

# FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 17 - numero 165 - giugno 2024



## L'ITALIA AL BIVIO

FOCUS, IL PUNTO DI DOMANDA DELLA CRESCITA



BANCA  
GENERALI  
PRIVATE



IMMAGINE

# 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



## TEAM, NON È UNA SCELTA, È UNA NECESSITÀ di Giuseppe Riccardi



Sandro Berra, considerato il maggiore consulente finanziario italiano, con un portafoglio ben oltre il miliardo di euro, in un'intervista a Fondi&Sicav non aveva avuto dubbi nel dichiarare che uno degli elementi chiave del suo successo era stato il fatto di avere lavorato in team, quando ben pochi in Italia si erano accorti del grande potenziale di questa formula. Al momento in cui lo avevamo intervistato aveva costituito un gruppo di nove persone. Ma anche scendendo a livelli meno stellari, Emmanuel Cau, che abbiamo sentito in questo numero, racconta che avere lavorato in team lo ha portato al raddoppio del portafoglio in tre anni. Infine, Giuseppe Gambacorta, responsabile del Comitato giovani di Anasf, vede nella formula

del team l'unica possibilità per un neo-consulente di affermarsi senza gli enormi problemi che comporta esercitare la professione da soli: di fatto è la vera modalità per affrontare il ricambio generazionale in un lavoro che vede un'età media di oltre 52 anni. Peraltro come avviene da tempo ad avvocati e commercialisti. Oggi le società e i singoli professionisti si trovano a dovere fare i conti con un vero e proprio paradosso: consulenti e banker stanno ampliando in maniera significativa le quote di mercato nel mondo del risparmio, il loro livello culturale è aumentato enormemente, così come il loro impatto sociale, ma si fa fatica a trovare i ricambi generazionali che possano dare un'ulteriore spinta. Il pericolo è

addirittura di perdere professionisti, che ovviamente a una certa età vanno in pensione, in una fase di crescita secolare. Importantissimo è anche lo sviluppo tecnologico delle reti: inserire ragazzi che si sappiano destreggiare con l'intelligenza artificiale e la digitalizzazione è fondamentale.

A questo punto non credo che si possa perdere tempo. Ogni rete deve mettere la costituzione di team al primo posto in agenda, senza se e senza ma. Non è una scelta, è una necessità. E anche una grande opportunità.



## UNA VITTORIA DAL SAPORE AMARO di Pinuccia Parini

E alla fine l'India ha dimostrato di essere la più grande democrazia al mondo. Con grande sorpresa, il Bharatiya Janata Party, che usciva vittorioso da ben due tornate elettorali precedenti, non ha raggiunto il magico numero di 400 seggi in parlamento come si era auspicato, fermandosi a 240, neppure sufficienti a raggiungere la maggioranza assoluta. Sarà quindi necessaria una coalizione che, in quanto tale, è possibile che renda più difficile la gestione dell'esecutivo. La vittoria a valanga

non c'è stata e ciò dovrebbe invitare a una serie di riflessioni sul progetto d'India di Narendra Modi.

Lo scorso 24 gennaio il primo ministro aveva inaugurato un tempio indu ad Ayo-dhya, affermando che si era «all'alba di una nuova era»: tradotto in altre parole indicava il trionfo della sua politica nazionalista hindu. Così non è avvenuto, perché il successo del suo diretto antagonista, Rahul Gandhi alla guida del National Party Congress, ha dimostrato che il Paese non è graniticamente a fianco di Modi, anzi. Certamente, il premier in carica ha conseguito un risultato storicamente rilevante: tre mandati consecutivi

e un'economia che ha raggiunto risultati significativi. Tuttavia le disuguaglianze sono in aumento, la disoccupazione rimane elevata e il lavoro informale continua a essere un problema. È possibile che la retorica del primo ministro abbia intimorito alcuni elettori, spaventati da un premier che era pronto a fare alcune riforme costituzionali e il cui rispetto delle minoranze è stato avvolto da molte ombre durante la sua carriera politica. Il suprematismo hindu accusa una battuta d'arresto che rivela la forza della democrazia indiana: un'opposizione nel Paese esiste e non potranno esserne ignorate le istanze.

## SOMMARIO

Numero 165  
giugno 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

Macedonia del Nord, cosa c'è in un nome?

### 8 OSSERVATORIO ASIA

Corea del Sud, un lungo percorso

### 10 FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

Kathy Kriskey, commodity strategist, Invesco  
«Oro e rame su tutti»

Andrea Conti, Responsabile macro research, Eurizon  
«Continua il contesto favorevole per i mercati»

### 14 L'ITALIA AL BIVIO

Enormi problemi,  
ma anche punti di forza

### 28 MAN GROUP

Non è una scatola nera

### 30 FLOSSBACH VON STORCH

Fondi multi-asset: ciò che conta veramente

### 32 LOMBARD ODIER IM

L'opportunità offerta dai "fallen angel"

### 35 FOCUS I TEMI DEL SALONE

Le scelte per un futuro sempre più complesso

### 42 INVESCO RACCONTA

Riccioli d'oro e i tre orsi

### 44 JUPITER ASSET MANAGEMENT

Emerging bond, in attesa della Fed

### 46 SWITCHO

Uno "switch" semplice, trasparente e digitale

### 48 GENERALI INVESTMENTS

Sovrappesiamo l'Eurozona e le scadenze medio-brevi

### 50 OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE

Una crescita sostenuta

### 53 OSSERVATORIO RISCHIO

Che astrusa inflazione!

