono le small cap, che di solito sono i titoli che rimbalzano con più vigore. È indubbio che il 2022 è stato un anno difficile in cui gli investitori prezzavano già un forte rallentamento dell'economia ed è per questa ragione che adesso le valutazioni trattano a uno sconto elevato, circa una deviazione standard¹ rispetto alle large cap, offrendo così un margine di sicurezza per potervi investire».

Viste le dimensioni dell'universo di riferimento dei titoli e il fatto di investire globalmente, quale approccio utilizzate?

«Nella nostra strategia Ct (Lux) Global Smaller Companies adoperiamo un approccio puramente bottom up e, perciò, siamo agnostici sui settori e sulle diverse aree geografiche. Il nostro stile di investimento si focalizza sulla qualità, cioè la capacità di un'azienda di continuare a crescere mantenendo la propria redditività. La domanda che di solito ci poniamo è se abbiamo in posizione nel portafoglio il meglio del meglio, con un vantaggio competitivo nei prossimi 10 anni in questo segmento del mercato, nei confronti del quale siamo fortemente convinti e con il target di prezzo più elevato. La ragione per cui siamo riusciti a costruire un portafoglio così concentrato, di circa 70-90 titoli, è dovuta a qualcosa di unico che Columbia Threadneedle possiede: le competenze acquisite nelle small cap grazie a team dedicati che operano in questo

ambito da molti anni. Ciò permette ai portafoglio manager di avere un bacino di aziende a disposizione all'interno del quale operare le proprie scelte. La valutazione dei titoli è importante, ma non è sufficiente per comprendere se una società ha le caratteristiche che noi ricerchiamo. È per tale ragione che organizziamo molti incontri con il management delle aziende, per comprenderne la qualità e la capacità di condurre il business. Devo dire che, da questo punto di vista, le dimensioni contenute dell'impresa aiutano ad avere accesso alle figure apicali».

In effetti, ci possono essere società che hanno a disposizione molta liquidità, ma non necessariamente ciò è un elemento positivo!

«Proprio per questa ragione, prestiamo molta attenzione a come il capitale viene allocato, perché ciò determina l'evoluzione dell'attività futura, la sua redditività e il rendimento che può generare. Fatta questa considerazione, però, terrei a sottolineare che le aziende in cui investiamo generano utili, producono parecchio free cash flow, con molti ricavi ricorrenti che rimangono resilienti anche durante un deterioramento del contesto economico. Sono attività che vogliono continuare a migliorare il ritorno sul capitale investito e, di conseguenza, sono fortemente focalizzate sul proprio business. Inoltre, aspetto non secondario, sono molto disponibili all'engagement con gli investitori».

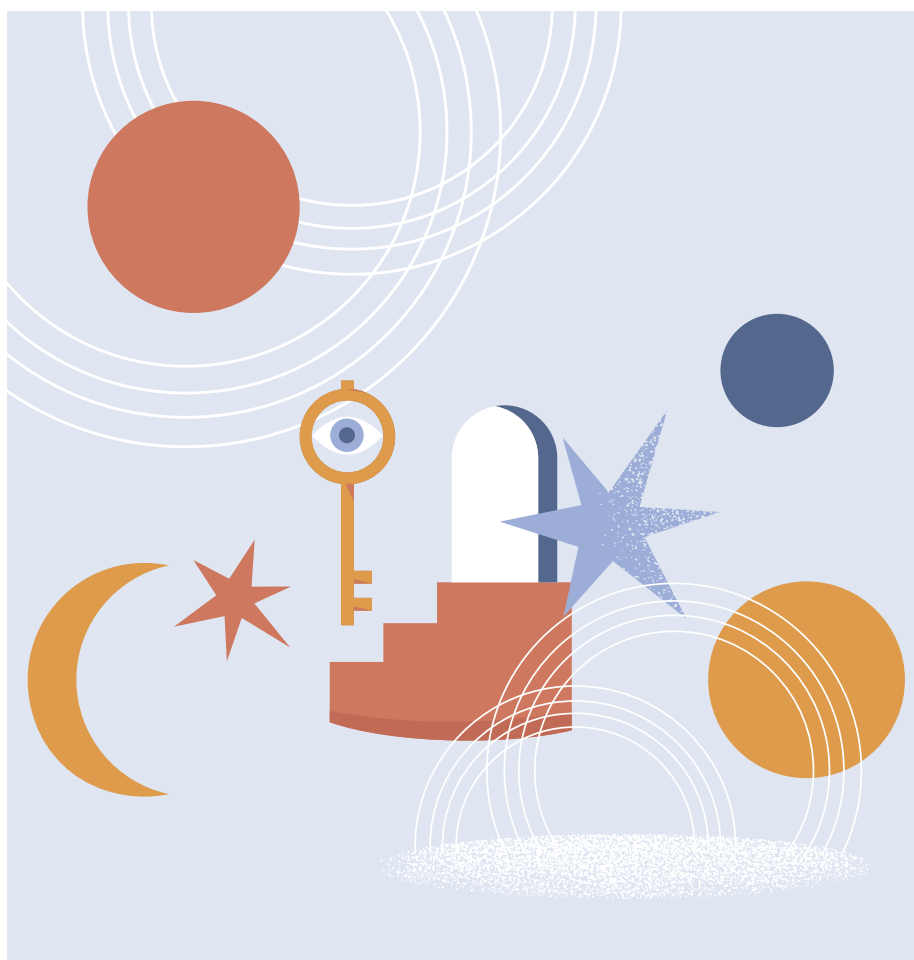
Avete parametri molto chiari con i quali identificate le aziende in cui investire. Ma come vi comportate con quelle che sono in fase di transizione?

«È un processo continuo di incontri e analisi che ci permettono di cogliere i miglioramenti delle società con le quali siamo in contatto e che ci offrono così la possibilità di investire là dove riscontriamo dei punti di svolta. Ci sono aziende che, ad esempio, ho visitato cinque anni fa e che, nel frattempo, hanno radicalmente modificato il proprio modello di business, diventando potenziali opportunità di investimento».

¹. Misura la dispersione dei rendimenti rispetto alla media dei rendimenti stessi.

Antiche civiltà, eclissi e fenomeni economici

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



Se esistesse un fattore comune tra le diverse civiltà nel corso dei millenni, probabilmente sarebbe ben rappresentato dall'osservazione e dallo studio della posizione degli astri, così come dal calcolo della periodicità degli eventi. Pensando agli antichi egizi, ma espandendo il pensiero fino ai maya, ancora oggi rimaniamo affascinati da quanto queste civiltà studiassero a fondo i fenomeni celesti e siamo colpiti da come questa conoscenza si sia tramandata fino ai giorni nostri.

Tra i fenomeni osservabili a occhio nudo, con molta probabilità l'eclisse solare rappresenta da sempre l'evento più maestoso al quale chiunque possa assistere, sia da studioso, sia da semplice spettatore. Ad aumentarne il significato c'è la rarità con cui essa si manifesta. Affinchè avvenga una netta sovrapposizione, infatti, Sole, Luna e Terra devono allinearsi perfettamente tra piano equatoriale celeste e piano dell'eclittica (il piano dell'orbita terrestre). Non è per nulla comune, dunque, che si verifichino le condizioni sufficienti e necessarie affinché ciò avvenga, ma quando succede, ne rimaniamo tanto affascinati quanto sorpresi, proprio come è accaduto lo scorso 8 aprile nel Nord e Centro America. Ciò che oggi eredito da queste antiche civil-

tà è l'importanza dello studio degli eventi, nel mio caso, in chiave economica. Comprendere il passato e il presente può infatti aiutarci a meglio delineare il prossimo futuro. Ad esempio: come interpretare il fatto che la recessione, tanto anticipata durante il più significativo inasprimento monetario che la storia recente ricordi, non si sia ancora manifestata? Per rispondere al quesito proviamo a fare tesoro dello studio degli accadimenti pregressi.

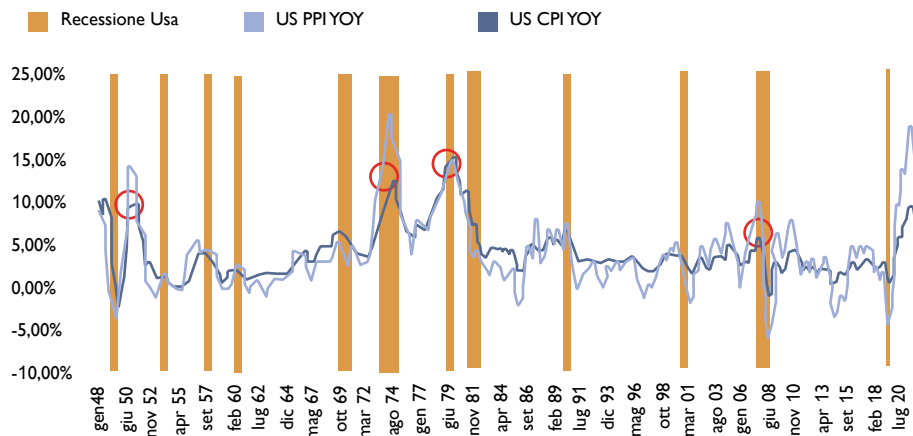
Guardando alla storia americana (pre-Covid), e focalizzandoci sui picchi dell'inflazione, possiamo facilmente individuare quattro periodi chiave: maggio 1951, dicembre 1974, marzo 1980 e luglio 2008. Ciò che accomuna, però, soltanto tre di questi quattro esempi è il fatto di essere avvenuti in concomitanza o nelle immediate vicinanze di una recessione. Tutti tranne il picco del 1951. Come mai? Per analizzare questa eccezione, tuttavia, dobbiamo partire dal secondo conflitto mondiale.

Nell'aprile del 1942, su richiesta del dipartimento del Tesoro, la Federal Reserve decise di impegnarsi a mantenere bassi i tassi d'interesse. L'obiettivo era stabilizzare il mercato dei titoli e consentire al governo federale di finanziare il debito bellico a condizioni più vantaggiose. La Fed fu così costretta a rinunciare al controllo sulla dimensione del proprio portafoglio e, non meno importante, alla gestione della massa monetaria. La Fed mantenne, dunque, bassi tassi d'interesse, acquistando grandi quantità di titoli di stato e aumentando l'offerta di moneta.

Giunta la fine della seconda guerra mondiale, però, l'inflazione divenne rapidamente la principale preoccupazione per l'istituzione. Per porre freno alla spirale inflativa, nel marzo del 1951, il Tesoro e la Fed raggiunsero l'accordo di separare la gestione del debito pubblico dalla politica monetaria, ponendo così le basi per quella che sarebbe diventata la moderna gestione di politica monetaria.

Nei mesi a seguire, per raggiungere il proprio obiettivo, la Fed intraprese diverse azioni restrittive, tra le quali la limitazione nella circolazione del credito. Quest'ultima colpì soprattutto i produttori di beni durevoli e delle costruzioni. L'effetto finale fu di calmierare l'inflazione senza creare una recessione. Naturalmente, un po' come per un'eclissi solare, anche per questo evento la gestione monetaria non fu l'unica condizione sufficiente e necessaria. I fattori che contribuirono

GRAFICO 1: VARIAZIONE DEI PREZZI AL CONSUMO (CPI) E ALLA PRODUZIONE (PPI) A/A E RECESSIONI NEGLI USA



Fonte: Invesco, dati al 31 Ottobre 2022

a mantenere sostenuta la crescita furono: l'allentamento dei colli di bottiglia sul lato dell'offerta di greggio derivante dalla scoperta di un nuovo giacimento petrolifero in Nord Dakota, una bassa pressione delle derrate agricole, complice un'ottima annata per le colture che prosperarono, e, non da ultimo, l'assenza di shock nel mercato dell'alluminio, particolarmente importante in quegli anni, che risentì positivamente, sia degli investimenti bellici del governo statunitense, sia di significativi sviluppi tecnologici.

È LECITO IL PARAGONE COL 1951?

Dal 1951 a oggi, sono moltissime le condizioni che si sono modificate. Se da un lato non è semplice provare a fare un paragone così diretto, dall'altro è possibile riconoscere che ci sono alcune similitudini. Come nel 1951, parte di questa inflazione nasce da un eccessivo accomodamento monetario che ne ha favorito la proliferazione secondo la più classica delle teorie monetarie. Sebbene a oggi si stia parlando degli effetti che il quantitative tightening potrebbe avere sulle curve dei rendimenti e sulle implicazioni nell'economia reale, nulla come la liberalizzazione del mercato dei Treasury, osservata nel 1951, potrebbe meglio rappresentare l'esempio di uno shock restrittivo del bilancio della Fed. Come nel 1951, quindi, sebbene di difficile realizzazione, esiste la possibilità che, a seguito di condizioni monetarie sfavorevoli, si possa assistere a una diminuzione dei prezzi e a una crescita economica. Quest'ultima, infatti, potrebbe essere sostenuta dall'allentamento dei colli di bottiglia, dal corretto funzionamento delle filiere di produzione e

dallo sviluppo tecnologico. Di certo, sono molti gli elementi che dovrebbero entrare in gioco per creare il tanto citato "atterraggio morbido", ma sebbene di difficile realizzazione e statisticamente in svantaggio rispetto al caso recessivo, non è per nulla scritto, almeno a priori, che tutto ciò debba apparire irrealizzabile.

Se fossimo una civiltà antica, poi, sapete come potremmo leggere la probabilità in chiave astronomica che accomuna il 1951 e i giorni nostri? Il 7 marzo 1951, in Nord America e in Sud America, fu visibile un'eclissi solare, che per molti aspetti seguì la traiettoria osservata proprio lo scorso 8 aprile. Così come a distanza di anni le condizioni si sono riallineate per osservare una simile eclissi solare, perché dovremmo escludere a priori che ciò non possa avvenire anche in chiave economica? Non ci resta che aspettare...

Considerazioni sui rischi

Il valore degli investimenti ed 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 31/03/2024, 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 acquisto o vendita. 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.

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.

Il potere della natura

a cura di **Pinuccia Parini**

«L'economia circolare è un modello di produzione e consumo che implica condivisione, prestito, riutilizzo, riparazione, ricondizionamento e riciclo dei materiali e dei prodotti esistenti il più a lungo possibile. In questo modo si estende il ciclo di vita dei prodotti, contribuendo a ridurre i rifiuti al minimo (...)

I principi dell'economia circolare contrastano con il tradizionale modello economico lineare, fondato, invece, sul tipico schema "estrarre, produrre, utilizzare e gettare". Quanto riportato è la definizione di energia circolare così come è stata articolata dal Parlamento europeo. Fondi&Sicav ha discusso del tema con **Giancarlo Fonseca**, country head di **Lombard Odier Investment Managers Italia**.

Perché è importante l'economia circolare?

«La natura è l'asset più produttivo dell'economia globale e il modello economico lineare attuale sta pericolosamente esaurendo questa risorsa, malgrado la sua capacità rigenerativa. Le politiche, la tecnologia e l'innovazione stanno spingendo questo modello verso una nuova economia circolare in grado di trarre profitto dalle potenzialità della natura, ma, contestualmente, preservandola. Con la strategia "Circular economy" vogliamo offrire agli investitori l'opportunità di

trarre beneficio dal potenziale di crescita delle società che sfruttano le caratteristiche produttive e rigenerative della natura attraverso la bioeconomia circolare, nonché dall'esigenza di preservare il capitale naturale passando a un modello industriale più snello».

Qual è l'obiettivo della strategia "Circular economy"?

«Rafforzare continuamente l'esposizione alle società leader che beneficiano delle opportunità di crescita nell'ambito della bioeconomia, dell'efficientamento e dell'orientamento ai risultati e nell'azzeramento dei rifiuti. Le prospettive di queste aree sono favorevoli, grazie al sostegno fornito dalle iniziative dei governi, all'impatto finanziario positivo della circolarità per le imprese e alla crescente domanda di prodotti sostenibili da parte dei consumatori. Inoltre, la strategia mira a individuare le aziende con caratteristiche di alta qualità ed è quindi potenzialmente in grado di generare performance finanziarie robuste in tutte le fasi del ciclo».

Che cosa intende per bioeconomia e che cosa significa investire?

«Assistiamo a uno spostamento significativo verso i materiali di origine biologica in diversi settori tra i quali gli imballaggi, i biocarburanti e le costruzioni. Queste soluzioni sono



GIANCARLO FONSECA
country head
**Lombard Odier Investment
Managers Italia**

già consolidate e hanno raggiunto i mercati di massa, ma continuano a emergere novità legate al miglioramento della performance ambientale e tecnica, ad esempio nell'ambito dei rivestimenti degli imballaggi a base biologica e biodegradabili, dei carburanti prodotti a partire da rifiuti e residui e delle tecniche e dei materiali di costruzione innovativi. Esiste tutta una serie di sviluppi tecnologici interessanti allineati a questo tema che dovrebbero raggiungere la maturità nei prossimi 3-10 anni. Ad esempio, le bioraffinerie che convertono la biomassa in una gamma di prodotti a valore aggiunto, tra cui quelli biochimici e i biomateriali, applicano diverse tecnologie di conversione, fra le quali la fermentazione e i processi enzimatici e termochimici, per massimizzare l'utilizzo delle risorse e, al contempo, ridurre al minimo i rifiuti. Esse hanno il potenziale di svolgere un ruolo significativo nella bioeconomia circolare, consentendo di realizzare molteplici prodotti da varie fonti di biomassa. Grazie ai progressi tecnologici e alle economie di scala, le bioraffinerie possono diventare economicamente realizzabili e raggiungere i mercati di massa.

Il problema degli sprechi e dei rifiuti dell'industria alimentare in un mondo che, nel 2100, potrebbe avere 10 miliardi di abitanti è cogente. Quali sono le prospettive?

«Siamo ottimisti anche sulle prospettive delle tecnologie che permettono ai sistemi alimentari di ridurre al minimo i rifiuti e creare processi più sostenibili ed efficienti. Nell'ambito di questa transizione vengono attuate iniziative mirate a ridurre gli sprechi e gli scarti alimentari e adottare prati-

che agricole rigenerative. Le preferenze dei consumatori si stanno orientando a favore delle scelte alimentari etiche e sostenibili. Se questo trend proseguisse, i sistemi alimentari circolari avrebbero il potenziale di diffondersi alle masse».

Rimane, però, la questione delle risorse a disposizione. Com'è possibile il loro efficientamento?

«Abbiamo già assistito a un forte aumento delle soluzioni di digitalizzazione e analisi da parte delle imprese. Questo segmento è essenziale per promuovere l'efficienza delle risorse e consentire la transizione a un'economia circolare. Tramite le analisi basate sui dati, le aziende possono identificare le aree di spreco e inefficienza e prendere quindi decisioni informate per ottimizzare i processi e ridurre il consumo di risorse. A loro volta, le tecnologie digitali possono potenziare la trasparenza della catena di fornitura, agevolare i principi della progettazione circolare, favorire la gestione del ciclo di vita del prodotto e l'ottimizzazione del riciclo e promuovere la durevolezza, la riparabilità e il recupero dei materiali. Tra i vari settori esposti a questo tema ci aspettiamo che si verifichi un notevole spostamento del pool di profitti delle società dei materiali e di analisi, con l'effetto di contribuire alla redditività dei fornitori di soluzioni e dell'azienda che li usa. Le soluzioni che nei prossimi anni dovrebbero approdare sui mercati di massa sono i gemelli digitali, che aiutano le imprese a simulare situazioni e risultati reali, e i passaporti dei prodotti digitali, che servono a raccogliere e condividere informazioni sul prodotto durante il suo ciclo di vita».

Tutto ciò significa avere un business model orientato ai risultati che permetta la durata dei prodotti nel tempo...