### 56 OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA

Educazione finanziaria e intelligenza artificiale

### 58 LA FINANZA E LA LEGGE

La call for evidence di Esma

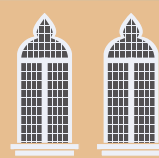
### 63 CONSULENTI&RETI

Giuseppe Gambacorta

«L'unica vera soluzione per i giovani è il team»

### 68 INCHIESTA

È il primo compito del consulente



# Indipendenti, per convinzione

Flossbach von Storch è una delle principali società di gestione del risparmio indipendenti a livello europeo. Nata nel 1998 dai due fondatori Bert Flossbach e Kurt von Storch, con più di 350 dipendenti gestisce oggi un patrimonio di oltre 70 miliardi di euro. La gestione attiva dei fondi inizia da un foglio bianco e tutte le decisioni dei gestori di portafoglio si basano sul processo di ricerca interno, che è sempre in armonia con la visione globale d'investimento della società e con le cinque linee guida: diversificazione, qualità, flessibilità, solvibilità e valore. Attraverso l'applicazione di questi principi, Flossbach von Storch è in grado di proteggere il patrimonio dei propri clienti, perseguendo così il suo obiettivo primario.

Visita il nostro sito per saperne  
di più sulla strategia di investimento  
e sui nostri fondi:  
**[www.flossbachvonstorch.it](http://www.flossbachvonstorch.it)**



**Flossbach von Storch**



## Macedonia del Nord, cosa c'è in un nome?

a cura di Mark William Lowe

Più di 400 anni fa, il drammaturgo inglese William Shakespeare pose la domanda “cosa c'è in un nome?”. La famosa battuta, tratta da “Romeo e Giulietta”, mette in dubbio il significato dei nomi e suggerisce che sono irrilevanti e non sono altro che etichette per distinguere una persona o una cosa da altre. Lo scorso maggio è avvenuto l'insediamento della neoeletta presidente nazionalista della Macedonia del Nord, Gordana Siljanovska-Davkova, un evento degno dei libri di storia, perché è la prima donna presidente in una società patriarcale non nota per la promozione del genere femminile nella vita politica. Purtroppo, questo avvenimento è stato oscurato dalla decisione della più alta carica dello stato di usare il termine “Macedonia” nel suo discorso di apertura, anziché il nuovo nome costituzionale di “Repubblica della Macedonia del Nord”. Quasi all'istante, l'ambasciatore di Atene a Skopje, Sophia Philippidou, ha abbandonato la cerimonia di inaugurazione per protesta.

Se il quesito di Shakespeare fosse riproposto nel caso di Skopje, la risposta potrebbe essere riassunta come la differenza tra sicurezza, prosperità e adesione all'Ue rispetto al ritorno ai tempi in cui il Paese era boicottato e non poteva godere di questi benefici.

### L'ACCORDO DI PRESPI



A seguito di una lunga disputa tra Atene e Skopje, nel 2018 è stato negoziato e firmato l'accordo di Prespa. La Grecia ha bloccato l'adesione della Macedonia del Nord alla Ue e alla Nato per 27 anni, sin dall'indipendenza dell'allora Repubblica di Macedonia nel 1991.

Atene sosteneva che, chiamandosi Macedonia, il suo vicino balcanico si stava appropriando della storia dell'antico regno ellenico che portava lo stesso nome. Per risolvere la questione, tra le numerose disposizioni dell'accordo di Prespa, vi era la clausola che l'appellativo ufficiale del Paese sarebbe stato “Repubblica di Macedonia del Nord” e che questa denominazione sarebbe stata utilizzata, sia all'interno, sia all'estero. Con lo storico accordo di Prespa, il nome e la costituzione del Paese sono stati modificati, consentendo alla Macedonia del Nord di entrare nella Nato nel 2020 e di avviare il processo di adesione all'Unione. Tuttavia, la

procedura potrebbe ora essere a rischio. La presidente della Commissione europea, Ursula von der Leyen, ha dichiarato che «affinché la Macedonia del Nord possa continuare il suo percorso di successo verso l'adesione all'Ue, è fondamentale che il Paese prosegua sulla strada delle riforme e del pieno rispetto degli accordi vincolanti, compreso quello di Prespa».

Nel frattempo, il primo ministro greco Kyriakos Mitsotakis ha affermato apertamente che il suo governo non chiederà la ratifica dei tre memorandum di cooperazione firmati con la Macedonia del Nord, finché Skopje non

rispetterà pienamente l'accordo di Prespa. Con una minaccia tutt'altro che velata, poco dopo l'insediamento di Gordana Siljanovska-Davkova, Mitsotakis, ha asserito che «se alcuni credono di potere ignorare l'accordo, dovrebbero capire che la loro strada verso

 **Con lo storico accordo di Prespa, il nome e la costituzione del Paese sono stati modificati, consentendo alla Macedonia del Nord di entrare nella Nato nel 2020 e di avviare il processo di adesione all'Unione. Tuttavia, la procedura potrebbe ora essere a rischio** 

l'Europa rimarrà chiusa». In sostanza, il primo ministro greco minaccia di reimporre il veto sui negoziati di adesione alla Ue della Macedonia del Nord.

### STABILITÀ REGIONALE

Se da un lato Atene si oppone fermamente all'appropriazione da parte di Skopje di un nome greco e della storia dell'antico regno di Macedonia, dall'altro considera molto positivamente i vantaggi sociali ed economici che l'adesione all'Unione Europea porterebbe al suo vicino settentrionale. Ma non si tratta di altruismo: ciò che preoccupa

maggiormente la Grecia è che le azioni della nuova leadership della Macedonia del Nord rischiano di destabilizzare la regione. Atene è consapevole che l'accordo di Prespa è di estrema importanza geopolitica, in quanto rappresenta una sicurezza per la Grecia e per l'intera regione tanto quanto per la Repubblica della Macedonia del Nord. In un recente articolo, Nikos Kotzias, ministro degli esteri greco al momento della firma dell'accordo di Prespa, ha dichiarato che l'accordo «contribuisce all'emancipazione di una regione tormentata dai vincoli della storia». Kotzias allude alla costante minaccia di coloro che aspirano alla creazione di una "Grande Albania" e di una "Grande Bulgaria", realtà che richiederebbero la spartizione della Macedonia del Nord e, di conseguenza, creerebbero instabilità nella regione. Comprensibilmente, per evitare questa eventualità, la Grecia ha tutte le ragioni per desiderare la stabilità nella Repubblica della Macedonia del Nord. Anche l'Unione Europea è preoccupata per l'aggressiva posizione nazionalista del presidente e del primo ministro della Macedonia del Nord e teme che un'eventuale prosecuzione possa avere un impatto negativo o congelare il processo di adesione europea del Paese. Questi timori sono legittimi, poiché il rischio è di assistere alla creazione di un buco nero nel cuore dell'Europa sud-orientale.

#### **MESSAGGI DA EST E DA OVEST**

Gli Stati Uniti sembrano meno preoccupati: secondo l'inviato statunitense nei Balcani occidentali, Gabriel Escobar, Skopje ha assicurato che il governo nazionalista è determinato a proseguire il percorso che pone il Paese nella traiettoria europea. Per Escobar, Washington non ha perso tempo nel comunicare chiaramente ai nuovi leader della Macedonia del Nord che gli Stati Uniti si aspettano che la nazione balcanica rimanga impegnata nel suo percorso nella Ue e negli obblighi della Nato. Anche Pechino è stata tra i primi a contattare Gordana Siljanovska-Davkova e a congratularsi con lei per l'assunzione della carica di presidente. Oltre al messaggio di congratulazioni, Xi Jinping ha colto l'occasione per dichiarare che apprezza lo sviluppo delle relazioni bilaterali e che è pronto a lavorare con il Paese per approfondire i legami politici e ampliare la cooperazione. Da parte sua, Skopje ritiene che la collaborazione con Pechino abbia già portato

notevoli benefici e che vi siano grandi speranze che le relazioni bilaterali possano essere innalzate a un nuovo livello. Sashko Nasev, ambasciatore della Macedonia del Nord in Cina, ha recentemente affermato che gli scambi commerciali tra i due Paesi hanno registrato un'encomiabile ascesa, favorendo l'interdipendenza economica e creando una situazione vantaggiosa per entrambe le nazioni.

#### **CONCLUSIONI**

I sondaggi condotti prima delle recenti elezioni hanno rivelato che solo il 33% circa dell'opinione pubblica nord-macedone ritiene l'Unione Europea pronta ad accettare la propria nazione. Questo dato è significativo, in quanto solo pochi anni prima la stragrande maggioranza dei macedoni del Nord pensava il contrario. Il processo di adesione alla Ue

non è stato bloccato, ma sta solo affrontando una serie di ostacoli che la leadership di governo potrebbe risolvere cambiando rotta e, così facendo, servire, sia gli interessi a lungo termine del Paese, sia quelli dell'Europa Sud-orientale in generale. Skopje dovrà fare i suoi conti e decidere che cosa è meglio per il futuro. In teoria è abbastanza semplice: a parte i finanziamenti, l'adesione all'Unione offre una direzione e uno stimolo per le riforme e l'accesso ai grandi e ricchi mercati vicini. Il commercio con i paesi sviluppati spinge la crescita industriale e incoraggia gli investimenti esteri diretti. L'alternativa è non entrare a fare parte dell'Europa e cercare la cooperazione con partner che potrebbero rivelarsi boomerang a lungo termine. Un indicatore della decisione di Skopje sarà la frequenza con cui verrà usato un nome diverso da Macedonia del Nord.



# Corea del Sud, un lungo percorso

a cura di **Pinuccia Parini**

Il 2 maggio le autorità coreane hanno presentato le linee guida per le aziende che partecipano al programma di riforma del governo volto a migliorare il valore per gli azionisti. L'iniziativa è riconducibile al "Corporate Value-up Program", presentato lo scorso novembre, il cui obiettivo è fornire indicazioni su come ridurre lo sconto che caratterizza le azioni coreane sul mercato finanziario. L'operazione ha diverse similitudini con quella adottata in Giappone, considerata una delle più importanti ragioni alla base della performance al rialzo degli indici di borsa nipponici. Ma non è la prima volta che, nel Paese, vengono prese iniziative simili.

## **RIFORMA DELLA GOVERNANCE**


L'informativa sulla corporate governance è stata introdotta in Corea dal Korea Exchange (Krx) nel 2017 ed era su base volontaria. Nel 2019 è diventata obbligatoria per le società incluse nell'indice KOSPI con un patrimonio totale pari o superiore a 2.000 miliardi di won e nel 2022 per quelle con un patrimonio totale pari o superiore a 1.000 miliardi di won. A fine 2023 la Financial Services Commission (Fsc) governativa ne ha annunciato una revisione che rifletteva le riforme del governo, comprese le misure per migliorare la procedura di distribuzione dei dividendi delle società e gli importanti aggiornamenti dei principi di corporate governance nazionali e globali. Inoltre, con l'inizio di quest'anno, l'obbligo di informativa viene esteso alle società con asset pari o superiori a 500 miliardi di won, con un preciso impegno del Krx a fornire supporto per garantire che le società siano pronte all'introduzione dei nuovi cambiamenti.