«I modelli orientati ai risultati sono particolarmente validi per i prodotti e i beni durevoli; sembra che questi ultimi siano utilizzati, ad esempio, sempre più nel segmento della locazione di macchinari per le costruzioni, dello stoccaggio e della robotica. Se un'azienda realizza prodotti capaci di resistere alla prova del tempo, dovrebbe potenzialmente registrare un incremento degli utili, generando maggiore reddito su un numero inferiore di beni. Questo tema è caratterizzato da un

vivace ecosistema di soluzioni in fase di sviluppo tra le aziende specializzate in affitto e riparazione di prodotti elettronici, imballaggi riutilizzabili e servizi di ricarica di beni di prima necessità per la cura della casa e della persona».

Continua l'impegno nella riduzione dei rifiuti?

«L'Europa sta facendo grandi sforzi per rafforzare la sua industria del riciclo. La tecnologia di classificazione impiegata nelle strutture di recupero materiali sta acquistando slancio, migliorando la qualità delle suddivisioni e incrementando i tassi di riciclo. Vediamo un'opportunità crescente in quest'area che apre le porte a nuovi modelli operativi, dall'integrazione verticale verso il basso da parte delle imprese di gestione rifiuti fino all'integrazione verticale verso l'alto da parte dei consumatori di risorse».

Solo per gli investitori professionali

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

Il presente documento è approvato alla data di pubblicazione. Lombard Odier Investment Managers ("LOIM") è un nome commerciale.

Il presente documento è fornito esclusivamente a scopo informativo e non costituisce un'offerta o una raccomandazione di acquisto o vendita di titoli o servizi. Non è destinato alla distribuzione, alla pubblicazione o all'utilizzo in alcuna giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbero illegali. Questo materiale non contiene raccomandazioni o consigli personalizzati e non è destinato a sostituire la consulenza di un professionista in materia di investimenti in prodotti finanziari. Prima di effettuare qualsiasi operazione, l'investitore dovrebbe valutare attentamente l'adeguatezza di un'operazione alla propria situazione particolare e, se necessario, ottenere una consulenza professionale indipendente in merito ai rischi e alle conseguenze legali, normative, creditizie, fiscali e contabili. La normativa britannica per la tutela dei clienti al dettaglio nel Regno Unito e l'indennizzo disponibile nell'ambito del Financial Services Compensation Scheme britannico non si applicano a qualsiasi investimento o servizio fornito da un soggetto estero.

Una sintesi dei diritti degli investitori e informazioni sull'integrazione dei rischi di sostenibilità sono disponibili sul sito <https://am.lombardodier.com/home/asset-management-regulatory-disc.html>.

Il presente documento è di proprietà di LOIM ed è indirizzato al suo destinatario esclusivamente per uso personale. Non è consentito riprodurlo (in tutto o in parte), trasmetterlo, modificarlo o utilizzarlo per qualsiasi altro scopo senza la preventiva autorizzazione scritta della LOIM. Questo materiale contiene le opinioni di LOIM, alla data di emissione.

Né il presente documento né alcuna copia dello stesso possono essere inviati, portati o distribuiti negli Stati Uniti d'America, nei 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 che sia soggetto all'imposta federale sul reddito degli Stati Uniti d'America indipendentemente dalla fonte del suo reddito.

Fonte dei dati: Se non diversamente indicato, i dati sono stati elaborati da LOIM.

Sebbene alcune informazioni siano state ottenute da fonti pubbliche ritenute affidabili, senza una verifica indipendente, non possiamo garantirne l'accuratezza né la completezza di tutte le informazioni disponibili da fonti pubbliche.

I pareri e le opinioni espressi sono solo a scopo informativo e non costituiscono una raccomandazione da parte di LOIM ad acquistare, vendere o detenere alcun titolo. Le opinioni e i pareri sono aggiornati alla data della presente presentazione e possono essere soggetti a modifiche. Non devono essere interpretati come consigli di investimento.

Nessuna parte di questo materiale può essere (i) copiata, fotocopiata o duplicata in qualsiasi forma, con qualsiasi mezzo, o (ii) distribuita a qualsiasi persona che non sia un dipendente, un funzionario, un direttore o un agente autorizzato del destinatario, senza il preventivo consenso di Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited. Nel Regno Unito, questo materiale è un materiale di marketing ed è stato approvato da Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, autorizzata e regolamentata dalla FCA.

© 2024 Lombard Odier IM. Tutti i diritti riservati.

Etf, un boom che non cessa

a cura di Boris Secciani

Quali trend stanno emergendo dall'industria degli Etf?

«Nel complesso si tratta di una tipologia di strumenti che continua crescere e prosperare: gli Aum dell'industria degli Etp in Europa hanno superato i 2 trilioni di dollari. Gli ultimi anni hanno mostrato incrementi costanti con un saldo netto positivo di 95 miliardi nel 2022, 159 nel 2023 e già 50 circa nel primo trimestre di quest'anno. Nello stesso periodo, ad esempio, in Italia i fondi attivi hanno registrato una raccolta netta negativa di 22 miliardi di euro nel 2023 e di ulteriori 5 nel periodo gennaio-marzo del 2024.¹ Alla base del fenomeno vi sono varie ragioni: innanzitutto stanno cambiando i modelli distributivi, meno incentrati sulle retrocessioni da parte delle reti. Inoltre, diverse istituzioni stanno puntando sul digitale, in cui vengono offerte soluzioni come i Pac di portafogli di Etf, una tendenza che ha visto la Germania fare da apripista, ma che oggi sta avendo un significativo impatto anche in Italia».

Per quanto riguarda invece gli Etf attivi, che cosa prevede?

«Ovviamente il peso di questa tipologia di Etf in Europa è più basso rispetto all'universo delle soluzioni indicizzate. Attualmente gli Aum degli Etf attivi nel nostro continente si posizionano intorno a 35 miliardi di dollari². Riteniamo che il potenziale di crescita continuerà a essere molto elevato nei prossimi anni. Ciò perché vi sono pressioni sempre più forti da parte del regolatore per of-

fruire agli investitori prodotti efficienti in termini di costo e trasparenza. Gli Etp, per le loro caratteristiche, soddisfano entrambi i criteri e possono rappresentare una soluzione perfetta per la componente core di diverse allocazioni».

A proposito di quest'ultimo aspetto, quali tendenze vede in atto nell'industria?

«Sempre più spesso vengono costruiti per la clientela portafogli che vedono, almeno per i mercati più vasti ed efficienti, fondi comuni attivi a basso costo e dal tracking error molto contenuto. Prodotti che in pratica tendono ad avvicinarsi al modello dell'Etf passivo. Per quanto riguarda la liquidità riservata alla parte satellite, la ricerca di alfa è lasciata a soluzioni high conviction, in particolare in asset class (ad esempio il debito emergente) all'interno delle quali, invece, vi sono maggiori idiosincrasie e più ampia dispersione dei rendimenti da sfruttare. Gli Etf attivi possono offrire un plus, specialmente se possono godere dei vantaggi di vaste risorse e talenti in termini di ricerca proprietaria da parte della società emittente».

Nell'ambito di questi strumenti, quali sono le novità introdotte da BlackRock?

«Di recente abbiamo lanciato due nuovi Etf attivi azionari di tipo income, che investono su titoli ad alto dividendo: uno incentrato sui mercati azionari sviluppati a livello globale e l'altro focalizzato sull'azionario statunitense. Entrambi rientra-



GIAN MARCO CASTELLANI
head of wholesale
BlackRock Italy

no nella nostra piattaforma di strategie sistematiche che vanta 40 anni di track record e 250 miliardi di Aum. I due prodotti sono costruiti su tre pilastri strategici. Per raggiungere gli obiettivi di flussi, innanzitutto investiamo in quelle società ben posizionate in termini di stabilità e potenzialità di crescita dei dividendi, andando a massimizzare la selezione dei titoli e utilizzando un modello proprietario di rotazione. La componente income viene poi incrementata dai premi incassati dalla vendita di opzioni call out of the money³, che può arrivare fino a un massimo del 50% degli asset detenuti. Infine, siccome quest'ultima attività tende a ridurre il beta del portafoglio, vengono comprati future sul benchmark di riferimento per potere riportare al target di 0,9 questo indicatore».

Quale ritiene l'aspetto più valido di questo approccio?

«A nostro avviso stiamo andando incontro a uno scenario fatto di nuove incertezze, nel quale le pressioni inflazionistiche e il livello dei tassi di interesse sono destinati a rimanere in media più elevati rispetto al recente passato. Di conseguenza, è utile adottare per l'esposizione core dell'equity un approccio relativamente difensivo in grado di attutire la volatilità complessiva dei mercati: questi due Etf offrono la possibilità di ottenere tale obiettivo».

1. Fonte: BlackRock, dati al 31 Marzo 2024

2. Fonte: BlackRock, dati al 31 Marzo 2024

3. (quando il prezzo di esercizio (strike price) è superiore al valore corrente del sottostante ndr.)

FOCUS ITEMI DEL SALONE

Le scelte per un futuro sempre più complesso



KAIROS



Allianz 
Global Investors



 **PGIM** INVESTMENTS

CONTINUA L'APPROFONDIMENTO

Guardare oltre il contingente

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

Quali saranno i temi cui guardare con attenzione e quali considerazioni di fondo guideranno le decisioni d'investimento nei prossimi mesi è l'oggetto delle riflessioni di questo Focus. Dall'intelligenza artificiale alla geopolitica, per arrivare alle considerazioni di come sia opportuno guardare al mercato, sono gli argomenti sui quali sono stati raccolti i contributi. I corsi rialzisti delle borse oltre le aspettative hanno bisogno di essere interpretati ed è da questa disanima che nascono le strategie future, alla ricerca di nuo-

ve opportunità, in uno scenario quanto mai complesso.

Ciò che emerge è l'importanza di avere un'analisi critica nell'approccio all'investimento, anche nei confronti dei temi che di recente hanno incontrato maggiore interesse. Questi ultimi, oltre a cogliere gli effetti di una evoluzione tecnologica in corso, che modificherà in modo significativo il nostro modo di vivere, offrono una lente di lettura di trend futuri che sono attesi in rafforzamento e coinvolgeranno tutti i settori, come nel caso dell'intelligenza artificiale e della cybersecurity.

«Non solo i “magnifici sette”»



RAJ SHANT
managing director
e client portfolio manager
di Jennison Associates,
affiliata Pgim



PGIM INVESTMENTS

Perché investire in un fondo globale per cogliere le tendenze dell'intelligenza artificiale?

«Ci troviamo in un periodo unico di trasformazione digitale alimentata dall'intelligenza artificiale, sia per i consumatori, sia per le aziende. Questa tendenza è ancora nelle sue fasi iniziali e attualmente vediamo opportunità di monetizzazione nelle infrastrutture che si stanno realizzando. Per quanto riguarda l'hardware, si tratta di produttori di chip (Gpu), aziende di semiconduttori e società di gestione di database. Esistono poi possibilità valide tra i produttori di software per infrastrutture e i fornitori di cloud computing hyperscale. A lungo termine, riteniamo che ci siano implicazioni che vanno oltre le infrastrutture nell'ambito del software applicativo per gli utenti finali. Notiamo potenzialità interessanti anche in settori come l'e-commerce, la sanità e l'automazione industriale».

Quali sono la vostra strategia e lo stile di gestione che vi caratterizza?

«Jennison Associates, affiliata di Pgim e specializzata in equity growth, investe



in questa tipologia di azioni da oltre 50 anni. Cerchiamo di individuare società eccezionali con vantaggi competitivi sostenibili che creano valore economico a lungo termine e possono generare rendimenti superiori per gli azionisti. Il nostro valore aggiunto nell'identificare le opportunità di crescita risiede nella ricerca accurata e fondamentale, nell'ampiezza e profondità della competenza e nell'approccio generazionale del nostro team di investimento. I gestori di portafoglio e gli analisti vantano un'esperienza decennale nei rispettivi settori e hanno maturato una comprensione strategica delle società e dei settori, delle opportunità e dei rischi. Questa attenzione ai fondamentali ci consente di valutare il potenziale a lungo termine a fronte della volatilità a breve termine dei prezzi delle azioni. La nostra capaci-

tà di individuare le possibilità di crescita nei vari settori e industrie è stata una parte importante del nostro successo sul lungo periodo».

In quali aziende, settori e aree geografiche investite?

«Le società growth long duration non sono diffuse perché sono poche quelle che generano effettivamente risultati concreti che soddisfano le aspettative di lungo termine. Pertanto, il nostro approccio d'investimento cerca di sfruttare due tipi principali di percezioni e valutazioni errate nei mercati: la scala delle opportunità e la duration della crescita. L'obiettivo è identificare tempestivamente queste aziende e farle crescere in portafoglio man mano che realizzano il loro potenziale. Tuttavia,

dobbiamo anche individuare con precisione i primi segnali che indicano che le aspettative di sviluppo potrebbero non essere soddisfatte. Non seguiamo un approccio rigoroso di “buy-and-hold” all’investimento. Ciascuna società deve guadagnarsi ogni giorno la propria posizione in portafoglio. Le ponderazioni settoriali e regionali sono per lo più un sottoprodotto della nostra selezione di titoli basata sulla ricerca».

Come è caratterizzato il vostro portafoglio?

«Pensiamo che le società possano beneficiare dei venti di coda forniti dai temi di crescita secolari. Ad esempio, riteniamo che l’intelligenza artificiale stia determinando una trasformazione significativa dell’economia globale e il nostro posizionamento riflette il fatto che le relative opportunità si concentrano nei settori della tecnologia e dei consumi. Nei nostri portafogli globali c’è una predilezione per gli Stati Uniti, poiché la maggior parte delle innovazioni tecnologiche proviene da questo paese. Ci piacciono anche le aziende di consumo innovative, in particolare nel settore del lusso, dove i migliori marchi godono della fedeltà dei clienti, possono determinare i prezzi e controllare le scorte. Questi brand hanno in gran parte sede in Europa. La fintech è una grande storia secolare nei mercati emergenti con sistemi bancari meno sofisticati».

Qual è il vostro orizzonte temporale?

«Investire in società di crescita globali è un impegno che si assume nel lungo periodo. Le aziende dirompenti e con idee innovative hanno bisogno di tempo per passare dall’essere accettate dal mercato a raggiungere le dimensioni necessarie per ottenere una crescita duratura degli utili. I nostri maggiori performer sono spesso detenuti per anni».

Quali sono i vantaggi della vostra gestione attiva rispetto a un omologo prodotto passivo?

«Riteniamo che un investimento di successo nella crescita richieda un approccio selettivo, incentrato su un’attenta ponderazione delle opportunità

rispetto ai rischi. Nel 2023, i “magnifici sette” hanno guidato i titoli al rialzo grazie all’entusiasmo sull’intelligenza artificiale. Ora si teme che questi ultimi non possano mantenere il loro trend. Pur detenendo alcuni di questi nomi per ragioni idiosincratice, la maggior parte dei nostri extra-rendimenti proviene da altri titoli. Riteniamo che ripetere le recenti performance di mercato in futuro sarà difficile per gli investitori passivi global growth, perché molti di loro hanno un’elevata esposizione ai

“magnifici sette”. Adottiamo una rigorosa disciplina che ci spinge a ridurre o eliminare le posizioni quando i fondamentali sottostanti non le supportano più o quando individuiamo opportunità con un maggiore potenziale di rialzo. La capacità di guardare oltre il rumore di breve periodo e di concentrarsi sulle opportunità più grandi e di lungo termine, selezionando le migliori società che capitalizzano le tendenze secolari, contraddistingue il nostro approccio attivo».



«Attenzione alla concentrazione azionaria»



ALBERTO TOCCHIO
head of european equity
and thematic
Kairos Partners Sgr

KAIROS



La sovraperformance delle grandi capitalizzazioni continua da qualche anno, soprattutto negli Usa. Come interpreta questo comportamento del mercato?

«Per la prima volta nella storia, gli Stati Uniti rappresentano, in termini di capitalizzazione, più del 70% dell'Msci World Index. In altre parole, ogni tre dollari investiti in questo indice due riguardano titoli americani. Le ragioni di ciò vanno ricercate nella forza dell'economia sottostante, nei buoni utili aziendali, in particolare delle large cap, nella capacità delle società di comunicare e di essere trasparenti. Tuttavia, ci si trova in una situazione in cui le 10 aziende più grandi degli Usa hanno pesato per oltre un terzo della performance dell'S&P 500, mentre un solo titolo, Nvidia, ha contribuito per il 40% al rialzo del Nasdaq. L'unicità del contesto attuale è ben riassunta dall'andamento dell'S&P 500 (ponderato per la capitalizzazione) e l'omologo indice equipesato, dove il primo ha sovraperformato il secondo di ben tre deviazioni standard nell'arco di 12 mesi. Un'analogia divergenza dei corsi la si può trovare anche all'interno del Russell 2000, che ha sottoperformato il mercato

negli ultimi tre anni, ma con una fortissima concentrazione: a una sola azione, Super Micro Computer, è ascrivibile il 70% dell'apporto positivo all'indice da inizio 2024. Se volessimo identificare un filo conduttore del trend al rialzo dei migliori titoli, potremmo citare principalmente tre temi: l'intelligenza artificiale, la difesa e, all'interno del farmaceutico, la cura del diabete. Sono ambiti che hanno attirato l'interesse degli investitori non solo in America, ma anche in Europa».

Pensa che questo fenomeno sia stato enfatizzato dai fondi passivi?

«È uno dei fattori cruciali che, se non viene compreso bene, può portare a errori nella valutazione di alcune metriche. Inoltre, da diverso tempo, guardo con attenzione agli impatti sul mercato dei fondi sistematici, guidati da algoritmi, che sono trend follower, e che utilizzano diversi parametri attraverso i quali investire. Sono sostanzialmente divisi in quattro categorie, che hanno in comune la volatilità e la correlazione, soprattutto tra azionario e obbligazionario. Di fatto si muovono in base alle medie mobili e alle rotture di trend; quando la volatilità è bassa e la correlazione è vicina tendono a sovrain-

vestire maggiormente in un'asset class. All'inizio di aprile è stata raggiunta la più alta concentrazione di sempre in azioni, in particolare americane. Per questa ragione, se si manifestasse una correzione dei mercati, potrebbero scattare punti di innesco tali da provocare forti vendite, alimentate anche da un aumento della volatilità».

La preoccupa questa eccessiva concentrazione?

«Non la leggerei in modo negativo, perché il buon andamento dei titoli più in voga è giustificato dalla crescita degli utili delle aziende in oggetto, ma ritengo che sia opportuno tenere in debita considerazione e analizzare questo fenomeno, perché si potrebbero verificare alcune inversioni della tendenza sinora registrata. La mia riflessione è che risulterebbe poco plausibile pensare che il mercato possa continuare a salire trascinato solo da un universo così circoscritto. Perciò, ritengo che saranno cruciali i prossimi annunci degli utili societari trimestrali americani, visto che gli analisti sono particolarmente positivi sulle prime 10 capitalizzazioni dell'S&P 500, mentre per i rimanenti 490 titoli le stime hanno continuato a scendere: si potrebbe assistere

ad alcune sorprese che coglierebbero in contropiede il mercato, tenendo conto che alcune azioni sono prezzate per la perfezione».

Quali sono gli elementi che le fanno dire che si potrebbe essere di fronte a un eccesso?

«Osservo con molta attenzione le valutazioni, i dati statistici e come sono posizionati gli investitori: sono segnali che indicano quando si è raggiunto un estremo. E poi bisogna essere molto analitici nel nostro lavoro: il P/E dell'S&P 500 è 23, ma, se si guarda al suo interno, c'è una grande divergenza settoriale, proprio causata dal fenomeno della concentrazione su pochi titoli».

E gli altri elementi che potrebbero caratterizzare diversamente l'andamento degli indici di borsa?

«C'è l'incognita geopolitica, che non può essere ignorata, ma che è anche difficile da valutare da un punto di vista borsistico. È ovvio che una continua escalation dei conflitti in atto potrebbe portare il mercato a ruotare su settori più difensivi e che trattano a multipli più contenuti. Infine, c'è l'aspetto legato ai tassi d'interesse che è cruciale per le aziende e per le aspettative degli stessi investitori. Sino a pochi mesi fa c'era un entusiasmo, forse eccessivo, sul numero dei tagli cui si sarebbe assistito quest'anno. Un livello del decennale americano elevato potrebbe generare maggiore pressione anche su aziende a grande capitalizzazione: un rendimento del 4,8-5% credo rappresenti, nei fatti, una stretta di liquidità che rischierebbe di rallentare i consumi e l'economia».

Pensa quindi che il mercato possa correggere?

«Nelle prime due settimane di aprile abbiamo visto una flessione degli indici e credo che possa continuare. Ciò nonostante, ritengo che la cosa più interessante da monitorare sia se ciò avverrà contemporaneamente a una rotazione settoriale».

C'è, quindi, la possibilità che gli indici siano guidati da nuovi fattori?

«Da inizio anno, il momentum è il fattore che ha fatto meglio degli indici di mercato del 30%, un dato che, nella sua storia, non ha mai mostrato una tale forza. Non si tratta solo di un elemento che ha caratterizzato la performance delle large cap, ma anche di un indice come il Nikkei225. La mia considerazione di fondo è che si debba seguire l'evoluzione in corso e ci sono settori che, sinora, sono stati ignorati dagli investitori e che potrebbero essere considerati più difensivi».

A cosa fa riferimento?

«Ad esempio al comparto energetico, alle aziende di pubblica utilità e alle materie prime».

Perché li definisce difensivi?

«Perché, se i tassi si stabilizzassero ai livelli attuali, alcune delle aziende di questi settori potrebbero risultare attrattive, visti i dividendi elevati che distribuiscono, come nel caso delle società di pubblica utilità. Non va infatti dimenticato che, in un cointesto in cui l'equity risk premium americano è il più basso da 25 anni, se il governativo decennale continuasse a rendere il 4,6-4,7% e la crescita degli utili e il dividend yield dell'S&P 500 fossero più bassi di questo valore, sarebbe opportuno investire nella componente obbligazionaria, anziché in quella azionaria, se non altro a livello nominale».

Mi scusi l'obiezione, ma se penso alle aziende di pubblica utilità, sensibili ai tassi d'interesse, non capisco perché le consideri attrattive...

«Perché, soprattutto in Europa, credo che i tassi abbiano raggiunto il picco e, se scendessero, darebbero un'ulteriore spinta a questo settore. Considero difensivo anche il comparto energetico, al di là delle riflessioni di carattere geopolitico, perché la domanda di petrolio è abbastanza stabile e, se la Cina riuscisse a riaccelerare la crescita, il consumo di greggio salirebbe in uno scenario che mostra segni di sofferenza per quanto riguarda l'offerta della materia prima. Ciò è riconducibile ai mancati investimenti negli ultimi anni e ai continui tagli di produzione dell'Opec. Infine, conside-

ro difensivo anche il settore delle materie prime, come accennato pocanzi, per ragioni molto simili a quelle dell'energia, soprattutto guardando all'evoluzione della domanda per alcuni metalli, come il rame, ma anche considerando l'impiego di alcuni di essi all'interno della transizione ecologica e nell'innovazione tecnologica».

Non ha menzionato settori tradizionalmente considerati difensivi, come il farmaceutico e i consumi di base. Come mai?

«Rimangono settori difensivi, ma il posizionamento degli investitori non è così contenuto come nel caso dei comparti citati in precedenza. In aggiunta, mi preoccupa un po' la tenuta dell'economia, in particolare in Europa: se rallentasse, ci sarebbe il rischio di ricadute sui consumi».

La performance delle large cap ha messo in ombra quella delle medium e small cap. Ritiene che possa essere un segmento di mercato da riconsiderare?

«Forse è un po' prematuro, ma nell'ultimo biennio ci si è dimenticati di questa tipologia di aziende, che è più sensibile ai tassi d'interesse e che, di conseguenza, incontra maggiore difficoltà a rifinanziarsi in un quadro di tassi più elevati. La performance dei titoli è stata molto deludente, anche a causa dei continui deflussi di capitale, ma le valutazioni sono particolarmente basse: basterebbe una revisione degli utili al rialzo o una discesa dei tassi per vederli risalire».

In termini di aree geografiche, guardando alle valutazioni, predilige l'Europa agli Stati Uniti?

«In questa fase sì, per la composizione settoriale che la caratterizza e la connota come più difensiva rispetto all'America. In particolare, proprio per questa ragione, se dovessi scegliere un mercato in Europa, la mia preferenza andrebbe al Regno Unito, dove l'indice di riferimento permette una buona esposizione all'energia, alle materie prime e alle aziende di pubblica utilità».

«Ai come fattore produttivo»



MICHELE SCOLLETTA
managing director
Allianz Global Investors

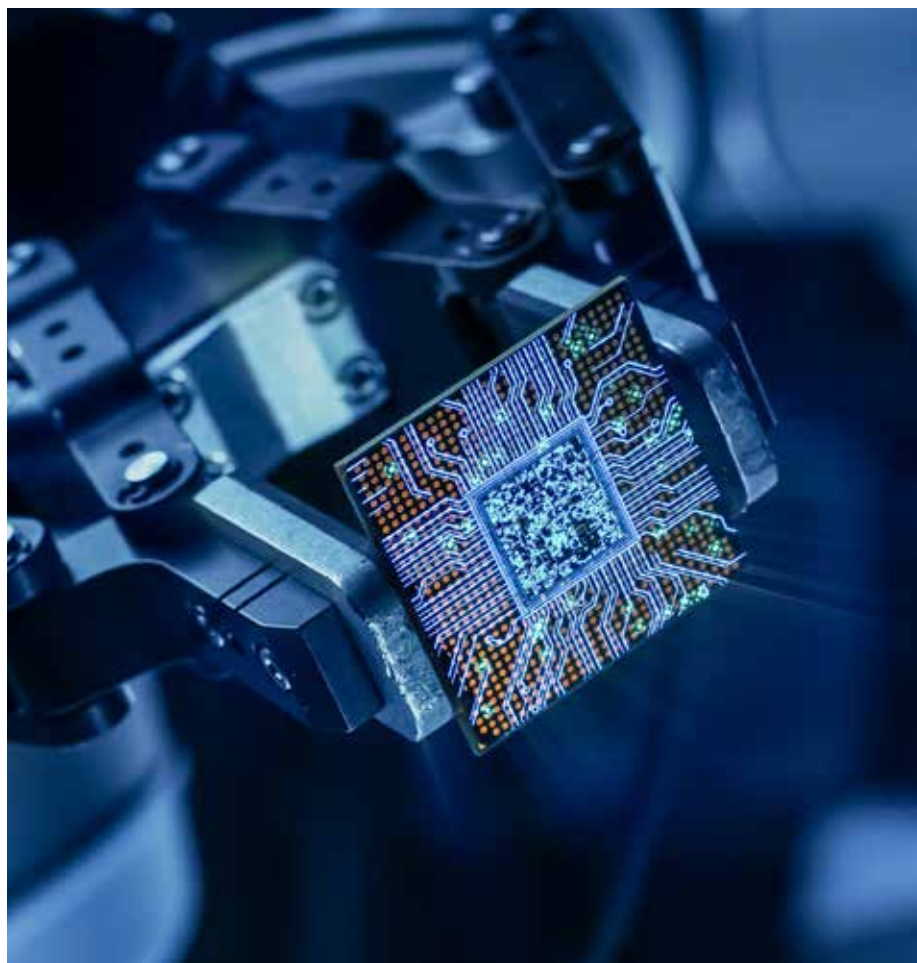
Allianz 
Global Investors

Qual è l'impatto che lo sviluppo dell'intelligenza artificiale può avere sulle relazioni tra le principali potenze mondiali?

«L'impatto sarà significativo, perché cambierà la geografia economica. Allianz Global Investors ritiene, infatti, che l'intelligenza artificiale (Ai) debba essere considerata come un fattore produttivo, al pari di altre materie prime che servono a produrre beni e servizi. Le commodity, però, sono soggette a scarsità dettata dal fatto che le risorse naturali sono limitate, mentre l'evoluzione tecnologica collegata all'Ai ne permetterà uno sviluppo in progressione geometrica nel prossimo futuro. Ne consegue che, il suo utilizzo genererà sicuramente un nuovo modello di concorrenza tra paesi e aziende. Chi si è già dotato o si doterà di funzionalità legate all'intelligenza artificiale, tanto da considerarla un vero e proprio fattore produttivo, acquisirà una leadership nel mercato, mentre chi farà altrimenti rischierà di esserne estromesso».

Ciò significa che cambieranno le dinamiche che regolano le economie?

«Nel passato si è assistito a una concor-



renza sul costo della mano d'opera e sul monopolio della produzione, soprattutto in ambito tecnologico; d'ora in poi mi aspetto che la lotta riguarderà soprattutto lo sviluppo dell'Ai che, come già menzionato, cresce a una velocità tale da permettere in un arco di pochi mesi ciò che una volta era possibile ottenere nello spazio di lustri».

Quindi sarà necessario attrezzarsi velocemente per rendere ciò possibile?

«Penso che sia indispensabile e non è un caso che il governo dell'Arabia Saudita, che vive dei proventi derivanti dall'industria petrolifera, stia pensando di creare un fondo di circa 40 miliardi di dollari per investire nell'intelligenza artificiale. Secondo il New York Times, i rappresentanti del Fondo pubblico di investimento dell'Arabia Saudita (Pif) hanno discusso di una potenziale partnership con la società

di venture capital statunitense Andreessen Horowitz e altri finanziatori. È forse il segnale di una presa di consapevolezza di come sia necessario impiegare risorse per una crescita futura che non sia esclusivamente legata agli idrocarburi. Probabilmente, questo è il primo passo che il Paese sta facendo in quella direzione».

Se l'Ai è da considerare un fattore produttivo che permetterà di acquisire leadership di mercato, come vede il ruolo dall'Europa, che si pone come regolatore dell'utilizzo di questa nuova tecnologia, rispetto ai due grandi giganti, Stati Uniti e Cina?

«Credo che il Vecchio continente abbia un ruolo importante da ricoprire: le regole sono indispensabili nell'utilizzo dell'Ai, che può essere anche utilizzata come

strumento offensivo all'interno delle relazioni internazionali. È evidente che ciò diventa indispensabile nel momento in cui questa tecnologia diventerà più autonoma nelle decisioni che dovrà prendere. Non va dimenticato che si parla anche di armamenti tecnologici utilizzati all'interno dei conflitti, che permettono attacchi informatici che possono mettere in pericolo la sicurezza di un paese. È recente la notizia che il presidente Biden ha firmato la legge Protecting Americans from Foreign Adversary Controlled Applications Act. Essa rappresenta un divieto effettivo o una vendita forzata di TikTok dalla sua società madre ByteDance. La piattaforma suscita preoccupazioni per la potenziale raccolta di dati degli utenti e per la possibilità che il governo cinese venga in possesso di una serie di informazioni attraverso le quali influenzare, in modo surrettizio, i giovani americani. Tuttavia, per ritornare alla domanda, ritengo che la questione morale, nell'utilizzo dell'AI sia più sentita in Europa, che, peraltro, sta investendo molto in questo ambito. Ritengo che la regolamentazione permetterà di ottenere un maggiore equilibrio tra i paesi e le aziende, in modo che l'intelligenza artificiale sia qualcosa che aiuti l'uomo, senza metterne a repentaglio il futuro».

Pensa che siano necessarie regole condivise a livello internazionale per l'AI?

«Ritengo che, vista la portata che avrà sulle nostre vite, prima o poi ci sarà un organismo internazionale cui verrà chiesto di sviluppare una serie di regole: basta che a un solo paese sfugga di mano il controllo di questa tecnologia per scatenare un conflitto, questa volta di natura informatica, che potrebbe mettere a rischio l'equilibrio globale. Credo, però, che ciò avverrà in seguito a un "incidente" che forzerà tutti a mettersi intorno a un tavolo per dirimere la questione».

Vede un possibile scontro tra Stati Uniti e Cina?

«Un possibile scontro tra Stati Uniti e Cina sull'AI è simile a quello che potrebbe accadere nell'ambito di qualsiasi altro fattore produttivo. C'è indubbiamente la volontà di impedirsi a vicenda l'utilizzo di strumenti che possano essere invasi-

vi per ottenere dati dell'uno e dell'altro paese: non è un caso che Meta sia proibito in Cina e gli Usa stiano cercando di fare la stessa cosa con Tik Tok. Sinceramente, non intravedo un pericolo, ma una contrapposizione commerciale per il dominio sul mondo. Non dimentichiamo che oggi qualunque azienda, di qualsiasi settore, sta investendo in questo ambito. E questa è anche la ragione per cui, ad esempio, all'interno della nostra strategia Allianz Global Artificial Intelligence, non investiamo solo in società tecnologiche, bensì in tutte quelle in cui l'intelligenza artificiale è diventata il motore di crescita in diversi comparti industriali. Inoltre, più si sviluppa l'utilizzo della tecnologia nell'ambito delle attività economiche, più c'è una interconnessione tra i vari attori del mercato e, di conseguenza, la necessità di proteggersi dal rischio di un attacco malevolo di chiunque sia intenzionato a provocare dei danni. Ciò significa che la diffusione dell'AI va di pari passo con la crescita della sicurezza informatica, ossia della cybersecurity. E, in questo senso, i due giganti del mondo si stanno muovendo nella stessa direzione».

C'è il rischio che la diffusione dell'AI aumenti le disuguaglianze economiche?

«Penso che si accentueranno, perché i Paesi e le imprese che non possono investire saranno costretti a rimanere ai margini, anche perché l'AI riguarda tutti i settori. È oramai risaputo l'utilizzo di questa tecnologia in campo medico e della ricerca, ma pensiamo anche ai benefici che potrebbe generare nell'agricoltura, con il miglioramento della produzione grazie a un'analisi accurata dei terreni e l'individuazione delle modalità più idonee per la loro coltivazione, sia da un punto di vista quantitativo, sia qualitativo».

Non pensa che la performance dei titoli legati all'AI sia già stata consistente?

«I livelli raggiunti da alcune azioni non sono fonte di preoccupazione, perché il nostro approccio agli investimenti nell'ambito dell'AI è ad ampio spettro e permette un'elevata diversificazione a livello settoriale e geografico. La nostra strategia, in linea generale, ci porta a in-

vestire non esclusivamente in tecnologia, bensì anche in chi la utilizza. Può accadere che, in base alle fasi di mercato e alle attese dell'andamento economico, alcune tipologie di titoli possano essere penalizzate, ma si tratta di normali evoluzioni che non inficiano la bontà di un investimento, se supportato da prospettive di crescita: noi pensiamo che l'intelligenza artificiale e la cybersecurity siano le due aree di investimento del futuro».

Quindi, nell'ambito della cybersecurity, il vostro approccio è simile a quello dell'AI?

«Sì, perché anche in questo caso, dove abbiamo sviluppato una strategia dedicata, non si investe solo in società che producono sistemi di sicurezza informatica, ma anche nelle aziende utilizzatrici. E a tale proposito ci terrei a fare una considerazione: l'adozione di sistemi di cybersecurity è una scelta che connota la governance di un'impresa e la sua forza. Chi lo fa, infatti, protegge la propria attività a tutela degli stakeholder e degli shareholder, mostrando di avere lungimiranza nella gestione del business. Anche questa è una prospettiva attraverso cui analizzare gli investimenti sulla base dei criteri Esg».

Vero, ma l'innovazione tecnologica richiede un utilizzo sempre più consistente di energia, con un conseguente impatto ambientale...

«La capacità che hanno le aziende di utilizzare sistemi guidati dall'AI e da tecnologie sofisticate le porterà a usare in modo più efficiente ed efficace le fonti energetiche a disposizione. Ma non solo. Sarà anche possibile ricercare e sviluppare modalità diverse per sopperire al fabbisogno energetico, con un impatto inferiore rispetto a quanto accade attualmente. Si sta investendo molto in ambito tecnologico e ciò può avere alcune ricadute, in attesa che se ne possano cogliere i frutti nel futuro. C'è uno studio di McKinsey del 2018 secondo il quale entro il 2030 le tecnologie di intelligenza artificiale potrebbero contribuire all'attività economica globale per 13 mila miliardi di dollari. È uno scenario di crescita ricco di opportunità per gli sviluppi futuri».

Stiamo entrando in una nuova era

a cura di **Pinuccia Parini**

Fondi& Sicav ha incontrato **Giordano Lombardo**, ceo di **Plenisfer Sgr**, una boutique d'investimento nata nel 2019.

Plenisfer Sgr è nata cinque anni fa. Posso chiederle quali sono le ragioni che l'hanno spinta a fondarla?

«Menzionerei tre ragioni di fondo. La prima è stata la nostra attesa di un mondo in profonda evoluzione: l'economia e la geopolitica che ci aspettavamo avrebbero posto sfide inedite da affrontare, ma anche opportunità da cogliere. La seconda ragione è la visione disincantata sull'industria dell'asset management. La terza è la passione per gli investimenti che mi accompagna da oltre 30 anni».

La domanda sembrerà scortese, ma c'era il bisogno di un'altra boutique d'investimento?

«Abbiamo fondato Plenisfer nella convinzione che servisse un nuovo e diverso approccio per affrontare il cambio di paradigma strutturale che vedevamo all'orizzonte. In altre parole, si sta chiudendo, dopo circa 40 anni, un periodo

molto favorevole per gli investimenti: per decenni i tassi d'interesse sono scesi sostenendo tutte le classi di attivi, c'è stata una relativa pace geopolitica, dalla fine della guerra fredda sino a poco tempo fa, si è beneficiato degli effetti derivanti dalla globalizzazione, che ha permesso di calmierare l'inflazione e, infine, è stata portata l'enorme massa del lavoro e dei risparmi asiatici all'interno dell'economia globale. Questa era è finita perché i tassi d'interesse, caratterizzati da cicli molto lunghi nel tempo, seppure attesi in calo, resteranno più alti più a lungo. A ciò va aggiunto che si stanno manifestando diversi cambiamenti nei confronti dei quali le politiche delle banche centrali hanno poca influenza: la minore globalizzazione dell'economia, l'aumento dei rischi geopolitici e il diverso ruolo della Cina. La minore globalizzazione genera una pressione strutturale sui costi a causa dei processi di ricollocazione delle filiere produttive, mentre i rischi geopolitici sono i più difficili da gestire in termini di effetti sull'inflazione. Infine, l'esercito di riserva, per dirla marxianamente, cioè l'offerta di nuovo lavoro dalla Cina, è già entrato nell'economia globale e ciò non potrà ripetersi nel futuro».



GIORDANO LOMBARDO

ceo

Plenisher Sgr

Tuttavia, alcuni degli aspetti che ha descritto non si sono manifestati di recente: abbiamo conosciuto anni di guerra fredda, la Cina non è l'unico Paese che può offrire mano d'opera...

«Viviamo in un mondo che è sempre più multipolare e ciò lascia spazio a dinamiche che non sempre sono controllabili. Inoltre, gli Stati Uniti non ricoprono più il ruolo egemonico del passato e gli equilibri sono più complessi da raggiungere. La guerra fredda era di natura militare e politica, ma da un punto di vista economico l'Unione Sovietica non ha mai rappresentato una minaccia per l'Occidente, semplicemente perché non ha mai abbracciato il modello capitalistico come ha fatto la Cina. La produzione a basso valore aggiunto si sta spostando in altri paesi asiatici, ma, ad esempio, non credo che l'India, per le caratteristiche della sua economia, nonostante sia il Paese più popoloso al mondo, possa sostituire la Cina: è possibile che sia protagonista della prossima It revolution, ma non diventerà una base manifatturiera altrettanto rilevante».