In occasione dell'annuncio delle linee guida, il vicepresidente della Fsc, Soyoung Kim, ha ribadito la forte volontà del governo di riformare il mercato dei capitali, affermando che «i piani di valorizzazione aziendale consentiranno alle società quotate di comunicare con gli azionisti e i partecipanti al mercato un quadro completo del futuro delle società e permetteranno agli investitori di comprendere meglio le imprese nelle quali stanno per investire e di prendere decisioni bene informate; in tal modo, le aziende quotate saranno in grado di ottenere una corretta valutazione di mercato che rifletta il loro vero valore intrinseco o valore atteso». Per questa ragione, si invitano le società a definire gli obiettivi a medio e lungo termine, a stendere piani per gli investimenti e a definire il ritorno per gli azionisti e il riassetto del portafoglio aziendale. Gli impegni che le imprese devono assumere sono finalizzati a incrementare il loro valore in borsa e ad attenuare il "Korea discount".<sup>1</sup>

## **KOREA DISCOUNT**

Con il termine di Korea discount si fa riferimento allo sconto cui i titoli coreani sono tendenzialmente trattati sul mercato. Le ragioni di questa sottovalutazione sono diverse. In primis, in borsa c'è una forte presenza di grandi conglomerati, o chaebol, che hanno rilevanti problemi di corporate governance. Non è un caso che una delle riforme chiave è il rafforzamen-

to delle norme per questi gruppi, ai quali il governo intende imporre regole più severe sulla governance e sulle strutture proprietarie, garantendo maggiore trasparenza e responsabilità. Questi grandi conglomerati sono caratterizzati da un controllo familiare, che gli azionisti di maggioranza vogliono preservare e hanno a disposizione, di fatto, gli strumenti per rendere ciò possibile. Accade, ad esempio, quando questi ultimi, per evitare un'elevata imposta di successione il cui finanziamento potrebbe diminuire la

 Il "Corporate Value-up Program" ha la finalità di ripristinare la fiducia degli investitori e ridurre lo sconto degli indici coreani, aumentando la distribuzione dei dividendi e rafforzando i diritti degli azionisti di minoranza 

quota di proprietà della famiglia, decidono di operare per tenere depresso il valore delle azioni.

Oppure, per estrarre liquidità dalle grandi aziende, non è insolito assistere a operazioni con parti correlate di questi grandi gruppi, in assenza dell'approvazione degli azionisti di minoranza sul prezzo deciso. Un altro segnale di scarsa attenzione ver-



so il mercato è la pratica di riacquisto di azioni proprie senza, però, che vengano annullate: ciò fa sì che il patrimonio netto per azione non aumenta e che diventa più difficile, fuori dalla famiglia di controllo, che un azionista possa incrementare la sua partecipazione.

Ma è il sistema in generale che non facilita una struttura di mercato in cui gli interessi degli azionisti di maggioranza siano allineati a quelli di minoranza. Il "Corporate Value-up Program" ha la finalità di ripristinare la fiducia degli investitori e ridurre lo sconto degli indici coreani, aumentando la distribuzione dei dividendi e rafforzando i diritti degli azionisti di minoranza. Fornendo maggiori tutele e incentivi, la Corea del Sud spera di attrarre più ampi investimenti anche dall'estero.

### DIVIDENDI POCO ATTRATTIVI

Tra le intenzioni del "Value-up Program" c'è la volontà di incentivare le società a distribuire più dividendi. Facendo un raffronto tra Corea e Giappone, come riporta in uno studio S&P Global, risulta che l'88% delle società del Nikkei 225 paga i dividendi più di una volta all'anno, mentre per il Kospi 200 la percentuale è del 15%. Inoltre, per quanto riguarda il Nikkei 225, il 76% delle società specifica gli obiettivi di dividendo, quantificandoli, rispetto al 55% dell'indice coreano, e il 63% ha fornito indicazioni in merito a partire dal terzo trimestre dell'anno fiscale 2022; il 44% delle società del Nikkei 225 ha mantenuto i dividendi senza tagli dall'anno fiscale 2014 contro il 18% del Kospi 200.

Sebbene sia necessario spingere per un rapporto di payout più elevato, la casa americana sottolinea la necessità di un approccio al programma più articolato. Infatti, S&P Global ricorda che questo non è il primo tentativo della Corea del Sud di affrontare il "Korea discount", ma finora non ha avuto un grande successo. Nel 2014 era stata attuata anche una riforma dell'imposta sulle società, che prevedeva una sovrattassa sulla liquidità trattenuta in eccesso rispetto a una certa percentuale degli utili, se non viene distribuita sotto forma di dividendi, aumenti salariali o investimenti. In questi anni, probabilmente, è mancata una cultura aziendale che ponga gli azionisti al primo posto e, dall'altro lato, indicazioni incisive per muoversi in questa direzione. In realtà, la questione



potrebbe essere più complessa di un incremento dei dividendi.

### UN FUTURO INCERTO

Quest'anno si prevede che l'economia coreana crescerà del 2,5%<sup>2</sup>, più di quanto previsto a febbraio (2,1%), dopo un moderato andamento nel secondo trimestre seguito da una ripresa nella seconda parte dell'anno, quando i consumi dovrebbero gradualmente risalire grazie al miglioramento delle condizioni di reddito delle famiglie dovuto al calo dell'inflazione e all'aumento degli utili societari. La solida crescita delle esportazioni, favorita da condizioni esterne più favorevoli, continuerà a guidare il Pil.

Tuttavia, uno studio dell'istituto di ricerca della Bank of Korea dello scorso dicembre solleva alcuni quesiti sul trend di lungo periodo del Paese. L'economia locale ha registrato un tasso di crescita annuale del 6,4% dal 1970 al 2022, di cui oltre il 50% è attribuibile all'input di capitale, mentre la parte restante è ascrivibile al lavoro e alla produttività totale dei fattori (Tfp). Negli anni '80 c'è stata la crescita del Pil più elevata (9,5%), ma, da quel momento in poi, è iniziata la discesa: 2,7% negli anni 2010 e 2,1% nel periodo 2020-2022 dopo la pandemia globale. Secondo l'Istituto, nei prossimi 30 anni, fino al 2050, l'economia coreana dovrà affrontare una crescita negativa degli input di lavoro e un

crollo di quelli di capitale. Pertanto, il ruolo della produttività diventerà sempre più importante.