Non crede che proprio l'innovazione tecnologica possa aiutare a contenere le spirali inflative?

«Indubbiamente la tecnologia ha un effetto di contenimento dei prezzi, anche se gli economisti non sono riusciti ancora a misurarne l'impatto sulla produttività. La domanda che mi pongo è se, a tendere, le aziende che traggono vantaggio dall'impiego dell'intelligenza artificiale alla fine scaricheranno in qualche modo il costo a

valle, oppure si limiteranno a offrire i prodotti ai clienti a prezzi invariati».

La sua lettura del contesto globale è una presa di posizione molto forte, non trova?

«È possibile che l'evoluzione del contesto globale che ci si attende non sia lineare, ma la forza delle decisioni d'investimento non risiede nell'individuare qui e ora l'andamento di un trend, bensì di identificarne la direzionalità nel lungo periodo».

Il 2023 ha sorpreso per la tenuta dell'economia e l'attesa recessione non è avvenuta. In base anche alle sue precedenti considerazioni, come se lo spiega?

«Penso che ci siano state due cause. La prima riguarda la politica fiscale, che ha assunto un ruolo sempre più significativo. Da due decenni a questa parte ci siamo abituati ad attribuire una funzione fondamentale alle banche centrali, che sono state le protagoniste delle politiche economiche. Tuttavia, sia negli Usa, sia in Europa, c'è stato un vero e proprio rilancio delle politiche fiscali, oggi considerate un elemento non solo positivo dai mercati, ma di sostegno della crescita. Ed è forse in questo ambito che risiede il motivo per cui, ad esempio, gli Stati Uniti hanno mostrato una così forte robustezza della propria economia. Se si accetta il fatto che l'espansione dei bilanci pubblici non è un fenomeno transitorio, bensì strutturale nei prossimi anni, ecco che scaturiscono due effetti, entrambi inflazionistici: la pressione sui prezzi rimane e sposta gran parte del valore aggiunto dal fattore capitale a quello del lavoro, favorendo alcuni settori rispetto ad altri. E poi c'è un altro elemento che nell'industria dell'asset management è poco popolare».

A che cosa si riferisce?

«Per quasi vent'anni, a causa di una serie di politiche green e di Esg, c'è stato un forte disincentivo a investire nelle energie tradizionali, pensando che le rinnovabili potessero essere pronte a sostituire i combustibili fossili. Questa posizione, che io trovo ideologica, non è supportata dai fatti e ciò è palese nell'insufficienza delle prime, così come sono strutturate oggi,

nel soppiantare la produzione energetica di carattere tradizionale. Ciò nonostante, le politiche dei governi e la stessa industria del risparmio gestito hanno sostenuto la tesi opposta. Noi riteniamo che sia necessario un periodo più lungo di transizione e che le crisi energetiche che abbiamo visto saranno un fenomeno più ricorrente, se non si trova una fonte energetica alternativa davvero efficiente, che noi abbiamo individuato nel nucleare. Non è un caso che la posizione più consistente nei nostri portafogli sia in uranio».

La crisi energetica del 2022 non è ascrivibile alla guerra in Ucraina?

«È un fattore, ma non si può disconoscere il fatto che, se non si investe in un settore per lungo tempo, come in campo petrolifero, cala la capacità produttiva e quindi la possibilità di rispondere adeguatamente alla domanda del mercato. E negli ultimi anni sono stati disincentivati gli investimenti in questo comparto, oltre che nell'ambito delle materie prime, che a loro volta servono per la transizione energetica».

È una posizione antitetica rispetto a ciò che ha trainato il mercato di recente?

«Guardando all'evoluzione del contesto e dei mercati in corso, pensiamo che assisteremo a una migrazione epocale dei risparmi globali dai titoli che sono stati avvantaggiati dai tassi bassi al segmento value, ai settori più ciclici, a selezionati mercati emergenti e agli asset reali, che attualmente sono tutti sottopesati all'interno dei portafogli. Ma in Plenisher abbiamo una visione di lungo periodo e, per affrontare questa nuova era, pensiamo che oggi serva una vera gestione attiva, capace di identificare singole possibili opportunità, in qualunque asset class e a livello globale, senza i vincoli imposti dai benchmark. Occorre che lo sguardo macro e l'analisi bottom up siano le due facce della stessa decisione di investimento e non due momenti distinti: attraverso l'analisi dei fenomeni cui stiamo assistendo e del riflesso atteso sulle opportunità di investimento costruiamo portafogli "diversi", che includono asset class che difficilmente si trovano in altri comparti».

Ancora tanta strada da fare

di Boris Secciani

A lungo molte delle innovazioni più importanti provenienti dal mondo della fintech sono state ritenute, a torto, una questione che riguardava soprattutto il settore dei pagamenti. Al contrario, sono sempre di più le soluzioni che stanno trovando un terreno molto fertile nell'ambito del neo-lending, ossia i prestiti la cui approvazione, erogazione e gestione avvengono in maniera completamente digitale. Il processo di disruption, però, si sta ora allargando ad ambiti della finanza finora neppure lambiti. Questa transizione viene racchiusa nella definizione di "open finance", che rappresenta un passaggio ulteriore rispetto a ciò che era conosciuto come "open banking". Con quest'ultimo termine si intende un paradigma in cui, previo consenso del cliente, le banche devono condividere i dati dei conti correnti in loro possesso.

In tale segmento la crescita è stata tutto sommato moderata, nonostante le potenzialità di sviluppare una serie di applicativi molto avanzati grazie all'utilizzo dei big data. Allo stato attuale si sta però entrando in una nuova fase, nella quale, appunto, si

parlerà di open finance, perché la stessa logica comincerà a essere applicata a diversi segmenti dei servizi finanziari. Fra questi rientra anche la consulenza evoluta, le cui caratteristiche sono destinate a cambiare in maniera radicale grazie alle innovazioni tecnologiche. Non sorprende, dunque, che l'Associazione Italiana Private Banking (Aipb) e Pwc abbiano di recente promosso un convegno dal titolo "Open finance: nuove opportunità per la consulenza evoluta".

UNA SVOLTA NEL 2025

I temi affrontati sono di particolare attualità per il fatto che il 2025 porterà con sé una svolta ben sintetizzata da **Mauro Pagnanico**, partner di **Pwc Italia**, asset & wealth management advisory Emea leader, e **Andrea Ragaini**, presidente di **Aipb**: «Finora abbiamo assistito a due fasi distinte sulla condivisione dei dati nel settore finanziario. Sino al 2017 non era previsto alcun obbligo di accessibilità ai dati dei clienti. Le istituzioni finanziarie (If) ne avevano il controllo e la responsabilità, dal momento che potevano essere condivisi solo tramite



MAURO PANEBIANCO
partner
PwC Italia
asset & wealth management
advisory Emea leader



ANDREA RAGAINI
presidente
Aipb

accordi bilaterali con terze parti accuratamente selezionate. Dal 2018, con l'inizio dell'open banking, è stato introdotto un obbligo di accesso regolamentato ai dati sui pagamenti. Con l'introduzione della Psd2 (Payment service directive) veniva conferito al cliente il controllo sui propri numeri finanziari di conto. A seguito del consenso dato dal cliente, le istituzioni finanziarie erano tenute a fornire alle terze parti l'accesso ai dati dei pagamenti (esposti gratuitamente dalle If). A partire dal 2025, quando è attesa la versione finale del Regolamento europeo Fida (Financial data access), che prevede l'accesso regolamentato per tutti i servizi finanziari, entreranno nell'era dell'open finance. Attualmente, la bozza di quadro normativo estende e regola la condivisione di dati finanziari oltre i pagamenti. Previo consenso del cliente, infatti, le istituzioni finanziarie sono tenute a fornire alle terze parti autorizzate, cioè ai cosiddetti fornitori di servizi di informa-

zioni finanziarie (Fisp), l'accesso ai dati di credito e debito, su investimenti, assicurazioni, pensioni e criptovalute. Le informazioni verranno poi condivise tramite schemi centralizzati e le istituzioni finanziarie avranno diritto a essere remunerate».

SCARSO SUCCESSO

Come si può vedere la portata del nuovo regolamento comunitario è molto più ampia rispetto alla Psd2, oltre al fatto di essere basata su principi profondamente diversi. Viene infatti creato un nuovo soggetto, le Fisp, che dovrà remunerare i gruppi del wealth e asset management in cambio dei dati condivisi. In questa maniera si spera di fare decollare definitivamente l'architettura open che, per il momento, non si è rivelata un enorme successo. Qualche cifra interessante al proposito viene messa nero su bianco sempre da Panebianco e Ragaini: «A oggi, l'open banking ha portato limitati benefici in Europa: i clienti delle banche digitali che utilizzano questo tipo di servizi è inferiore al 2%, mentre le istituzioni finanziarie del Vecchio Continente hanno sostenuto 3,5 miliardi di euro di costi per sviluppare e gestire infrastrutture Api (Application programming interface) di open banking. Le motivazioni sono principalmente legate a un approccio guidato dalla regolamentazione, con uno scarso coinvolgimento degli operatori di mercato, dalla mancanza di incentivi e da una forte attenzione alla sicurezza, a scapito della user experience. Lato cliente, tutto ciò ha portato a una mancanza di consapevolezza e di fiducia».

HI TECH E RAPPORTI UMANI

In pratica, negli ultimi anni sono stati fatti investimenti ingenti che non hanno portato grandi ritorni, in quanto i correntisti hanno fatto fatica a superare un certo grado di diffidenza. Ciò è dovuto anche al fatto che, al di là della comodità di avere a disposizione un'interfaccia nella quale sono riuniti tutti i numeri e le transazioni di diversi conti correnti, in questi anni le potenzialità promesse dall'open banking non si sono materializzate come si pensava: in termini di espansione del credito a soggetti che fanno fatica ad accedervi, quali le Pmi, sicuramente la crescita dei volumi avrebbe potuto essere maggiore.

Con la Fida viene peraltro chiesto di condividere una serie di informazioni ancora più profonde, che coinvolgono non solo i flussi di denaro, bensì l'intero quadro patrimoniale del cliente. Se si è fatto fatica già nell'ambito più ristretto della Psd2, perché dunque adesso dovrebbe essere diverso? In realtà, la scommessa del settore della consulenza evoluta è fornire il tassello che è mancato finora nell'alveo del paradigma open. Si tratta dell'assistenza di un professionista in carne ossa che, in particolar modo in ambito private, rappresenta una figura chiave. Ciò viene sottolineato senza mezzi termini da Andrea Ragaini, che è anche vicedirettore generale di Banca Generali: «La relazione fiduciaria tra private banker e cliente è da sempre al centro del modello di servizio private, che si sviluppa attorno al concetto di consulenza. La possibilità offerta da Fida, di disporre di un ampio set di dati, consentirà alle realtà private di offrire un servizio ancora più ampio e amplificherà nel tempo le opportunità per i clienti. Sono certo che il nostro settore saprà cogliere le nuove sfide, proseguendo nel percorso di crescita della soddisfazione dei clienti ormai in atto da anni. Affinché le potenzialità dell'open finance vadano a beneficio di tutti, è fondamentale, però, che vengano chiariti, al più presto, alcuni ambiti di attuazione della normativa».

UN VANTAGGIO VITALE

In pratica toccherà a un private banker esperto riuscire a guadagnarsi un grado di fiducia ancora più elevato da parte degli investitori e riuscire a guidarlo nei meandri di una tecnologia nuova, allo scopo di servire ancora meglio le sue necessità di rendimento. Si è di fronte a una sfida molto interessante, in quanto sostanzialmente è la prima volta che una disruption tipica dell'ambito fintech troverà applicazione in un'industria nella quale i rapporti umani sono semplicemente vitali e le sfide davanti sono enormi. L'obiettivo è che il consulente riesca a comunicare che un minimo di rinuncia alla privacy può dare grandi frutti in termini di un migliore profilo di rischio/rendimento dei propri asset, un vantaggio vitale in un mondo sempre più complesso e incerto.

Intelligenza artificiale superstar

di Boris Secciani

La quindicesima edizione del Salone del Risparmio, tenutasi a Milano fra il 9 e l'11 aprile, ha evidenziato una pluralità di temi che però appaiono fra loro interconnessi. Come prevedibile, una grande attenzione è stata dedicata, nel corso delle numerose conferenze, al tema dell'intelligenza artificiale (Ai), che sta costituendo il megatrend per eccellenza dei prossimi decenni, in grado di influenzare quasi ogni aspetto della vita umana. Il suo impatto si farà infatti sentire a livello geopolitico, sul potenziale di crescita economica globale e, ovviamente, nelle prospettive di investimento.

LE CIFRE DELL'AI

Per quanto riguarda il primo aspetto, spesso si è tentati di considerare questo insieme di tecnologie come l'ennesimo modo di declinare il conflitto a tutto tondo che caratterizza Cina e Stati Uniti, con l'Europa relegata in un ruolo meno importante. Qualche cifra aiuta a inquadrare meglio la situazione: nel 2022 gli investimenti privati in Ai hanno visto un predominio degli Stati Uniti, con oltre 47 miliardi di dollari spesi. Al secondo posto,

si collocava, molto lontana, la Cina con circa 13,40 miliardi. In terza posizione il Regno Unito (4,37 miliardi), mentre la Germania era il leader dell'Ue (2,35): la nazione che vanta il Pil complessivo più imponente di tutta l'Europa si posizionava solo al settimo posto globale, notevolmente dietro la ben più piccola Corea del Sud, i cui investimenti in Ai erano 3,10 miliardi.

A parte la Germania, solo la Francia nell'Unione poteva vantare un settore privato disposto a mettere sul tavolo un ammontare superiore al miliardo di dollari (1,77): non si tratta certo di una somma irrilevante, ma fa una certa impressione scoprire che la piccola Singapore da sola ha dedicato all'Ai 1,13 miliardi. Con l'esplosione dei servizi basati su modelli generativi, probabilmente il ranking del 2023 risulterà piuttosto differente: nello specifico non è irragionevole aspettarsi una continua ascesa della Cina in questo campo. Un aspetto interessante, presentato nella conferenza organizzata da **Eurizon Asset Management**, è il possibile impatto economico di questo nuovissimo segmento sul Pil complessivo



ANDREA CONTI
responsabile macro research
Eurizon Asset Management

globale. In questo ambito, ovviamente, le stime mostrano una varianza molto elevata: **Andrea Conti**, responsabile macro research del gruppo, ha evidenziato che nel 2021 l'intelligenza artificiale ha generato un giro d'affari intorno a 100 miliardi di dollari: questo ammontare potrebbe salire facilmente nel 2030 sopra 2 trilioni.

ANCORA L'ERA DELL'HARDWARE

A questo punto, viene abbastanza spontaneo chiedersi quali specifici segmenti di questa nuovo business riusciranno a impadronirsi delle maggiori fette della torta del valore aggiunto. In generale, la storia delle varie ondate di disruption portate dall'It è caratterizzata da un'iniziale pre-

valenza dei produttori di hardware, che poi lasciano spazio allo sviluppo di un ricchissimo settore del software. Attualmente, coerentemente con il paradigma tipico delle prime fasi, il comparto dei data centre e quello a esso collegato dei semiconduttori stanno vivendo una nuova primavera. Infatti, l'intelligenza artificiale richiede una capacità computazionale gigantesca, che potrebbe avviare un nuovo super-ciclo dei microchip. Qualche dato interessante è stato condiviso da **Raj Shant**, managing director e client portfolio manager di **Jennison Associates** (affiliata **Pgim**), che, nella conferenza tenuta dalla casa statunitense al Salone, ha identificato quattro ere nell'economia digitale: quella dei mainframe che è durata fino al 1990, quella successiva dell'adozione di massa dei Pc per la prima volta connessi a internet, che si è dispiegata dai primi anni '90 al 2002, mentre i 16 anni successivi sono stati caratterizzati dal dominio dei device mobili per arrivare al periodo attuale iniziato nel 2018. Quest'ultimo vede al proprio centro l'AI e l'IoT, con i dati generati dalle macchine che ormai superano di gran lunga quelli prodotti dall'uomo. Nei circa tre decenni così divisi, la crescita dell'industria dei chip ha registrato un'ascesa strepitosa, passando da circa 50 miliardi di dollari di fatturato a livello mondiale



RAJ SHANT
managing director
e client portfolio manager
di **Jennison Associates**,
affiliata **Pgim**

nel 1990 al record di 573 nel 2022. Non appare incredibile pensare di raggiungere il trilione nel 2030, se almeno alcune delle promesse dell'AI venissero mantenute.

UN DIFFICILE EQUILIBRIO

I discorsi tecnologici si intersecano, peraltro, con un'evoluzione geopolitica non delle più facili. Il consensus attuale, da quanto emerso da diversi contributi presentati al Salone, sembra confermare la continuazione del processo di de-globalizzazione in atto. **Dario Fabbri**, analista geopolitico, giornalista e direttore di **Domino**, nell'ambito della con-



ferenza promossa da **Allianz Global Investors**, “Aipocalypse now, l’impatto dell’Ai su equilibri geopolitici e dinamiche economiche globali”, ha posto l’attenzione sugli sviluppi attuali delle lotte di potere fra paesi, caratterizzate da una serie di conflitti asimmetrici. Per Fabbri, infatti, a partire dagli anni '90, dopo la caduta del muro di Berlino, gli Stati Uniti hanno spinto diverse nazioni a creare sistemi incentrati sul modello economico capitalista e la democrazia. L’idea, che si è rivelata errata ed è peraltro diffusa solo in Occidente, è stata di pensare che bastasse innescare un processo di crescita per solidificare la propria sfera di influenza e il grado di stabilità globale del sistema, attraverso la diffusione di una serie di valori e pratiche condivisi. La competizione portata a ogni livello da nazioni come la Cina e la Russia chiaramente mostra che l’idea di un’incipiente fine della storia, in quanto l’unico paradigma possibile era quello occidentale, fosse quanto meno prematura.

USA IN GUERRA CON SÈ STESSI

È inoltre interessante notare che l’America oggi appare politicamente, e forse anche militarmente, molto più debole rispetto al passato. Nella conferenza di Eurizon Asset Management, **Marta Dassù**, senior advisor european affairs dell’**Aspen Institute**, ha rimarcato che gli Stati Uniti hanno cavalcato quest’era mostrando segni di vitalità notevolissimi: i numeri e la leadership attuale nell’intelligenza artificiale sembrano infatti confermarlo. Il Paese si trova, però, profondamente diviso al proprio interno, tanto che si può affermare che l’America,



MARTA DASSÙ
senior advisor european affairs
dell’Aspen Institute



più che essere in conflitto con la Cina o la Russia, è in guerra con sé stessa. Nello stesso tempo, il gigante asiatico deve gestire una serie di problemi interni colossali, che vanno dalla crisi demografica al trapasso verso un modello meno incentrato sugli investimenti. Detto ciò, sia Dassù, sia Fabbri concordano sulla previsione che lo scenario di costante difficoltà e tensioni non dovrebbe però precipitare verso il disastro di un conflitto esplicito fra superpotenze: il fatto di essere costrette entrambe ad affrontare pesanti debolezze interne funge da garanzia nei confronti di un ulteriore deterioramento della situazione.

L’EUROPA NON È MORTA

Come si può notare, nelle analisi proposte l’Europa sembra giocare un ruolo marginale. Visto che è debole, vecchia, divisa, priva di una forza militare all’altezza e indietro nella corsa alle tecnologie disruptive, si sarebbe tentati di intonare il de profundis per questa parte di mondo. In realtà, diverse voci sono concordi nel ritenere che il Vecchio continente abbia davanti un’opportunità enorme. Infatti, anche se è vero che finora essa non ha partecipato in primissima fila alla competizione per il dominio dell’Ai, è un’area che ha a disposizione una dotazione ricchissima di aziende manifatturiere e



non. Un simile tessuto imprenditoriale vedrà le proprie pratiche e i modelli di business trasformati completamente dall'impatto dell'intelligenza artificiale. Non è irragionevole ritenere che il prossimo futuro porterà in ogni area di attività una sempre maggiore concentrazione di competitività e profitti in capo a quei gruppi in grado di cavalcare in anticipo questa onda.

Andrea Conti, di Eurizon Asset Management, ha inoltre sottolineato che questi sviluppi si stanno schiudendo dopo un decennio già caratterizzato da una forte dispersione delle performance. Nello specifico, alcuni settori, soprattutto la tecnologia e la cura della salute negli Usa e i consumi discrezionali in Europa, si sono trovati al centro delle preferenze degli investitori.

Un altro aspetto interessante da considerare è la demografia, che nei paesi avanzati appare in condizioni decisamente preoccupanti, benché il processo di invecchiamento sia già iniziato anche in diverse economie emergenti. Con una popolazione mondiale che per metà secolo potrebbe assestarsi e addirittura iniziare a calare, Conti sottolinea che il tasso di crescita del Pil (nominale e reale) a livello globale è destinato ad affievolirsi ulteriormente. Non sorprendentemente, l'intelligenza artificiale rappresenta un fattore cruciale per potere compensare con un aumento di produttività la diminuzione della forza lavoro. In particolare, il discorso si applica a un

Paese come il nostro, ancora gravato da arretratezze che ne bloccano le energie.

SILVER ECONOMY

Sul tema della silver economy si è focalizzata la conferenza di **Invesco Management**, che nel panel di relatori includeva anche **Veronica De Romanis**, docente di politica economica europea della **Stanford University** di Firenze, e **Tito Boeri**, docente e direttore del dipartimento di economia dell'Università **Bocconi di Milano**. Entrambi hanno portato all'attenzione della platea alcuni problemi che colpiscono l'Italia in maniera particolarmente grave. De Romanis nello specifico ha evidenziato che il tasso di occupazione femminile in Italia è molto basso rispetto alla media Ocse. Il quadro è particolarmente drammatico nel Mezzogiorno, dove non più di un terzo delle donne in età lavorativa è occupato. La nostra Penisola disperde dunque un potenziale enorme e, facendo ciò, rischia, anche a causa di un'elevata speranza di vita, di trovarsi di fronte fra qualche anno a un numero molto consistente di pensionate molto povere. Boeri, d'altro canto, ha posto anch'esso l'attenzione sulla vita media molto lunga dei nostri concittadini. Ancora più rispetto ad altre realtà, in Italia si trovano spesso a convivere diverse generazioni. Non sorprendentemente, in un'economia dominata da imprese familiari, tutto ciò rende il trapasso generazione decisamente complicato. Boeri ha infatti por-



TITO BOERI
docente e direttore
del dipartimento di economia
dell'Università Bocconi di Milano

tato all'attenzione il fatto che sovente la ricchezza viene ereditata dopo che sono stati compiuti 60 anni.

UN POTENZIALE SCIUPATO

Diverse ricerche mostrano che la maggiore intensità a livello di creazione di nuove imprese si trova nella fascia fra i 30 e i 35 anni. Di conseguenza, nel nostro Paese si sta sciupando un enorme potenziale imprenditoriale per via di un eccesso di concentrazione degli asset nelle mani delle generazioni più anziane. Nel corso della stessa conferenza, è stata dunque sottolineata la necessità di affrontare il passaggio generazionale gradualmente, in maniera tale che le fasce più giovani possano usufruire di parte dei patrimoni accumulati e realizzare meglio le proprie potenzialità. Un simile approccio, non sorprendentemente, costituirebbe per l'industria del private banking un'occasione importantissima, in quanto essa andrebbe a giocare un ruolo fondamentale in questa transizione.

In definitiva, oggi i grandi blocchi del mondo sembrano meno intenzionati a cooperare fra loro: ciascuno deve affrontare sfide enormi, alcune in comune con i rivali e altre, invece, specifiche. Il tutto in un quadro in cui l'economia rischia di diventare strutturalmente sempre più piatta a causa del baby bust globale. Perciò qualsiasi tecnologia che promette di dare una significativa spinta alla produttività diventa cruciale. Finora gli Stati Uniti sembrano avere cavalcato meglio di altri il nuovo cavallo vincente. Siamo però ancora agli albori dell'era dell'intelligenza artificiale: il futuro è ancora tutto da scrivere.

Crescita a doppia cifra per il biotech

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

Il mercato biotech comprende la produzione di prodotti e servizi basati su organismi viventi e sui loro processi. Attualmente il valore del settore è stimato in circa 1,7 trilioni di dollari con un Cagr di quasi il 14% tra il 2024 e il 2030. Il fatturato mondiale nel 2030 è previsto a oltre 3,8 trilioni di dollari.

I driver sono molteplici: da un lato, ci sono la crescente domanda di farmaci innovativi e di terapie personalizzate, alimentata anche dall'invecchiamento della popolazione, dall'altro, l'aumento degli investimenti in ricerca e sviluppo da parte di governi e aziende private.

Sulla base delle applicazioni, il mercato biotech mostra una netta prevalenza del comparto legato alla salute (oltre il 50% nel 2023) grazie alla produzione di farmaci biologici, dispositivi diagnostici, terapie cellulari e geniche. Seguono l'agroalimentare, dove le biotecnologie vengono impiegate per migliorare la resa delle colture, la resistenza alle malattie e la qualità nutrizionale dei prodotti, e il segmento industriale, con lo sviluppo di enzimi, biomateriali e biocombustibili per processi produttivi più sostenibili.

Anche in Italia il mercato biotech è in crescita, con oltre 800 imprese e 13.700 addetti, che nel 2022 hanno generato un fatturato superiore a 13 miliardi di euro. Il nostro Paese presenta diverse opportunità di sviluppo

in questo settore, grazie all'eccellenza della ricerca e alla presenza di un ecosistema di startup e Pmi dinamico.

Tuttavia, le biotecnologie non sono esenti da sfide, tra le quali l'alto rischio e i lunghi tempi di sviluppo per i nuovi prodotti, la complessità della regolamentazione, la concorrenza elevata e l'accesso al capitale. Per questo motivo, gli investimenti in tale segmento devono essere attentamente valutati, considerando, sia i potenziali alti rendimenti, sia i rischi associati.

ANALISI SWOT

Punti di forza

- **Alta domanda di prodotti e servizi innovativi** - La crescente incidenza di malattie croniche, l'invecchiamento della popolazione e la richiesta di terapie personalizzate alimentano una forte richiesta di soluzioni biotech in ambito medico, agricolo e industriale.

- **Rapidi progressi tecnologici** - Le nuove tecnologie, come la biologia sintetica, l'ingegneria genetica e l'intelligenza artificiale, aprono nuove frontiere per lo sviluppo di prodotti e processi biotech più efficaci e sostenibili.

- **Investimenti in crescita** - Governi e aziende private stanno aumentando gli in-

vestimenti in ricerca e sviluppo nel biotech, riconoscendone l'elevato potenziale.

- **Elevato potenziale di rendimento.**
- **Presenza di un ecosistema dinamico** - In molti paesi, tra i quali l'Italia, si sta sviluppando un ecosistema biotech dinamico composto da startup, Pmi, università e centri di ricerca, che favoriscono la collaborazione e l'innovazione.

Debolezze

- **Alto rischio e tempi di sviluppo lunghi** - Lo sviluppo di nuovi prodotti è un processo costoso, rischioso e che richiede tempi lunghi, con elevati tassi di fallimento e una forte incertezza sul ritorno degli investimenti.
- **Regolamentazione complessa** - Il settore biotech è soggetto a normative rigorose e complesse, che possono ostacolare l'ingresso di nuove aziende, allungare i tempi di approvazione dei prodotti e aumentare i costi.
- **Concorrenza elevata** - Il mercato è altamente competitivo, con numerosi attori già consolidati e l'ingresso frequente di nuove startup, che rendono difficile differenziarsi e conquistare quote di mercato.
- **Accesso al capitale limitato** - Non tutte le aziende biotech hanno accesso al capitale necessario per finanziare la ricerca, lo sviluppo e la commercializzazione dei loro prodotti, ostacolandone la crescita.
- **Scarsa percezione pubblica** - In alcuni casi, la percezione pubblica delle biotecnologie può essere negativa, a causa di preoccupazioni etiche o di una scarsa conoscenza dei benefici offerti da questo settore.

Opportunità

- **Espansione in nuovi mercati** - L'emergere di nuovi mercati in paesi in via di sviluppo, con una crescente domanda di prodotti biotech, rappresenta un'importante opportunità di espansione per le aziende del settore.
- **Sviluppo di nuovi prodotti e applicazioni** - Le continue innovazioni tecnologiche aprono nuove possibilità per lo sviluppo di prodotti e applicazioni biotech in settori come la medicina personalizzata, l'agricoltura sostenibile e la bioremediation.
- **Collaborazioni strategiche** - Le collaborazioni tra aziende biotecnologiche, università e centri di ricerca possono acce-

FIG.1 - SEGMENTAZIONE GEOGRAFICA DEL MERCATO BIOTECH NEL 2023

Mercato delle biotecnologie

Trends, by Region, 2024-2030

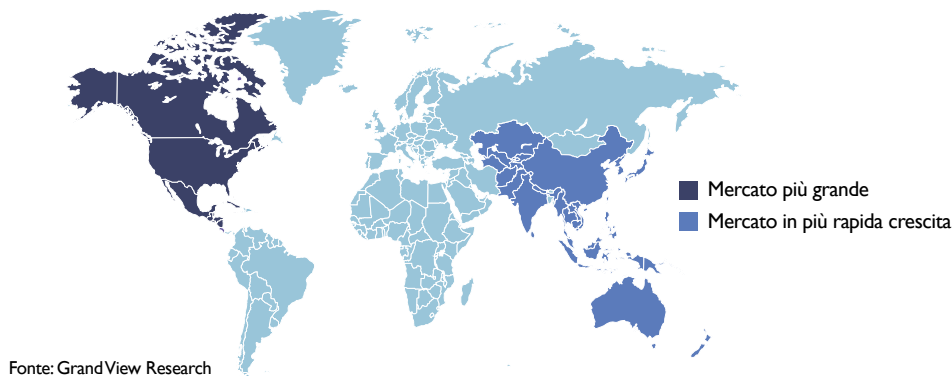


FIG.2 - SEGMENTAZIONE DEL MERCATO BIOTECH NEL 2023 PER APPLICAZIONI

Mercato globale delle biotecnologie

Share, by application, 2023 (%)

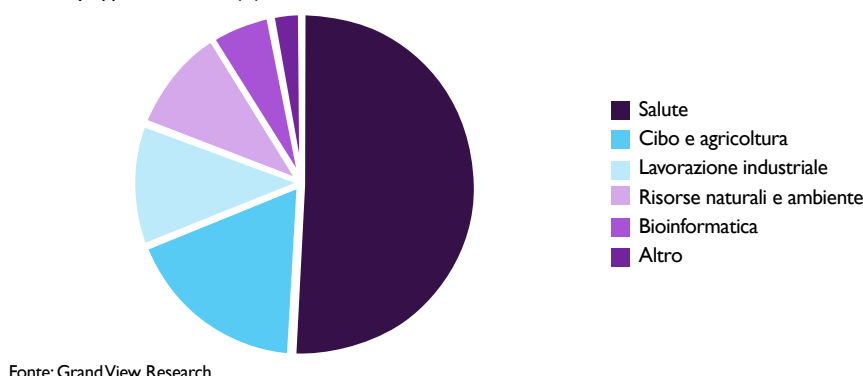
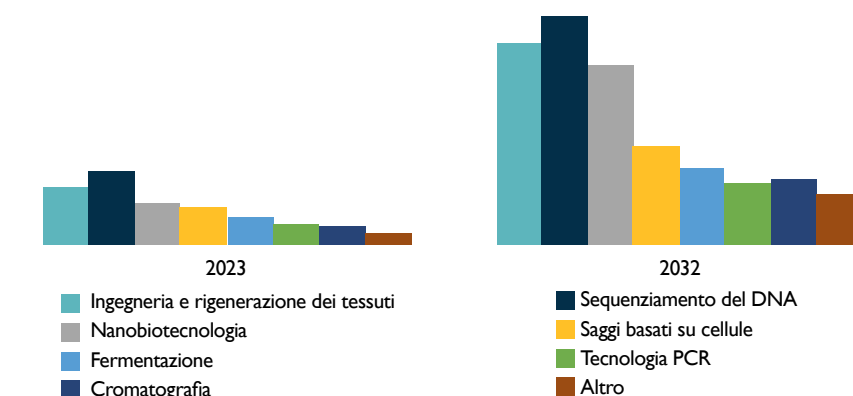


FIG.3 - SVILUPPO DEL MERCATO BIOTECH PER TECNOLOGIE

Mercato delle biotecnologie: dinamiche tecnologiche (USD trillion)



lerare lo sviluppo di nuove tecnologie e prodotti, favorendo la condivisione di risorse e competenze.

- **Acquisizioni e fusioni** - Le acquisizioni e fusioni tra imprese possono creare sinergie e rafforzare la competitività, accelerando la crescita e l'innovazione.
- **Maggiore sostegno governativo** -

Un maggiore sostegno da parte degli stati tramite incentivi fiscali, finanziamenti pubblici e programmi di ricerca può favorire lo sviluppo delle biotecnologie e accelerarne l'adozione.

Minacce

- **Cambiamenti normativi** - Modifi-

che alle normative che regolano il settore, come l'inasprimento dei requisiti di approvazione o l'introduzione di nuove restrizioni, potrebbero ostacolare l'attività delle società e aumentare i costi.

- **Crisi economiche** - Le crisi economiche globali rischiano di ridurre gli investimenti in questo ambito e rallentare la domanda di prodotti e servizi, creando difficoltà finanziarie per le aziende.

- **Concorrenza da parte di tecnologie alternative** - L'emergere di tecnologie alternative, che offrano soluzioni simili a quelle biotech, potrebbe sottrarre quote di mercato.

- **Proprietà intellettuale** - La tutela della proprietà intellettuale è fondamentale per il successo delle imprese e le controversie sui brevetti e la concorrenza sleale rappresentano una minaccia significativa.

- **Preoccupazioni etiche** - Le preoccupazioni etiche legate all'utilizzo delle biotecnologie, come la manipolazione genetica o l'impatto ambientale, potrebbero danneggiare la reputazione dell'intero settore e ostacolare la sua crescita.

Esposizione al rischio geopolitico

Il mercato biotech non è immune ai rischi geopolitici, che possono manifestarsi in diverse forme e avere un impatto significativo sulle imprese e sugli investitori. Alcune delle principali minacce geopolitiche riguardano gli aspetti di seguito riportati.

- **Instabilità politica e conflitti** - L'instabilità politica, i conflitti regionali e le guerre possono interrompere le catene di approvvigionamento, ostacolare la collaborazione internazionale e creare un clima di incertezza che scoraggia gli investimenti.

- **Tensioni commerciali** - Le tensioni commerciali tra nazioni, come dazi e altre barriere, possono aumentare i costi di importazione ed esportazione per le aziende biotech, ostacolando il commercio internazionale e l'accesso a nuovi mercati.

- **Nazionalismo e protezionismo** - L'aumento di tendenze nazionaliste e protezioniste in alcuni paesi potrebbe portare a restrizioni sugli investimenti stranieri, limitare l'accesso alle tecnologie e ai talenti stranieri e ostacolare la collaborazione globale.

- **Regolamentazione variabile** - Le diverse normative e gli standard di approvazione dei prodotti biotech nei vari paesi

possono creare ostacoli al commercio internazionale e aumentare i costi per le società che desiderano espandere il proprio mercato a livello globale.

- **Proprietà intellettuale e cybersecurity** - La protezione della proprietà intellettuale è fondamentale per il successo delle società biotech, ma le minacce informatiche e lo spionaggio industriale possono mettere a rischio i segreti aziendali e ostacolare l'innovazione.

- **Rischi specifici legati ai singoli paesi** - Oltre a queste minacce generali, le imprese biotech devono anche tenere conto dei problemi legati ai singoli paesi in cui operano. Ad esempio, il pericolo di esproprio o nazionalizzazione delle attività è più elevato in alcuni stati con regimi politici instabili, mentre altri potrebbero avere normative più stringenti in materia di biosicurezza o sperimentazione animale.

SCENARI DI SVILUPPO

Crescita esplosiva (alta probabilità)

In questo scenario, il mercato biotech potrebbe raggiungere un valore di diversi trilioni di dollari entro i prossimi decenni. Questi i fattori trainanti.

- **Domanda in aumento** - La crescente domanda di soluzioni innovative per le grandi sfide globali, come la salute, l'alimentazione e la sostenibilità, alimenterà una forte crescita della richiesta di prodotti e servizi biotech.

- **Innovazioni tecnologiche** - I progressi rapidi in tecnologie come la biologia sintetica, l'ingegneria genetica e l'intelligenza artificiale porteranno allo sviluppo di nuovi prodotti e applicazioni rivoluzionarie.

- **Investimenti in crescita** - Governi e aziende private continueranno ad aumentare gli investimenti in ricerca e sviluppo nel settore biotech, riconoscendone il potenziale per migliorare la qualità della vita e affrontare le grandi sfide globali.

- **Collaborazione internazionale** - La collaborazione tra aziende, università e centri di ricerca nel mondo accelererà lo sviluppo di nuove tecnologie e prodotti e favorirà la condivisione di risorse e competenze.

Crescita moderata (media probabilità)

In questo scenario, il mercato biotech con-

tinuerebbe a crescere a un ritmo moderato, trainato dalla domanda in aumento di prodotti e servizi esistenti e dallo sviluppo graduale di nuove tecnologie. Questi i fattori chiave.

- **Domanda costante** - La domanda di prodotti e servizi biotech esistenti continuerà a crescere, ma a un ritmo più lento rispetto allo scenario di crescita esplosiva.

- **Sviluppo graduale di nuove tecnologie** - Le nuove tecnologie emergeranno gradualmente, ma il loro impatto sul mercato potrebbe essere più limitato rispetto allo scenario di crescita esplosiva.

- **Investimenti stabili** - Gli investimenti in ricerca e sviluppo nel settore saliranno ancora, ma a un ritmo più lento rispetto allo scenario di crescita esplosiva.

- **Collaborazione internazionale** - La collaborazione internazionale continuerà a svolgere un ruolo importante nello sviluppo di questo segmento, ma potrebbe essere ostacolata da tensioni geopolitiche e protezionismo.

Crescita stagnante (bassa probabilità)

In questo scenario, la crescita del mercato biotech rallenta o si arresta, per una serie di cause.

- **Domanda stagnante** - La domanda di prodotti e servizi biotech potrebbe diminuire a causa di fattori come l'emergere di tecnologie alternative, l'aumento dei costi o la mancanza di fiducia del pubblico.

- **Sviluppo tecnologico limitato** - L'innovazione tecnologica nel settore biotech potrebbe rallentare, ostacolando lo sviluppo di nuovi prodotti e applicazioni rivoluzionarie.

- **Riduzione degli investimenti** - Gli investimenti in ricerca e sviluppo potrebbero diminuire a causa di fattori economici o di una perdita di fiducia nel potenziale del settore.

- **Aumento delle barriere commerciali** - L'aumento delle barriere commerciali e del protezionismo potrebbe ostacolare il commercio internazionale di prodotti e servizi biotech.