Se la crescita della Tfp si manterrà a un livello relativamente alto, l'economia dovrebbe crescere annualmente del 2,4% negli anni 2020, dello 0,9% nei 2030 e dello 0,2% nei 2040. Tuttavia, se la crescita della Tfp rimanesse a un livello basso, i dati per i rispettivi decenni calerebbero al 2,1%, allo 0,6% e al -0,1%. «Per ripristinare la crescita economica della Corea in una prospettiva di lungo periodo, sono necessarie soprattutto politiche per aumentare la produttività, spostando continuamente l'attenzione verso industrie ad alto valore aggiunto, assicurando nuovi motori di crescita economica e rafforzando la reattività dell'economia e la sua capacità di resistere alle incertezze future. Inoltre, sono indispensabili misure per aumentare il livello qualitativo dell'input di lavoro e di capitale, espandendo gli ampi asset intangibili e il capitale umano e migliorando il sistema di accumulazione della conoscenza».<sup>3</sup>

È necessario, quindi, uno sforzo corale che coinvolga tutto il Paese, ben consci che gli elevati tassi di crescita del passato non saranno ripetibili.

1. (<https://www.fsc.go.kr/eng/pr010101/82213?srchCtgr=&currentPage=&srchKey=&srchText=&srchBeginDt=&srchEndDt>)

2. Bank of Korea

3. (<https://www.bok.or.kr/imerEng/bbs/B0000268/view.do?ntid=10081069&menuNo=600354&pageIndex=2>)

**KATHY KRISKEY**

COMMODITY STRATEGIST  
INVESCO

# Oro e rame su tutti

a cura di Pinuccia Parini

**Il mercato dei prodotti energetici sembra piuttosto stabile, nonostante un quadro geopolitico a dir poco difficile. Qual è la vostra view al riguardo?**

«Attualmente, il Wti si muove nella fascia alta dei 70 dollari e il Brent in quella bassa degli 80. I corsi hanno mostrato stabilità con qualche pressione al ribasso, dal momento che i mercati stanno prezzando una diminuzione del rischio politico. Se analizziamo ciò che è successo a partire dello scoppio della guerra in Ucraina, bisogna ammettere che il sistema si è riorganizzato

in maniera impressionante. Infatti, non un solo barile di petrolio è andato perduto: semplicemente sono state modificate rotte e mercati di sbocco. Detto ciò, riteniamo che, dato un quadro piuttosto tirato a livello di domanda e offerta, i fondamentali suggeriscano come prezzo corretto per il Wti l'area intorno a 85 dollari».

**Quale quadro complessivo si sta delineando?**

«Il blocco dell'Opec plus è impegnato in una politica di tagli che finora sta rispettando in maniera piuttosto disci-



plinata. La Russia, infatti, estrae attualmente circa 9,4 milioni di barili giornalieri, ma non è improbabile che possa scendere intorno a 9 milioni, una cifra pari a quanto rilasciato attualmente sul mercato dall'Arabia Saudita. Dall'altra parte, però, non possiamo dimenticare che i quattro maggiori player non Opec, Canada, Guyana, Messico e Usa, sono tutti ai massimi storici del loro output di greggio. In particolare, gli Stati Uniti, con oltre 13 milioni di barili al giorno immessi sul mercato, costituiscono una delle variabili più importanti negli equilibri energetici globali. L'attuale amministrazione è stata di grande aiuto in termini di incentivi all'industria dei combustibili fossili americana, nonostante la reputazione di essere più focalizzata sulle rinnovabili. Attualmente gli Usa sono un esportatore netto di energia».

#### **Come si sta evolvendo la domanda?**

«Vi sono segnali positivi: ad esempio, la Cina sta gradualmente tornando alla normalità. Inoltre, entro fine anno la Fed dovrebbe cominciare a tagliare i tassi di interesse. Probabilmente si muoverà con grande cautela con un abbassamento di 25 punti base intorno a Natale, per poi proseguire con un paio di tagli nel 2025. Pensiamo che Powell offrirà questo regalo ai mercati, anche se l'inflazione rimanesse al di sopra del 2%, ma comunque a livelli moderati: per esempio intorno al 3%. Ciò che le autorità monetarie stanno facendo è gestire nella maniera migliore possibile le aspettative, ricordando agli investitori l'importanza della disciplina nel controllo dei prezzi, perché l'economia è ancora forte e diverse spinte sul costo della vita appaiono alquanto sticky. Storicamente, però, un'economia in moderato rallentamento (ciò che comunemente viene chiamato soft landing) e accompagnata da un calo del costo del denaro è di aiuto ai prezzi del petrolio».

#### **Passando invece ai metalli industriali, che quest'anno stanno andando molto bene, quale quadro si presenta agli investitori?**

«Tipicamente, questo gruppo di risorse

è fortemente ciclico, tanto che hanno sofferto parecchio quando si temeva che il pianeta fosse avviato a una fase di recessione. Da allora, la ripresa è stata forte, soprattutto per quanto riguarda il rame, che è anche la nostra scelta preferita fra i non ferrosi. Quest'ultimo, infatti, in precedenza sembrava soprattutto un'ottima maniera di puntare sullo sviluppo delle auto elettriche, poiché gli Ev richiedono un uso di questo metallo quattro volte superiore a un tradizionale veicolo a combustione. Le incertezze e le tensioni che circondano però l'intero settore hanno lasciato il campo a un altro grande tema di sviluppo: quello dei data centre per l'intelligenza artificiale. Questi ultimi necessitano di moltissimo rame e rappresentano un driver di lungo periodo molto importante».