- **Preoccupazioni etiche** - Le preoccupazioni etiche legate all'utilizzo delle biotecnologie potrebbero intensificarsi, ostacolando in questo modo l'adozione di nuove tecnologie e prodotti.

Innovation o revolution?

Comprare o vendere? Domanda difficile, come tante altre delle 35 mila decisioni che prendiamo mediamente ogni giorno. Ogni persona, quando fa una scelta, va in una precisa direzione: “verso qualcosa” che si trova nel futuro. Certamente, la risposta peggiore sarebbe la non scelta, che è comunque una decisione: rinunciare al libero arbitrio, con conseguenze potenzialmente rilevanti sulla vita personale e professionale. Ma qual è il modo per prendere la migliore risoluzione possibile?

Quando decidiamo, andiamo verso qualcosa, attratti dal nuovo, da obiettivi da raggiungere; è un’attitudine radicata nell’essere umano che non può quindi prescindere dalla previsione del futuro, perché la scelta può comportare rischi e sfide, richiede talvolta coraggio, determinazione e volontà di affrontare difficoltà, ma anche metodi che gli strumenti dotati di potenza computazionale possono rafforzare con successo.

Max Planck ricorda che una nuova verità scientifica non trionfa perché convince i suoi oppositori, ma piuttosto perché i suoi oppositori alla fine muoiono e vengono sostituiti da una nuova generazione cui i nuovi concetti sono naturalmente familiari. Oggi, però, la velocità del progresso scientifico e tecnico è tale da non lasciare, né spazio, né

tanto meno tempo a un’intera generazione di essere sostituita da un’altra, poiché l’adozione di nuovi strumenti è continua.

In Italia, per il bene del Paese e del suo indotto, ancora troppo pochi sono i dirigenti che hanno coscienza del fatto che il famoso “Test di Turing” è stato superato. Alan Turing aveva previsto nel 1950 che entro il 2000 le macchine sarebbero state in grado, attraverso una conversazione via chat, di fare credere a un umano di comunicare con un altro umano, quando in realtà stava parlando con un computer. Attualmente, le capacità dell’intelligenza artificiale (Ai) confermano le previsioni di Turing: la potenza computazionale, abbinata a ingenti quantità di dati e programmati secondo opportuni algoritmi, produce risultati a dir poco spettacolari e particolarmente utili.

L’Ai è una realtà efficace a patto di integrarla nella propria produzione di valore, senza perdersi in diatribe banali su presunti rischi secondo i quali questa tecnologia potrebbe rimpiazzare l’uomo. È ovvio che il progresso permette di sgravare di alcuni compiti le persone, per dare la facoltà a loro di dedicarsi ad altro con più alto valore aggiunto. È successo nel passato: la macchina a vapore ha sostituito lavori faticosi e pericolosi, la calcolatrice ha permesso alle funzioni con-

tabili e alla finanza di sprecare meno tempo in calcoli a mano fastidiosi e ripetitivi, per concentrarsi maggiormente su strategie di efficientamento. La stessa cosa vale per l'Ai, in merito alla quale il tema essenziale non è “come regolamentarla” o “come contenerne i rischi”, bensì capire come possa essere utile agli esseri umani, ai loro obiettivi di vita e alle loro imprese.

UN TERMINE GENERICO

Tuttavia, prima di adottare questa tecnologia per assumere decisioni migliori, è utile capire di che cosa stiamo parlando. La parola intelligenza artificiale è un termine generico che non precisa alcunché. È importante, di conseguenza, fare diverse distinzioni per capire di che cosa si tratta. All'interno dell'Ai ci sono tre concetti distinti: l'Ai procedurale, quella generativa e il machine learning, ognuno con le sue specificità e applicazioni.

- Il **machine learning** (ML) è un sottoinsieme dell'Ai che utilizza algoritmi per imparare da grandi quantità di dati a riconoscere modelli potenzialmente ricorrenti e migliorare quindi prestazioni che richiedono azioni ripetitive, quali, ad esempio, classificare automaticamente dati non strutturati.

- L'**Ai generativa** nasce dall'idea di fare

dialogare due sistemi di machine learning tra loro, per fare emergere dagli scambi dei contenuti non pre-programmati, né previsti, considerati quindi creativi, quali ad esempio foto realistiche di essere umani che non esistono in realtà.

- La **generazione procedurale** è una derivazione dal ML e consente la creazione di contenuti digitali su larga scala e in grandi quantità, in modo automatizzato e seguendo un insieme di regole definite, come, per esempio, la creazione di un mondo virtuale coerente in ambito cinematografico.

TECNICAMENTE INETTE

Da questa descrizione è possibile dedurre che né il ML, né la generazione procedurale o l'Ai generativa sono utili a prendere decisioni, perché tecnicamente inette a prevedere il futuro. In altre parole, non sarebbero in grado di rispondere alla domanda “quali saranno gli andamenti di prezzo sulle commodity tra due giorni?”. Occorre precisare che fare un uso improprio di uno strumento non squalifica lo strumento in sé, ma solo chi lo usa. Usare un martello su una vite non dimostra la superiorità del cacciavite sul martello. La stessa cosa avviene con l'Ai generativa o il ML, che seppure ottimi strumenti per svolgere il lavoro per cui sono stati creati, portano fuori rotta se applicati

in ambiti predittivi. Il motivo è semplice: l'Ai generativa, il ML e la generazione procedurale si nutrono di dati di serie storiche del passato che, in una realtà in permanente accelerazione del cambiamento, dicono sempre meno del mondo che verrà.

UNO STRUMENTO PER DECIDERE

In sintesi, mentre il machine learning si concentra sull'apprendimento da dati per migliorare le prestazioni in compiti specifici, l'Ai generativa punta alla creazione di nuovi contenuti originali e la generazione procedurale si basa su regole o procedure per estendere compiti in modo controllato e prevedibile. In pratica questi tipi di Ai sono bravi a prevedere ciò che accadrà solo quando il futuro si rivela stabile in confronto al passato.

L'Ai predittiva, invece, è utile per ottenere previsioni di scenario, di andamento economico o di prezzi di asset nel futuro. Uno strumento tecnologico di aiuto alla decisione.

COME FUNZIONA?

L'Ai predittiva di ultima generazione usa grandi quantità di dati vivi del presente e non serie storiche. Essa guarda a ciò che accade più che a ciò che è accaduto, creando un'inferenza da un solo “scatto fotografico” del presente: una singola osservazione che contiene una grandissima quantità di dati in



svariati ambiti. Le Ai predittive, dette “biomimetiche”, protraggono da quella foto il modello previsionale più consono alla situazione mutevole del presente.

Ci sono essenzialmente due tipi di situazioni nel mondo: quelle che convergono naturalmente verso un valore e quelle che non lo fanno. Nella prima categoria rientra-

no le situazioni che vengono definite secondo una distribuzione “normale”, come ad esempio l’aspettativa di vita (vedi la seconda riga dei grafici dell’illustrazione: a sinistra il tipo di distribuzione e a destra il modello predittivo). Ma la realtà non corrisponde sempre a una distribuzione “normale”, cioè di tipo gaussiano.

Se invece si facesse un grafico del numero di film in base al loro incasso, non si otterrebbe nulla di lontanamente simile a una curva detta di Gauss, ma una particolare curva chiamata legge di potenza (vedi la prima riga dei grafici nell’illustrazione). La finanza è anch’essa un ambito che rientra in questa categoria; quando, ad esempio, si vuole prevedere andamenti evolutivi sulla ricchezza o i redditi delle persone si otterrebbe un modello uguale a quello dei film per incasso.

In una distribuzione normale, gli eventi più inaspettati, nei quali rientrano i cosiddetti “cigni neri”, sono quelli che avvengono anche molto prima di avere raggiunto un andamento medio, proprio perché ci si aspetta statisticamente che raggiungano la media. In questo modello, dopo un certo lasso di tempo, non vigono più eventi inaspettati. In sintesi, più li aspettiamo, più ce li aspettiamo, e più a lungo si verificano, più ci si può aspettare che continuino.

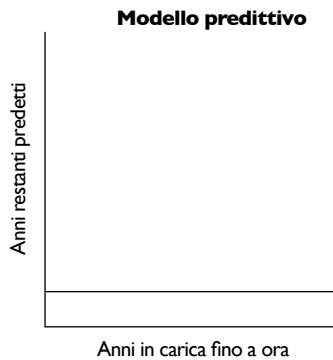
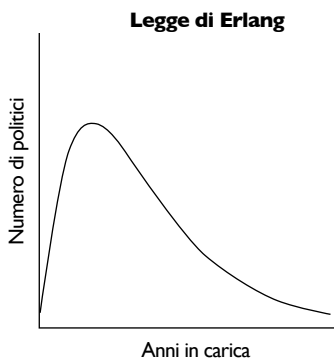
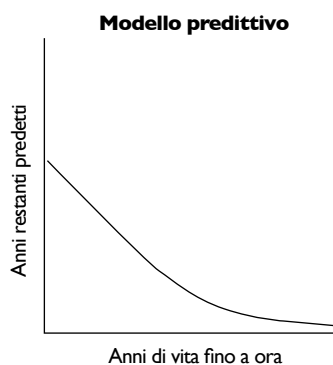
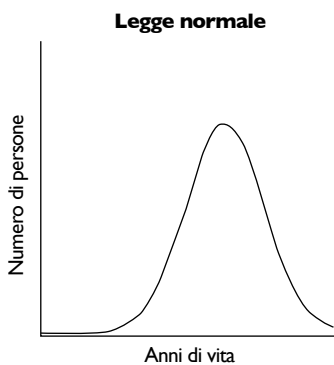
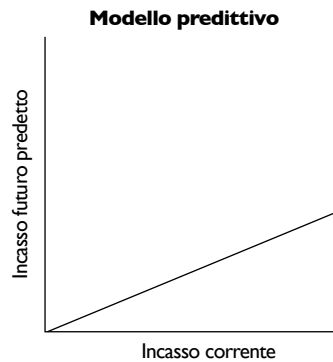
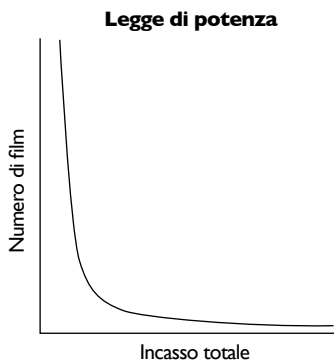
Un evento di tipo legge di potenza, invece, è tanto più sorprendente quanto più a lungo è stato atteso.

Tra questi due modelli precedenti, esistono fenomeni i cui trend di evoluzione non si modificano nel tempo semplicemente perché sono invariati.

Esiste, infine, il modello predittivo di Erlang per eventi fortemente non-correlati o indipendenti, come ad esempio il decadimento radioattivo o le previsioni sulla durata della permanenza dei politici alla Camera dei rappresentanti. In una distribuzione Erlang, per definizione gli eventi non sono mai più o meno sorprendenti, indipendentemente dal momento in cui si verificano.

Il modo per prendere migliori decisioni è disporre di precise previsioni, il che significa essere accuratamente informati sulla natura dei modelli evolutivi delle cose che si stanno prevedendo. In tutto ciò, l’Ai predittiva si dimostra uno strumento vincente per la sua capacità di cogliere il modello adeguato in funzione delle circostanze, per applicarlo e per fornirci indicazioni numeriche precise che ci mettano in grado di prendere decisioni arricchite.

DISTRIBUZIONE NORMALE VS. MODELLO PREDITTIVO



Fonte: KELONY®



Prevedere non è scommettere

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

Ratae Corieltauvorum dice poco a tutti. Fu un'importante città romana, sorta attorno al 44 d.C. su un precedente sito dei britanni nel centro dell'Inghilterra e divenne presto il principale presidio militare della regione, le cui possenti mura sono giunte fino a noi. Alla fine del IX secolo si trasformò in Ligo-ra-ceastre (dall'antico *castrum* romano), per poi divenire in epoca più recente Leicester, capoluogo dell'omonima contea.

Ma la cittadina inglese è universalmente nota soprattutto per la straordinaria impresa sportiva della sua squadra di calcio, che vinse inaspettatamente nella stagione 2015-2016 la Premier League, il principale campionato inglese, con una squadra sulla carta da metà classifica, assemblando molti gregari, qualche futuro campione, un allenatore italiano ultrasessantenne e un presidente thailandese dal cognome impronunciabile: Raksriaksorn.

IL MIRACOLO LEICESTER

A inizio competizione, per nove esperti su undici interpellati dal giornale Guardian, la squadra era destinata alla retrocessione. I bookmaker britannici, le cui tradizioni risalgono a metà del '700, abituati ad ac-

ettare scommesse su (quasi) tutti i tipi di avvenimenti, alcuni dei quali piuttosto insoliti, quotavano la vittoria del campionato da parte del Leicester 5.000 contro uno! Meno improbabili, nella storia, erano stati considerati il fatto che Elvis Presley fosse ancora vivo (2.000 a uno), lo sbarco di alieni durante le Olimpiadi di Londra del 2012 (1.000 a uno), la nascita di tre gemelli ai principi William e Kate (idem) e l'immane scoperta del celeberrimo mostro di Lochness, quotata 500 a uno.

Sembrava la vittoria più inverosimile di sempre, eppure ci fu un manipolo di temerari che scommise sul successo delle Foxes, come vengono chiamati i calciatori della squadra, che ha nello stemma, appunto, una volpe. Sono talmente pochi che ne conosciamo in molti casi i nomi grazie alla stampa dell'epoca. Karishma Kapoor, che aveva scommesso due sterline, il falegname Leigh Herbert, che ne scommise cinque oppure John Moss, tifoso come il padre, che puntava ogni anno

un pound sulla vittoria della sua squadra. Più interessante, da un punto di vista della finanza comportamentale, la posizione

“ “ *La scommessa parte da pronostici contrastanti, in base ai quali chi ha ragione riceve a mo' di premio dalla controparte quanto era stato pattuito; la previsione, invece, è un'elaborazione su fatti futuri sulla base di congetture, indizi, dati, modelli* “ “

di John Pyke, il quale aveva puntato ben 20 sterline sulla squadra cittadina. A nove giornate dal termine del torneo e con la possibilità di vincerne ben 100.000, accettò la proposta del bookmaker presso cui aveva scommesso di incassarne subito 29.000, senza attendere l'ultima partita. La decisione suscitò scalpore Oltremarica, ma lui si difese dichiarando: «È stata una stagione folle, sarebbe da stupidi non accettare di prendere i soldi ora» e incassando così 1.450 volte la puntata iniziale!

* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

** Consulente finanziario iscritto all'Albo.

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



FABRIZIO PIROLLI
esperto di formazione bancaria
e assicurativa



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario

LA SAGGEZZA DELLA FOLLA

Chi erano questi soggetti? Non certo esperti del settore. Se si pensa che la propria squadra vincerà la prossima partita e ciò effettivamente accade, non è detto che automaticamente si sia dei buoni previsori; se poi si scommette che il proprio team vinca sempre, allora si è semplicemente dei tifosi! La scommessa parte da pronostici contrastanti, in base ai quali chi ha ragione riceve a mo' di premio dalla controparte quanto era stato pattuito; la previsione, invece, è un'elaborazione su fatti futuri sulla base di congetture, indizi, dati, modelli. Chi fa previsioni per mestiere è consapevole che esse possono essere affette da distorsioni cognitive e variabili sistematiche che ne influenzeranno i risultati.

Continuando l'analisi dei comportamenti di massa iniziata su questa rivista qualche numero fa, esploriamo, questa volta, la "saggezza della folla". Quando si interpellano gli esperti, per esempio alcuni analisti finanziari sull'andamento futuro di un titolo quotato, utilizzando la media semplice delle loro

previsioni si ottiene spesso un risultato più accurato della maggior parte, (a volte perfino di tutte) delle predizioni singole, perché vengono eliminati automaticamente, sia i picchi positivi, sia quelli negativi: è il famoso "consensus". A volte, invece, si ricorre a una "folla selezionata", composta da individui che abbiano una storia di giudizi accurati, e li si coinvolge in una sorta di competizione spingendoli a scommettere, con incentivi economici, sugli esiti di una campagna elettorale. Oppure, come è drammaticamente attuale oggi, sulla risoluzione di conflitti internazionali. Questa tecnica è chiamata "mercato di previsione" e mira a fornire anticipazioni il più possibile accurate sulla base delle informazioni esistenti; non va confusa con i sondaggi, il cui scopo è un quadro rappresentativo dell'opinione generale.

Un altro modello con cui si cerca di estrarre il meglio dalla "folla" è il metodo Delphi, un approccio strutturato e iterativo utilizzato per raccogliere intuizioni e opinioni da un gruppo di esperti per raggiungere uniformità di vedute su un argomento specifico. Nella sua versione classica, comporta una serie di round in cui i singoli partecipanti sottopongono le loro stime a un moderatore, senza sapere chi siano gli altri soggetti coinvolti. In ogni round successivo si motivano le proprie stime e si reagisce alle motivazioni fornite dagli altri, sempre in forma anonima. Questa tecnica sfrutta, sia l'aggregazione, sia l'apprendimento collettivo, e viene usata per ipotizzare scenari futuri, rischi od opportunità potenziali, indicare tendenze, analizzare mercati; è stata molto utilizzata nella recente pandemia di Covid 19. Il suo limite: è un processo lungo, costoso e che richiede capacità di ricerca ed elaborazione delle risposte.

DIVENTARE "SUPERPREVISORI"

Ma il lavoro forse più innovativo sulla qualità delle previsioni è stato avviato più di dieci anni fa da tre noti scienziati comportamentali, Philip Tetlock, Barbara Mellers e Don Moore, che hanno fondato il Good Judgment Project, un gruppo il cui scopo è comprendere meglio le previsioni e, soprattutto, capire perché alcuni riescano a effettuarle così bene. Fedeli al loro motto, che è «sfruttare la saggezza della folla per prevedere gli eventi mondiali», gli studiosi hanno selezionato decine di migliaia di volontari non tra esperti e specialisti, bensì tra persone comuni di ogni estrazione sociale cui sono state rivolte domande estremamen-

te generiche, dai contorni molto ampi e su eventi globali. Consapevoli che in un largo numero di casi il successo delle previsioni può essere frutto del caso o della fortuna, per migliorarne la leggibilità hanno chiesto loro, non tanto di schierarsi («Accadrà/Non accadrà»), quanto di formulare una previsione in termini probabilistici («È probabile al 70% che un evento accadrà»).

Studiando i risultati dei migliori previsori, cioè coloro che ne hanno centrati il maggiore numero in termini percentuali, hanno definito il loro livello come "calibratura", che è il primo requisito per una buona previsione. Non contenti di ciò, hanno anche consentito loro di affinare, nel corso degli anni, le loro previsioni iniziali, eventualmente anche modificandole, via via che emergevano nuovi elementi determinanti, come è stato nel caso della Brexit prima del 2019. In questo modo i partecipanti sono stati incentivati a monitorare costantemente le notizie e ad aggiornare continuamente le loro stime. Infine, per misurare la distanza tra quanto una persona prevede e quanto accade nella realtà hanno usato una scala per misurarne la "risoluzione", cioè l'accuratezza. Alla fine di questa scrematura sono rimasti soltanto coloro le cui previsioni avevano, sia un ottimo grado di calibratura, sia di risoluzione.