#### **Ritiene che il forte bull market di questi mesi abbia in qualche maniera compromesso le prospettive per il futuro?**

«Sicuramente non ci aspettavamo un boom così rapido, ma riteniamo che vi sia un ciclo di lungo periodo che favorisce diverse materie prime, tra le quali, appunto, il rame. Anche in questo caso, peraltro, l'avvio e il dispiegamento di un ciclo di ribasso dei tassi di interesse nell'ambito del soft landing rappresenta un elemento molto positivo. Sul lato dell'offerta, inoltre, è difficile che il 2025 porti un significativo aumento per via dei limiti strutturali e delle lentezze burocratiche che accompagnano lo sviluppo di nuove miniere. Un paradigma favorevole, seppure in maniera meno intensa, lo ritroviamo anche in altri mercati quali lo stagno e lo zinco. Fondamentali meno positivi, invece, si hanno nel nickel a causa della forte produzione indonesiana, che può essere utilizzata dall'industria cinese degli Ev, nonostante non presenti caratteristiche high grade».

#### **Che cosa potrebbe influire negativamente sul complesso delle commodity?**

«Se politiche monetarie meno restrittive entro fine anno non dovessero materializzarsi, molto probabilmente andremmo incontro a una fase di cali e

di volatilità. Pertanto, il pericolo maggiore è uno shock geopolitico che potrebbe causare una fase di stagflazione, nei confronti della quale le banche centrali avrebbero ben pochi strumenti a disposizione. Ribadisco, però, che finora, nonostante le complicazioni, le rotte e le infrastrutture di trasporto hanno funzionato bene. Il rilascio da parte dell'amministrazione Biden di un milione di barili al giorno dalla riserva strategica e il cap di 60 dollari imposto sul greggio russo sono stati entrambi misure intelligenti per calmierare la situazione. Gli investitori, tuttavia, farebbero male a considerare sorpassati i pericoli di un deterioramento del quadro complessivo, specialmente quando è in gioco l'orgoglio di diverse nazioni. Basti pensare a quanto è successo di recente fra Israele e Iran, scontro che per fortuna ha avuto un costo molto limitato in termini di vite umane».

#### **Infine, quali sono le motivazioni che stanno spingendo così al rialzo i corsi dell'oro? Siete ottimisti sul futuro del metallo prezioso per eccellenza?**

«Certamente la ragione principale dell'imponente rialzo degli ultimi mesi è da ricercare negli acquisti delle banche centrali di diverse nazioni emergenti, Cina in primis. Il loro obiettivo è diversificare le proprie riserve al di fuori del dollaro e coprire i rischi derivanti dall'incerta situazione geopolitica. Si tratta di una tendenza destinata a durare sul lungo periodo e che fornisce un supporto a un livello progressivamente più elevato alle quotazioni di questa risorsa; pertanto, la nostra view è sicuramente positiva. In passato, infatti, osservavamo un incremento degli acquisti da parte delle autorità monetarie del mondo emergente quando l'oro calava nella fascia fra 1.700 e 1.900 dollari l'oncia. Adesso, invece, vi sono chiari segnali del fatto che lo stesso fenomeno avviene già nell'area fra 2.000 e 2.100. È interessante notare che quest'ultimo bull market, fino a poco tempo fa, non ha visto un'attiva partecipazione da parte degli investitori retail. Questi ultimi, man mano che le quotazioni crescevano, sono rimasti venditori netti di Etp auriferi».

**ANDREA CONTI**

RESPONSABILE MACRO RESEARCH  
EURIZON

# Continua il contesto favorevole per i mercati

a cura di Pinuccia Parini

**Per i mercati finanziari, d'ora in poi, sarà più importante concentrarsi sulla crescita o sull'inflazione?**

«La variabile principale rimane l'inflazione, anche se lo scenario è molto diverso da quello del 2022, perché è il fattore che per parecchio tempo ha trattenuto le banche centrali dal tagliare i tassi d'interesse. Si tratta di vedere se i prezzi al consumo, in particolare negli Stati Uniti, riprenderanno a scendere o se si stabilizzeranno sui livelli attuali e come reagirà la Fed in questo secondo caso, visto che l'obiettivo da raggiungere è, teoricamente, il 2%. Credo che

l'istituzione centrale non consideri questo target come tassativo e, di conseguenza, non decida nuovi rialzi».

**Se l'inflazione negli Usa dovesse rimanere intorno al 3,5%, c'è la possibilità che i tassi rimangano invariati?**

«È l'ipotesi sulla quale i mercati si stanno muovendo in quest'ultimo periodo. A inizio anno c'era un consenso per un taglio dei tassi americani addirittura a marzo, decisione che noi ritenevamo prematura e pensavamo si sarebbe potuta concretizzare a giugno o a luglio. Anche noi siamo





stati sorpresi dalla crescita e dall'inflazione più forte delle attese negli Usa. Adesso si sta assistendo a un atteggiamento degli investitori molto simile a quello di inizio anno, ma di tenore esattamente opposto: è aumentata la cautela ed è prezzato un solo taglio dei tassi a novembre, mentre i dot (ossia l'indicazione dei membri del Consiglio della Banca centrale americana) ne indicano due. C'è stato un momento, quest'anno, in cui si credeva che i tassi d'interesse sarebbero scesi dal 5,5% al 3%, mentre ora il punto di arrivo è atteso al 4%. Dunque, per tornare alla domanda, è possibile che la Fed non tagli se, sia la crescita, sia l'inflazione rimarranno elevate. Tuttavia, se anche così fosse, non penso possa essere disastroso per le diverse asset class: di fatto abbiamo già visto le aspettative cambiare drasticamente in questi mesi senza che la cosa abbia creato sconvolgimento».

### **E per quanto riguarda la Bce?**

«In un contesto di dati macroeconomici in miglioramento e un'inflazione tutto sommato benigna al 2,4%, prossima al target, è plausibile supporre che la Bce, dopo il primo taglio dei tassi avvenuto a giugno, prosegua nei mesi a venire. Ciò nonostante, ritengo che l'attenzione agli Usa non verrà meno, visto il peso dell'economia americana a livello mondiale».

### **C'è la possibilità che le banche centrali rivedano al rialzo il loro target d'inflazione?**

«Credo che la vera questione sia quanto le Banche centrali sono disposte a fare per raggiungere il 2% e quali potrebbero essere le conseguenze. Nel 2022, di fronte all'impennata dell'inflazione, la loro reazione forte e incisiva aveva una ragione d'essere perché l'obiettivo era di fare scendere i prezzi al consumo affinché non si ripetesse ciò che accadde negli anni '70. Bisogna ammettere che le istituzioni centrali sono riuscite nel loro intento, senza provocare una recessione. Penso che due punti di differenza di tassi reali tra l'inflazione e i policy rate siano più che sufficienti nell'attuale contesto economico, soprattutto se si pensa che nel ciclo precedente una situazione simile non si era mai verificata. Ciò vuol dire che viene rivisto l'obiettivo del 2%? Implicitamente potrebbe accadere, ma non ritengo che ciò possa avere una valenza significativa. Penso sia più importante

chiedersi quando la Fed inizierà a tagliare. Fatte queste debite riflessioni, va detto però che le borse hanno continuato a fare molto bene, in particolare le azioni, in un contesto economico favorevole anche in assenza di riduzione dei tassi d'interesse».

### **Qual è, a suo parere, la ragione di ciò?**

«Il motivo per cui la Fed, in particolare, non ha invertito la politica monetaria è perché la crescita ha tenuto, anzi ha continuato a sorprendere al rialzo, tanto che si tollera un livello di prezzi al consumo più elevato. La cartina tornasole, da questo punto di vista, sono stati, appunto, gli utili delle imprese che sono riuscite a scaricare a valle l'aumento dei costi».

### **Anche quest'anno il motivo conduttore è stato "bond is back", ma le obbligazioni non hanno dato grandi soddisfazioni. Che cosa ne pensa?**

«Ma il messaggio, almeno da parte nostra, non indicava che ci si dovesse concentrare solo sui bond, perché, nello scenario odierno, tutte le asset class ricoprono un ruolo interessante. I mercati obbligazionari hanno "solo" reso il carry: offrono rendimenti elevati per le scadenze brevi e, seppure più bassi, anche per quelle lunghe. Ricordiamoci che si arriva da un periodo in cui era "Tina" (There is no alternative) lo slogan del mercato, che poneva di fronte a due scelte antitetiche: detenere il cash o l'equity. Ora i tassi d'interesse sono tornati a svolgere il proprio ruolo: fare in modo che sia possibile costituire una base nei portafogli sulla quale costruire strategie anche più rischiose. In altre parole, grazie al flusso cedolare che le obbligazioni offrono, relativamente a bassa volatilità e con carry positivo, si può destinare la liquidità alla componente a spread e a quella azionaria».

### **Ciò che lei ha descritto è una situazione che varrà anche nei mesi venire?**

«Penso proprio di sì. È vero che i tassi d'interesse non sono scesi come ci si attendeva, ma non sono nemmeno risaliti; gli investitori non hanno perso soldi, soprattutto nelle scadenze brevi e medie, che sono le emissioni da noi preferite. I titoli a più lungo termine sono, da un punto di vista valutativo, interessanti. Infatti, se si considerano i livelli

del Treasury decennale o degli omologhi dell'area Emu, che rendono rispettivamente intorno al 4,6% e 3%, si può affermare che riescono a intercettare e distribuire la crescita nominale delle economie sotto-stanti. Inoltre, ritengo che siano un'eccellente polizza assicurativa rispetto al rischio che il contesto generale all'improvviso si deteriori e che non si stia correttamente valutando la durata di questo ciclo economico. Tuttavia, poiché il mercato finanziario non si è ancora stabilizzato in merito alle aspettative di politica monetaria, resiste un rischio di volatilità che pesa in particolare modo su queste scadenze».

### **È quindi necessario avere un'esposizione anche alle obbligazioni con lunghe scadenze?**

«Ritengo che sia comunque necessaria per bilanciare i portafogli e per continuare a essere investiti sulle attività di rischio, siano queste azioni o titoli di credito».

### **A tale proposito, come considera le valutazioni dell'equity?**

«Ovviamente sono meno interessanti rispetto a quelle di fine 2022. Adesso i multipli sono su livelli tra il neutrale e il caro, ma non sono estremi e non siamo dinanzi a una situazione paragonabile alla bolla speculativa del 2000, neppure per i titoli tecnologici. In aggiunta, se la crescita continuasse nel 2025 e 2026, non credo che si potrebbe affermare che gli indici scontano già gli utili aziendali dei prossimi due anni. È possibile che si assista a uno storno delle borse dinanzi a dati macroeconomici più deboli o a una Fed con un atteggiamento più arcigno, ma non penso che un'eventuale correzione possa essere considerata la fine del bull market».

### **La decisione della Bce, in anticipo sulla Fed, avrà un impatto sui mercati?**

«L'intervento anticipato della Bce rispetto alla Fed era già scontato dai mercati. Il differenziale dei tassi tra Stati Uniti ed Europa, che all'inizio d'anno, quando si pensava che Fed e Bce si sarebbero mosse all'unisono, si era allargato, sta rientrando, anche alla luce di dati americani che sono buoni, ma non in ulteriore accelerazione, mentre quelli europei mostrano segnali più incoraggianti. Le due banche centrali, pur con tempistiche diverse, credo si muoveranno nella stessa direzione e con tagli di entità simile».