Vi meraviglierebbe sapere che questi "superprevisori" sono all'incirca il 2% di tutti i partecipanti al progetto? E che, stando a quanto riporta lo stesso Tetlock, questo gruppo scelto ha dato risultati decisamente migliori della media degli analisti dell'intelligence, che pure disponevano di intercettazioni e documenti segreti? Ma quali sono le caratteristiche peculiari di questi individui? Non sono necessariamente tra coloro che hanno i migliori risultati nei test di intelligence. Essi mostrano, invece, un'elevata capacità di strutturare e disaggregare i problemi, chiedendosi piuttosto che cosa dovrebbe o non dovrebbe accadere perché una situazione si verifichi o meno. Inoltre, tendono a interrogarsi con quale frequenza in passato eventi simili si siano verificati e ne tengono conto nelle loro valutazioni. Infine, come sottolineato, mantengono aggiornate le loro previsioni. Insomma, pensano in maniera circolare: tentativo, fallimento, analisi, correzione, nuovo tentativo. D'altronde essere flessibili, in certi campi, è una dote. Come sosteneva John Maynard Keynes: «Quando cambiano i fatti, io cambio idea. E voi?».

LA NUOVA CLASSIFICAZIONE MIFID DEGLI ENTI PREVIDENZIALI

Un po' di chiarezza e qualche ombra

di **Ludovica D'Ostuni**, Zitiello Associati



Il 12 marzo scorso è stata pubblicata la legge 5 marzo 2024 n. 21, recante interventi a sostegno della competitività dei capitali, che ha introdotto, tra le altre, una serie di modifiche al Testo Unico della Finanza. L'art. 15 della legge è intervenuto, infatti, sull'art. 6, comma 2, quater n. 1 del Testo Unico della Finanza, che individua le "controparti qualificate" ai fini Mifid, aggiungendo al novero dei soggetti già indicati (Sim, banche, imprese di assicurazione, Oicr, intermediari finanziari, istituti di moneta elettronica, fondazioni bancarie, governi nazionali, banche centrali, fondi pensione) anche gli enti previdenziali privati e privatizzati, quali, ad esempio, le casse dei liberi professionisti, sulla cui corretta classificazione ai fini Mifid si era registrata molta incertezza.

Mentre, infatti, i fondi pensione venivano menzionati tra le controparti qualificate e i clienti professionali di diritto, nessuna disposizione era dedicata a questa diversa tipologia di enti previdenziali.

Non vi erano, inoltre, indicazioni interpretative univoche della Consob: un riferimento alla tematica si trovava in un'audizione della commissaria Anna Genovese risalente al 2015, dove si accennava alla possibilità che le casse previdenziali potessero rientrare tra i clienti professionali di diritto e, in particolare, tra gli «investitori la cui attività principale è investire in strumenti finanziari», menzionati nell'Allegato 3 al Regolamento Intermediari Consob. Per contro la stessa autorità, in precedenza, negli esiti della pubblica consultazione sul Regolamento Intermediari n. 16190/2007 (attuativo di Mifid 1) aveva affermato che tali enti dovessero essere classificati, se in possesso dei relativi requisiti, come «clienti professionali su richiesta».

I CLIENTI PROFESSIONALI SU RICHIESTA

A ciò si aggiungeva poi l'inclusione di questi soggetti nell'Elenco delle pubbliche amministrazioni pubblicato dall'Istat: vi era, quindi, il dubbio se come «clienti professionali su richiesta» questi enti dovessero farsi rientrare tra i clienti professionali pubblici di cui al decreto del Mef dell'11/11/2011 n. 236 o tra quelli privati disciplinati dal Regolamento Intermediari Consob.

Del tema si era occupato anche il Quaderno Verde del Mef "La

“ L'art. 15 della legge è intervenuto, infatti, sull'art. 6, comma 2, quater n. 1 del Testo Unico della Finanza, che individua le “controparti qualificate” ai fini Mifid, aggiungendo al novero dei soggetti già indicati (...) anche gli enti previdenziali privati e privatizzati, quali, ad esempio, le casse dei liberi professionisti, sulla cui corretta classificazione ai fini Mifid si era registrata molta incertezza ”

competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”, dove il Ministero aveva considerato meritevole di approfondimento l'opportunità di includere gli enti previdenziali privati e privatizzati tra i clienti professionali di diritto privato con lo scopo di evitare a tali soggetti – e alle controparti con cui interagiscono – procedure e costi connessi alla necessità di vedersi riconosciuti come “clienti professionali su richiesta”. Il Mef aveva rilevato la possibilità di includere gli enti nell'elenco delle controparti qualificate accanto ai fondi pensione e alle società di gestione di tali fondi o di modificare l'Allegato 3, Punto (1), del Regolamento Intermediari Consob, includendo le casse di previdenza nella lettera f), accanto ai fondi pensione, ovvero con un intervento interpretativo da parte della Consob, anche tramite Q&A.

La modifica introdotta dalla legge n. 21/2024 ha quindi apportato chiarezza sul tema, riconoscendo peraltro in via definitiva le conoscenze e le esperienze di mercato che contraddistinguono questi enti, tanto da classificarli tra i soggetti che la Mifid ritiene in assoluto meno bisognosi di tutela.



Manca, però, ancora un tassello per consentire agli operatori di beneficiare in modo ampio delle semplificazioni che discendono dalla scelta legislativa.

UN INTERVENTO AUSPICABILE

La categoria delle controparti qualificate, infatti, non è rilevante per servizi quali la consulenza in materia di investimenti o la gestione di portafogli, né lo è nell'ottica delle esenzioni dall'obbligo di prospetto (e consegna del Kid degli Ibips): in questi ambiti rileva la (diversa) categoria dei clienti professionali definita a livello comunitario e disciplinata nel Regolamento Consob sugli Intermediari e in cui non si menzionano, almeno esplicitamente, gli enti previdenziali in parola.

Allo stato, quindi, tali soggetti sono controparti qualificate eppure non rientrano nel novero dei clienti professionali di diritto. Ne consegue che per gli ambiti in cui non rileva la classificazione come controparte qualificata gli intermediari dovrebbero in ogni caso ricorrere alla procedura di classificazione come clienti professionali su richiesta, che il legislatore ha ritenuto eccessivamente gravosa.

Alla luce delle motivazioni dell'intervento legislativo e della natura è però certamente auspicabile un intervento di natura interpretativa che consenta, senza alcuna residua incertezza, di ricondurre questi soggetti a una delle categorie di clienti professionali menzionati nell'Allegato 3 del Regolamento Consob sugli Intermediari.



BANCA
GENERALI
PRIVATE



MESSENGER

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.



PWM | The Banker

GLOBAL PRIVATE
BANKING AWARDS
2023

WINNER

Best Private Bank in Italy



CONSULENTI & RETI



«Con “Team Cf” la banca dà la possibilità ai consulenti finanziari di costituire due differenti tipologie di team. Il primo è il Team partnership, attivabile in caso di collaborazione tra due advisor di media o alta esperienza nella gestione del portafoglio clienti, che mette a fattor comune le professionalità e le competenze dei due cf. Questa soluzione è particolarmente apprezzata dai clienti più patrimonializzati per i quali è fondamentale l'assistenza da parte di un gruppo di professionisti con skill complementari e specifiche. Il secondo è il Team next generation, pensato, sia per la gestione di un efficace passaggio generazionale tra figure senior e junior, sia per avviare alla professione i giovani consulenti finanziari e per accelerarne il percorso di formazione... A un anno dal lancio, in Banca Widiba sono già stati costituiti oltre 120 team che coinvolgono il 20% dei professionisti della rete: questa adesione al progetto rappresenta un risultato straordinario»

NICOLA VISCANTI
head of advisors
Banca Widiba

Sempre più in team

a cura di **Alessandro Secciani**

Banca Widiba, nata come istituto di credito digitale all'interno del gruppo Montepaschi, proprio nel 2024 compie i 10 anni di attività ed è, di conseguenza, una delle realtà più giovani del mercato, sia come realtà bancaria (quasi) tradizionale, sia come rete di consulenti. Le logiche conseguenze di questa giovinezza sono diverse: innanzitutto gli investimenti in tecnologia sono stati fin da subito molto ampi e l'azienda ci tiene tuttora a essere all'avanguardia a livello di hi tech. Ma importanti sono anche i comportamenti, che risentono molto della mentalità di una banca che ha deciso di innovare con forza: l'operatività con la sola architettura aperta, la consulenza a parcella e la scelta di dare il massimo spazio ai team sono un chiaro esempio di questa visione.

Nicola Viscanti, da sei anni a capo dei 560 consulenti di **Banca Widiba**, nonostante una lunga carriera alle spalle, iniziata nel 1989 come consulente finanziario, fino a salire tutti i gradini della professione, ha guidato con il massimo entusiasmo la crescita della rete della quale è responsabile. E non si è trattato di un compito facile, visto tutto ciò che è successo degli ultimi quattro-cinque anni.

Innanzitutto, come sono andati per voi il difficilissimo 2023 e i primi mesi del 2024?

«Il 2023 ha rappresentato un altro anno di sviluppo strutturale per Banca Widiba, che prosegue il suo percorso incessante di crescita. L'efficacia del modello di business basato su digitale e consulenza finanziaria ha contribuito a raggiungere risultati significativi, a partire dalla raccolta commerciale che ha sfiorato i 10 miliardi, in aumento di oltre un miliardo sull'anno precedente. Nel 2023 le principali progettualità sono state dedicate prevalentemente all'ampliamento dell'offerta e all'implementazione della piattaforma proprietaria per i consulenti finanziari. Tra le più significative, vi sono sicuramente il lancio del programma "Team Cf" e la nuova funzionalità "Consulenza programmata". A ciò si aggiunge una crescita del servizio di consulenza globale, che rappresenta una risposta molto in linea con le necessità dei tempi. Oggi, infatti, è fondamentale considerare con uno sguardo a 360° tutti gli ambiti della pianificazione patrimoniale, con l'obiettivo di affiancare il cliente in modo olisti-



co. I segnali che ci arrivano dall'inizio del 2024 sono incoraggianti e permettono di guardare al futuro con ancora maggiore determinazione. La banca continuerà a focalizzarsi sulla crescita, anche in termini di recruiting di nuovi professionisti della consulenza, e sulla costante ricerca di eccellenza tecnologica per confermare il posizionamento di leadership in termini di innovazione, professionalità e capillarità della rete».

La grande corsa verso i Btp che si è registrata nell'ultimo anno, secondo voi ha una valenza positiva o è un fatto negativo, una moda, come dicono molti?

«Per identificare i fattori alla base di questa preferenza è essenziale allargare lo sguardo al quadro degli ultimi anni. Il 2020 è stato l'anno dell'emergenza sanitaria internazionale e, a livello finanziario, ha portato a un grande accumulo di

liquidità. A questo fenomeno è seguita una consistente ripresa economica nel 2021, che è stato l'anno migliore del risparmio gestito. Nel 2022 si è registrato il crollo dei mercati con una significativa discesa degli asset azionari e obbligazionari, fino ad arrivare al 2023, caratterizzato da un forte aumento dei tassi e dalla grande crescita del risparmio amministrato. Questo scenario ha sicuramente portato i risparmiatori italiani a interessarsi in misura crescente ai titoli di stato, che continuano a rappresentare un valido asset in una logica di diversificazione degli investimenti, sempre sulla base delle esigenze dei clienti e della tolleranza al rischio».

La consulenza a parcella, sulla quale voi state puntando molto, è riservata solamente al cliente private?

«La forte crescita della consulenza a parcella è figlia di quella consulenza globale nella quale abbiamo sempre creduto e che non è prerogativa solo di un profilo private. Banca Widiba vanta un'offerta a 360° che comprende un'ampia diversificazione del portafoglio con le migliori case internazionali. La consulenza a parcella non rappresenta una novità, anzi è da tempo presente nel modello di advisory di Banca Widiba ed è perfettamente compatibile con la struttura ad architettura aperta. Da alcuni anni, infatti, la banca ha messo a disposizione un modello basato, sia sulla consulenza a parcella, sia su quella tradizionale, proprio per permettere ai clienti di scegliere la soluzione che più si adatta alle loro esigenze. Lo abbiamo sempre considerato un approccio strategico, che parte dai bisogni e dal benessere del cliente e va nella direzione di una sempre maggiore trasparenza; abbiamo così creato le condizioni migliori affinché crescesse».

Che cos'è la vostra consulenza programmata?

«La "Consulenza programmata", introdotta lo scorso anno, rappresenta un'evoluzione del servizio di consulenza finanziaria di Banca Widiba all'interno della piattaforma proprietaria Wwise e consente di predefinire nel tempo le strategie di investimento con un approccio cross-asset e cross-comparto. Si tratta di una nuova funzionalità digitale che permette ai consulenti finanziari di efficientare la gestione

dei portafogli e al cliente di impostare una vera e propria strategia di costruzione e aggiustamento dell'allocation nel tempo, preimpostando alcune semplici regole e condizioni. Il tutto sempre rispettando il profilo di rischio e gli obiettivi di investimento pianificati inizialmente, in conformità con la normativa Mifid e i nuovi requisiti in materia di Esg. Il piano di investimento dei clienti di Banca Widiba può, quindi, essere trasformato gradualmente e con semplicità, in ingresso e in uscita, scegliendo tra tutta la gamma di fondi e sicav di qualsiasi gestore, ma anche il risparmio amministrato, con Etf, obbligazioni, azioni o conto deposito. A differenza di un piano di accumulo o di uno switch, le possibilità della "Consulenza programmata" non sono limitate all'interno dello stesso comparto o gestore, ma possono spaziare nella vasta offerta di prodotti di investimento secondo la logica distributiva ad architettura aperta che contraddistingue Banca Widiba».

La vostra banca ha puntato molto su una clientela giovane e offre condizioni particolarmente convenienti a coloro che hanno meno di 30 anni. Questa clientela è un buon serbatoio per voi consulenti? E soprattutto, trattandosi chiaramente di persone che non hanno ancora grandi risparmi, sono appetibili anche se vi danno poche migliaia di euro da gestire?

«Banca Widiba è nata 10 anni fa con due caratteristiche fondamentali che la rendono perfettamente al passo con le aspettative di oggi. Il suo Dna digitale rappresenta un elemento essenziale per rispondere alle esigenze dei giovani, ma non solo. Una buona gestione del patrimonio rappresenta uno strumento importantissimo per la costruzione del futuro e per perseguire i propri obiettivi di vita con l'aiuto di esperti della consulenza finanziaria. Quindi, come banca, l'obiettivo è mettere tutti i clienti, anche i più giovani, nelle migliori condizioni possibili per approcciare il proprio futuro patrimoniale. La connotazione e i processi interamente digitali rendono Banca Widiba sicuramente attrattiva per le nuove generazioni e l'anima tecnologica ha permesso di accogliere una clientela

di questa fascia anagrafica. Tuttavia, l'offerta completa sviluppata negli anni ha reso possibile alla banca di raggiungere più di 270 mila clienti con un'età media di 47 anni. I servizi di investimento sono oggi il core business e sono accessibili per tutti i clienti tramite i consulenti finanziari, che puntano a soddisfare i bisogni patrimoniali, finanziari e non finanziari. Questo posizionamento guarda al futuro e consente di calibrare l'offerta a seconda delle fasce d'età e dei patrimoni, permettendo anche di sostenere il relativo passaggio generazionale. Un modello di banca così costruito risulta altamente attrattivo anche per i professionisti che scelgono di intraprendere una carriera nella consulenza finanziaria. La crescita e la valorizzazione delle persone, siano questi professionisti junior o senior, è infatti fondamentale per Banca Widiba, che sulla formazione punta moltissimo. A titolo di esempio, dalla primavera 2021 è attiva l'Accademia delle competenze, un percorso formativo rivolto a tutti i nuovi ingressi e, in particolare, ai giovani consulenti finanziari della banca alla prima esperienza».

Voi parlate molto di lavoro in team: esattamente, come è organizzato nella vostra società?

«Circa un anno fa, Banca Widiba ha introdotto il servizio di "Team Cf", un programma dai processi totalmente digitalizzati che consente, sia di unire le competenze dei consulenti al servizio del cliente, sia di favorire il passaggio generazionale dei professionisti. Questo nuovo strumento, nato dall'ascolto delle esigenze dei consulenti finanziari e delle necessità dei clienti, è in grado di garantire un servizio di consulenza sempre più a 360 gradi, mettendo a fattor comune le professionalità e le caratteristiche personali degli advisor e favorendo la collaborazione nella gestione della clientela. Con "Team Cf" la banca dà la possibilità ai consulenti finanziari di costituire due differenti tipologie di team. Il primo è il Team partnership, attivabile in caso di collaborazione tra due advisor di media o alta esperienza nella gestione del portafoglio clienti, che mette a fattor comune le professionalità e le competenze dei due cf. Questa soluzione è particolarmente apprezzata dai

clienti più patrimonializzati per i quali è fondamentale l'assistenza da parte di un team di professionisti con skill complementari e specifiche. Il secondo è il Team next generation, pensato, sia per la gestione di un efficace passaggio generazionale tra figure senior e junior, sia per avviare alla professione i giovani consulenti finanziari e per accelerarne il percorso di formazione. Le figure junior possono così operare affiancate da un Cf senior, che assume un ruolo di supervisore e trasferisce ai più giovani le proprie competenze. Il programma Team Cf consente di fornire un servizio aggiuntivo, nel nostro caso totalmente digitale e facilmente accessibile, che rappresenta un indirizzo strategico dell'industria e sul quale la banca sta puntando molto. A un anno dal lancio, in Banca Widiba sono già stati costituiti oltre 120 team che coinvolgono il 20% dei professionisti della rete: questa adesione al progetto rappresenta un risultato straordinario, che testimonia il grande apprezzamento, sia da parte dei consulenti finanziari, sia dei clienti».

Puntate molto sulla tecnologia all'interno della vostra società? E soprattutto come cambierà il mestiere di consulente con l'avvento dell'intelligenza artificiale e dell'hi tech? C'è chi teme che il tutto si risolva in una perdita di valore del lavoro di advisory.

«Banca Widiba ha sempre fatto dell'innovazione uno dei suoi elementi distintivi. Non ha quindi scelto "ex-post" di virare verso la tecnologia: la vocazione digitale ha sempre rappresentato un elemento fondante, frutto della visione di un top management che, un decennio fa, ha avviato una vera e propria rivoluzione nell'industria finanziaria italiana. Il valore di questo fattore distintivo è stato certamente riconosciuto dal mercato e ha contribuito a una crescita costante. Fin dal 2014, l'obiettivo è stato costruire una banca sempre in prima linea nell'accogliere le novità tecnologiche e a renderle disponibili per un'esperienza continuamente nuova e connessa ai bisogni dei clienti e dei consulenti finanziari. In questo senso la tecnologia diventa un alleato per la rete: da una parte, permette ai nostri advisor di ve-

locizzare e rendere efficienti i passaggi amministrativi, così da dedicare maggiore tempo e più ampie risorse alla relazione con il cliente; dall'altra, consente di avere strumenti per una pianificazione finanziaria più puntuale e favorisce una consulenza patrimoniale con analisi di fattori e variabili maggiori».

Quando propone a un consulente (o a un bancario) di entrare nella vostra squadra, quali sono gli elementi più importanti che mette in evidenza per convincerlo a venire?

«È l'intero modello di Banca Widiba a risultare vincente per i professionisti della consulenza finanziaria. In particolare, molti di loro scelgono la banca per la già menzionata struttura ad architettura aperta, con collocamento diretto di prodotti multibrand grazie alle partnership avviate con più di 30 società di gestione. La tecnologia supporta anche il consulente finanziario con strumenti ad alto contenuto innovativo e processi all'avanguardia in tutte le dimensioni del suo rapporto con il cliente: dalla profilazione alla costruzione dei portafogli, dall'esecuzione automatica degli ordini al monitoraggio costante nel tempo. Tra le numerose innovazioni sviluppate all'interno della piattaforma proprietaria Wise, c'è una serie di tool che si estendono a diverse tipologie di analisi immobiliare, aziendale e successoria, con lo scopo di fornire una visione completa del patrimonio del cliente. Qui la chiave è la personalizzazione, in risposta ai bisogni unici di ogni investitore. Aggiungo che la rete dei consulenti finanziari di Banca Widiba è una vera e propria squadra che opera in modo sinergico e collaborativo nella quotidianità e risponde alle esigenze, sia dei senior, sia dei professionisti junior, affiancati e accompagnati in ogni fase del loro percorso di formazione fino alla completa autonomia. Le competenze e i diversi profili di ciascuno sono valorizzati, nella convinzione che il valore aggiunto risieda proprio nell'unicità dei singoli percorsi e professionalità. Le recenti nomine nella prima linea della rete rappresentano, da un lato, proprio l'attrattiva espressa da Banca Widiba verso i talenti provenienti da altri istituti e, dall'altro, il riconoscimento dell'impegno



e dei risultati conseguiti nel tempo dai professionisti interni».

Infine, un'ultima domanda quasi personale. Qual è la cosa che le ha dato più soddisfazione in sei anni di lavoro come responsabile della rete Widiba?

«Da quando ricopro il ruolo di responsabile della rete dei consulenti finanziari, la banca si è trovata ad affrontare uno scenario sfidante non solo in termini di mercati, ma anche per la portata dei cambiamenti avvenuti all'interno della società italiana,

europea e mondiale. In questi anni, ho visto la banca e i professionisti della rete crescere ed è stato un privilegio potere contribuire a questo sviluppo positivo. La soddisfazione maggiore è sempre stata di partecipare all'evoluzione di una realtà con grandi opportunità di crescita e alla soddisfazione dei clienti, che riconoscono Banca Widiba e i consulenti finanziari della rete come partner per i propri progetti di vita. L'obiettivo è proseguire verso questa direzione, trasmettendo il valore di questa idea di banca e dell'unicità del modello che la contraddistingue».

CONSULENTI &
RETI

Un impegno sempre più forte

a cura di **Alessandro Secciani**

È un compito che fino a qualche anni fa nessuno prendeva in considerazione: la scarsa educazione finanziaria dei risparmiatori, problema che in Italia è sempre stato enorme, veniva considerato sostanzialmente un fatto che riguardava esclusivamente la singola persona. Del resto, il compito del consulente finanziario, che allora si chiamava promotore, era essenzialmente di risolvere il gap di cultura del cliente, senza costringerlo a fare sforzi intellettuali troppo pesanti. Il risultato è stato che per molti risparmiatori anche scegliere l'advisor cui affidare i propri capitali era un compito troppo arduo: si spiegano anche così le centinaia di miliardi che gli italiani hanno lasciato nelle casse delle banche a perdere valore. Del resto, chi contava sulla prospettiva di una buona pensione, aveva un sistema sanitario che in qualche maniera funzionava e le scuole erano ancora in grado di creare un ragionevole avvenire per i figli, che bisogno aveva di impegnarsi per ottenere un rendimento extra?

Oggi, chiaramente è tutto cambiato e la necessità di fare fruttare al massimo

i risparmi è impellente. A questo punto sapere prendere le decisioni giuste è fondamentale. Ed è altrettanto vitale per i consulenti avere di fronte persone sempre più in grado di capire le offerte che vengono loro fatte dal sistema finanziario. Di conseguenza l'educazione finanziaria è sempre più un problema anche di coloro che distribuiscono e creano strumenti finanziari. Ma che cosa fanno di concreto le reti in questo campo? Fondi&Sicav lo ha chiesto a un panel di manager del settore. Hanno risposto **Marco Bernardi**, vice-direttore generale di **Banca Generali**, **Joe Capobianco**, responsabile formazione consulenti finanziari e private banker di **Credem Euromobiliare Private Banking**, **Barbara Calza**, responsabile sviluppo e formazione rete di **Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking**, **Gianluca Scelzo**, consigliere delegato di **Copernico Sim**, **Francesca Marchelli**, direttrice della comunicazione di **Banca Widiba**, e **Stefano Volpato**, direttore commerciale di **Banca Mediolanum**.



MARCO BERNARDI
vice-direttore generale
Banca Generali

«Da anni la nostra rete organizza sul territorio convegni di confronto sull'andamento dei mercati, per fornire risposte alle domande e ai dubbi dei clienti, per comprendere gli strumenti e le opportunità offerte dal mondo degli investimenti»

MARCO BERNARDI

Quanto è importante per voi l'educazione finanziaria del cliente? Organizzate eventi o altri contatti online o dal vivo? Fornite eventualmente pubblicazioni che spieghino gli elementi essenziali?

Marco Bernardi (Banca Generali): «Banca Generali crede che l'educazione finanziaria sia di fondamentale importanza per un futuro sostenibile del risparmio e dedichiamo i nostri sforzi non solo in direzione dei nostri clienti, ma della collettività. Lo facciamo con un'azione a 360 gradi, attraverso i social, le scuole, le iniziative come Ucpa, i convegni organizzati dalla nostra rete di banker e anche con il nostro blog. Una delle iniziative più recenti in questo senso è stata Edufin 3.0, andato in scena tra il 2022 e l'inizio del 2024 con oltre 50 video e altrettanti ospiti coinvolti. Il format è stato curato dall'imprenditore e influencer Marco Montemagno, che nelle puntate ha approfondito i temi del risparmio sostenibile e della fintech attraverso il canale delle principali piattaforme social. Sul fronte delle scuole, da anni collaboriamo con la Fondazione per l'educazione finanziaria e al risparmio (Feduf) per una serie di incontri con i

ragazzi delle primarie per riflettere sul valore del denaro e sulla necessità di gestirlo in modo responsabile, con la distribuzione di libretti didattici diretti ad approfondire in modo divertente i temi della sostenibilità e della gestione consapevole delle risorse, in classe e in famiglia. I libretti didattici, costantemente aggiornati e differenziati per le diverse fasce d'età, vengono distribuiti anche ai ragazzi che partecipano all'iniziativa "Banca Generali-Un campione per amico", l'evento itinerante che avvicina i bambini ai valori dello sport e del risparmio nelle piazze italiane. Quest'anno abbiamo dato il via al "Tour della sostenibilità", un progetto partito da Napoli e che ha coinvolto circa 3.500 studenti di 15 istituti superiori di tutta Italia. Il percorso didattico, tenuto dagli esperti della private bank grazie all'accordo col Centro Elis, si è snodato nelle classi terze, quarte e quinte delle scuole di diverse regioni italiane, nel contesto più ampio del progetto Bg4sdg's, che si è posto l'obiettivo di sensibilizzare sui Sustainable development goal delle Nazioni Unite e sul ruolo del risparmio nella transizione sostenibile. Da anni la nostra rete organizza sul territorio convegni di confronto sull'anda-





JOE CAPOBIANCO
responsabile formazione consulenti finanziari e private banker
Credem Euromobiliare
Private Banking

«L'educazione finanziaria del cliente è uno degli scopi della banca private perché sappiamo bene che il cliente evoluto si lascia prendere meno dall'emotività e con il supporto del suo consulente riesce a mantenere comportamenti razionali salvaguardando i suoi investimenti, i suoi interessi e la sua famiglia»

JOE CAPOBIANCO

mento dei mercati, per fornire risposte alle domande e ai dubbi dei clienti, per comprendere strumenti e opportunità offerte dal mondo degli investimenti. Infine, c'è il nostro blog "Protezione & Risparmio", in cui i nostri esperti commentano l'andamento dei mercati con un linguaggio semplice, diretto a fare crescere la consapevolezza dei clienti su opportunità e rischi dell'investimento finanziario.

Joe Capobianco (Credem Euromobiliare Private Banking):
«Quando si pensa a un consulente finanziario, definizione che include anche il private banker, oltre a rappresentarselo di una certa età e più spesso in giacca e cravatta piuttosto che in tailleur, lo si immagina dedito a studiare i mercati,

costruire asset allocation, valutare portafogli. In realtà investe molto tempo con i suoi clienti per formarli e informarli sui temi dell'economia e della finanza. L'educazione finanziaria del cliente è uno degli scopi della banca private, perché sappiamo bene che il cliente evoluto si lascia prendere meno dall'emotività e con il supporto del suo consulente riesce a mantenere comportamenti razionali, salvaguardando i suoi investimenti, i suoi interessi e la sua famiglia. Viviamo anni dove l'incertezza è la normalità e si ritiene che sarà così ancora a lungo, perciò siamo consapevoli dell'importanza di un risparmiatore dotato di conoscenze finanziarie avanzate. Questa considerazione porta Credem Euromobiliare Private Banking a organizzare occasioni di incontro sul territorio con la clientela consolidata e potenziale, ma investiamo anche su altre tipologie di iniziative ricorrenti come a esempio i nostri Market trends e BePrivate. È significativo che entrambe le iniziative sono dedicate, sia ai clienti, sia ai consulenti finanziari, a riprova del profondo legame di cultura oltre che di servizio che lega le due figure. Market Trends è un format video, un live streaming, pensato primariamente per i nostri professionisti, che ha l'obiettivo di approfondire view strategiche di mercato, scenari di investimento e finanza comportamentale con ospiti esterni e gestori del Gruppo Credem. Viene in realtà realizzato anche in una versione a uso del cliente, una clip di sintesi della durata di 12 minuti distribuita tramite il canale Tv di Class Cnbc e sui nostri canali digitali (sito internet e profilo LinkedIn). BePrivate, invece, è un magazine in formato sia cartaceo, sia digitale, che dedica ogni numero a un tema di immediata attualità (l'ultimo a esempio è monotematico sulle intelligenze artificiali) raccogliendo contributi interni, ma anche e soprattutto esterni, di alto livello».

Barbara Calza (Fideuram Ispb):
«Per Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking l'attenzione e la cura del cliente si esprimono anche attraverso l'acquisizione di consapevolezza finanziaria degli investitori e, più in generale, tramite la promozione della cultura finanziaria nella società. Nel corso degli anni abbiamo sviluppato numerose iniziative rivolte



BARBARA CALZA
responsabile sviluppo e formazione rete
Fideuram Intesa Sanpaolo
Private Banking

«Accanto agli eventi, già da qualche anno produciamo e mettiamo a disposizione dei nostri consulenti finanziari una serie di videoclip sulla finanza; si tratta di brevi pillole formative che possono essere condivise con i clienti e/o divulgate tramite social, che approfondiscono i concetti base della finanza e i principali strumenti d'investimento»

BARBARA CALZA

ai clienti attuali e potenziali finalizzate proprio alla diffusione di conoscenze finanziarie, sotto forma, sia di eventi, sia di materiale formativo. Ad esempio, nel 2023, tra gli oltre 200 eventi in presenza organizzati sul territorio, circa il 50% è stato dedicato ad attività di promozione della cultura finanziaria con l'aiuto di relatori interni, ma anche di docenti universitari, professionisti, giornalisti e partner d'investimento. Questi eventi sono stati concepiti per fornire informazioni su argomenti di particolare rilievo, quali l'influenza dell'emotività nelle scelte d'investimento e il modo per gestirla, la protezione dei patrimoni, il valore della consulenza, il passaggio generazionale, la tutela fiscale, la finanza comportamentale-

le e gli investimenti nell'economia reale tramite i mercati privati. Sono stati sviluppati anche temi legati alla sostenibilità e ai grandi mutamenti in ambito sociale, economico, ambientale e tecnologico che stanno generando forti cambiamenti a livello globale. Accanto agli eventi, già da qualche anno produciamo e mettiamo a disposizione dei nostri consulenti finanziari una serie di videoclip sulla finanza; si tratta di brevi pillole formative che possono essere condivise con i clienti e/o divulgate tramite social, che approfondiscono i concetti base della finanza e i principali strumenti d'investimento, oppure affrontano tematiche specifiche quali il Pnrr o ancora trattano temi di consulenza patrimoniale, come il



GIANLUCA SCELZO
consigliere delegato
Copernico Sim

«Un elemento davvero mi lascia sempre esterrefatto: in genere, gli italiani non hanno una polizza vita e spesso non ne hanno mai sentito parlare, o ancor peggio, non si sono mai sentiti in dovere di proteggere le loro famiglie. La stessa cosa accade anche per le pensioni integrative e per la perdita di autosufficienza; insomma mancano un po' le basi per una corretta pianificazione finanziaria»

GIANLUCA SCELZO

passaggio generazionale, la tutela patrimoniale tra coniugi e altro.

Francesca Marchelli (Banca Widiba): «L'educazione finanziaria del cliente è per noi fondamentale ed è il primo passo per una maggiore cognizione della gestione dei patrimoni. Da diversi anni siamo impegnati nella realizzazione di progetti di divulgazione e sensibilizzazione, per promuovere la cultura e la consapevolezza nella gestione finanziaria attraverso la nostra rete di consulenti finanziari. Mettiamo anche a disposizione, nell'area personale di tutti i nostri clienti, un glossario approfondito ed esauriente che spiega in modo chiaro i prodotti e le soluzioni offerte. Non ci limitiamo, però, a dialogare con gli investitori attuali, ma guardiamo in prospettiva e siamo fortemente impegnati nella diffusione di una corretta consapevolezza finanziaria anche in ragazze e ragazzi, che saranno i nostri clienti di domani. Dal 2021, siamo partner della Fondazione per l'educazione finanziaria e al risparmio (Feduf), creata da Abi, con cui portiamo avanti numerosi progetti di educazione finanziaria, tra i quali il "Progetto scuole". Si tratta di un percorso formativo sui temi dell'educazione finanziaria dedicato agli studenti, dalle elementari alle superiori, che affronta nelle classi, con approcci diversi a seconda dell'età degli studenti, tematiche di economia civile e sostenibile, gestione del denaro e del risparmio, senza tralasciare il tema degli stereotipi di genere ancora presenti, purtroppo, in questo ambito. Con il "Progetto scuole", lo scorso anno, abbiamo anche partecipato alla "Global money week" e all'"European money week", l'evento annuale promosso dall'Ocse con l'obiettivo di sensibilizzare i giovani fin dall'età prescolare sull'importanza di acquisire le conoscenze, le abilità e i comportamenti necessari per prendere decisioni finanziarie. Ogni anno partecipiamo, inoltre, a "Ottobre Edufin, il Mese dell'educazione finanziaria", con numerosi eventi gratuiti e aperti al pubblico su tutto il territorio italiano».

Gianluca Scelzo (Copernico Sim): «Proprio in questo momento sto viaggiando per andare a un evento formativo organizzato in collaborazione con una società prodotto e indirizzata direttamente alla clientela. Siamo convinti che l'educazione finanziaria sia parte



FRANCESCA MARCHELLI
direttrice della comunicazione
Banca Widiba

«L'educazione finanziaria del cliente è per noi fondamentale ed è il primo passo per una maggiore consapevolezza della gestione dei patrimoni. Da diversi anni siamo impegnati nella realizzazione di progetti di divulgazione e sensibilizzazione, per promuovere la cultura e la consapevolezza nella gestione finanziaria attraverso la nostra rete di consulenti finanziari»

FRANCESCA MARCHELLI

necessaria e sempre più importante nel rapporto con il cliente. Il nostro impegno è fornire il maggior numero possibile di giornate formative, non solo per i nostri consulenti, ma anche per i clienti interessati ai mercati finanziari: si tratta spesso di fornire nozioni base che purtroppo la scuola non mette a disposizione. Gli esempi potrebbero essere molteplici, ma un elemento davvero mi lascia sempre esterrefatto: in genere, gli italiani non hanno una polizza vita e spesso non ne hanno mai sentito parlare, o ancor peggio, non si sono mai sentiti in dovere di proteggere le loro famiglie. La stessa cosa accade anche per le pensioni integrative e per la perdita di autosufficienza; insomma mancano un



STEFANO VOLPATO
direttore commerciale
Banca Mediolanum

«È evidente che ogni momento di incontro con i nostri clienti, siano essi eventi ristretti, o meeting più allargati, pubblici, sono occasioni di riflessione sulle tre aree con cui tutti noi ci troveremo a confrontare nel corso del tempo, cioè fragilità, bisogni e progetti di vita, e sul ruolo fondamentale che il risparmio deve assumere rispetto a queste tre aree»

STEFANO VOLPATO

po' le basi per una corretta pianificazione finanziaria».

Stefano Volpato (Banca Mediolanum): «Il tema dell'educazione finanziaria è ovviamente importante, ma per comprenderne in profondità la valenza sociale occorre avere ben chiare due premesse: il bisogno di consulenza e la consapevolezza della propria preparazione finanziaria. Il Censis, nel suo ultimo rapporto di fine 2023, ha dichiarato in maniera inequivocabile il suo pensiero fin dal titolo della pubblicazione. Ha definito gli italiani "Sonnambuli, dinanzi ai presagi". Ma entriamo un po' più a fondo in questa fotografia. Entro i prossimi 25 anni, per effetto demografico, avremo 4,5 milioni di italiani in meno e ben 9,1 mi-



lioni di cittadini in meno in età contributiva. È chiaro che la demografia avrà un impatto significativo sulle nostre vite, ma anche il tessuto sociale è profondamente cambiato. La mia generazione, terminato il ciclo di studi, iniziava subito a lavorare e immediatamente diventava autonoma finanziariamente, anzi riusciva anche a dare una mano in famiglia. Sempre la mia generazione è la prima a doversi occupare contemporaneamente di figli che tardano a raggiungere la totale autonomia finanziaria e di genitori che, per l'allungamento della vita media, necessitano di maggiori cure socio-assistenziali in uno scenario in cui, già in epoca pre-Covid, una spesa sanitaria su due veniva pagata di tasca propria, mentre si stima che nei prossimi 25 anni questo costo passerà da 133 a 177 miliardi di euro. Anche la struttura della famiglia è cambiata: nel 30% dei casi, a livello nazionale, è unifamiliare, mentre nella sola Milano la percentuale sale al 65%. È chiaro che sta venendo a mancare quella solidarietà familiare sulla quale prima si poteva contare. Da tutto questo quadro emerge in maniera netta l'esigenza di farsi trovare pronti agli appuntamenti della vita che certamente verranno a bussare alla nostra porta. L'unica risorsa con la quale

potremo dare risposta a questi bisogni è i risparmi. Urge quindi recuperare efficienza, il propulsore che manca a uno stock di ricchezza finanziaria importante che viene continuamente alimentato da una buona propensione al risparmio. In questo contesto, si inserisce la figura del consulente finanziario, il cui ruolo è socialmente riconosciuto e apprezzato per la capacità di dare risposte che nascono da uno sguardo attento alle persone e da un forte senso di responsabilità. È nostra responsabilità anzitutto informare in maniera corretta le persone e poi sostituire il torpore che il Censis ha definito "sonnambulismo" con un atteggiamento di proattività, di protagonismo positivo che ci fa rimboccare le maniche e ci aiuta a trovare una soluzione a questo quadro. È evidente, quindi, che ogni momento di incontro con i nostri clienti, siano essi eventi ristretti, o meeting più allargati, pubblici, sono occasioni di riflessione sulle tre aree con cui tutti noi ci troveremo a confrontare nel corso del tempo, cioè fragilità, bisogni e progetti di vita, e sul ruolo fondamentale che il risparmio deve assumere rispetto a queste tre aree, per diventare davvero funzionale ai nostri obiettivi».



Le **interviste esclusive**
di Fondi&Sicav ai protagonisti
del cambiamento



disponibile su:

Spreaker



Spotify



Podcast Addict

deezer



Google Podcasts



Investment
Managers

Comunicazione di marketing

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](https://www.axa-im.it/obbligazioni)

PRIMA DELL'ADESIONE LEGGERE IL KID E IL PROSPETTO, nonché la sezione "Diritti degli investitori", disponibili sul sito www.axa-im.it. La presente comunicazione ha finalità pubblicitarie e i relativi contenuti non vanno intesi come raccomandazione, offerta o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. ©2024 AXA Investment Managers. Tutti i diritti riservati.