# Enormi problemi, ma anche punti di forza

di Boris Secciani

**Nonostante il Pil dell'Italia sia previsto in crescita anche quest'anno, il Paese sta attraversando una fase delicata da cui emergono, nuovamente, l'elevato ammontare di debito pubblico e la necessità di riportare sotto controllo le finanze statali. Detto ciò, il Belpaese vanta un sistema che, considerando anche il settore privato, non è altamente a leva. Rimane però la questione di fondo, ossia che la crescita dipende da una spesa in disavanzo e che parte del debito accumulato in questi anni dovrà essere restituito.**

**I consumi rimangono stagnanti, nonostante un mercato del lavoro solido e la discesa dell'inflazione, verosimilmente a causa della perdita di potere d'acquisto degli italiani: pesa ancora l'impennata dei prezzi al consumo iniziata alla fine del 2021 e i livelli salariali stagnanti. Infatti, se è vero che c'è una maggiore dipendenza da disavanzi e sussidi in tutte le economie, in Italia si continuano a registrare aumenti di produttività e di reddito anemici. A fare da sfondo a questo contesto sono le dinamiche demografiche penalizzanti, aggravate da un tasso di nascite che è inferiore a quello delle economie mature. Quest'ultimo fenomeno è in gran**

**parte dovuto ai costi elevati associati al crescere un bambino e ha ricadute pesanti sull'occupazione femminile: molte donne sono costrette ad abbandonare il lavoro o a optare per il part-time involontario per una mancanza di welfare adeguato che aiuti le famiglie. All'interno di questo contesto, tuttavia, ci sono forti aree di dinamismo, soprattutto nel settore dei servizi, dove brilla l'industria del turismo e del Made in Italy, soprattutto nei settori dove il Paese detiene una leadership**

A tre anni dalla riapertura definitiva post-Covid, l'Italia si trova in una fase di transizione non facile, anche se non priva di opportunità interessanti. La relativa brillantezza economica vista negli ultimi anni, infatti, è stata legata in buona parte a misure espansive sul lato delle finanze pubbliche che oggi stanno giungendo al termine: il nostro Paese ha fornito un esempio paradigmatico di come le politiche fiscali abbiano raccolto il testimone, come driver della crescita, rispetto agli stimoli monetari che hanno dominato la scena negli anni 2010. Oggi, però, ci troviamo di fronte a due problemi: da una parte, la prospettiva di un ribasso dei tassi molto graduale, più lento di quanto si immaginava solo mesi fa, dall'altra, sono ritornate le pressioni provenienti dall'Europa per riportare sotto controllo le





finanze statali. Non va dimenticato, infatti, che l'Italia non solo vanta un elevatissimo stock di debito pubblico, ma ha pure mostrato nel 2023 il peggiore saldo continentale in termini di rapporto deficit/Pil (-7,4%).

Dunque, la realtà sta bussando di nuovo alla nostra porta, con la concreta possibilità che l'Italia debba tornare a tirare la cinghia in maniera tale da renderla quasi un outlier internazionale rispetto a un'economia globale ancora caratterizzata da stimoli governativi imponenti. Indicative al proposito appaiono le parole del Fmi sintetizzate da **Giacomo Calef**, country head Italia di **Ns Partners**: «La situazione dei conti pubblici rappresenta da molti anni un punto di attenzione, come affermato anche dal Fondo Monetario Internazionale. Lo stesso Fmi consiglia di attivare misure per aumentare in modo stabile e sostenibile la produttività del lavoro. Si stima che sarà necessario un avanzo primario molto elevato, vicino al 3% del Pil, per garantire un rapporto debito/Pil in graduale diminuzione».

#### POCHI MARGINI

In pratica, al Belpaese non sono concessi margini che altri, invece, hanno a disposizione senza dovere affrontare particolari patemi. La Penisola, però, nel complesso è un sistema

non certo a leva particolarmente alta, una volta considerato anche il settore privato. Ma, al tempo stesso, non si può neppure affermare che i mercati ce l'abbiano con noi per ragioni irrazionali. Per inquadrare meglio il discorso, conviene rivolgersi a un'interessante analisi elaborata nel brief di aprile di **Prometeia** sul quadro macro attuale: «Secondo le nostre stime preliminari, il Pil italiano del primo trimestre dovrebbe essere cresciuto dello 0,3% su base congiunturale rispetto al +0,1% da noi previsto nel nostro April brief. Grazie a questa cifra al di sopra delle attese, in buona parte generata da un ulteriore incremento dell'attività edilizia, abbiamo ritoccato all'insù, nello specifico da +0,7% a +0,8%, la stima della crescita economica per il 2024. Quest'ultima verrà comunque influenzata nei prossimi mesi dalla fine degli incentivi sul Superbonus al 110%. Gli effetti negativi di questo fenomeno verranno mitigati solo parzialmente dalla spesa generata dal Pnrr».

Fa una certa impressione, peraltro, trovare pareri nella sostanza identici fra le diverse voci dei professionisti della gestione del risparmio e quelle della finanza in generale. Ad esempio, su una lunghezza d'onda molto simile a quanto elaborato da Prometeia si muove anche Giacomo Calef: «Il periodo post-Co-

vid ha registrato un rimbalzo della crescita del Pil e l'economia italiana si è ripresa dagli shock della pandemia, grazie soprattutto al turismo e alle politiche fiscali e monetarie. L'attività economica è aumentata dello 0,9% nel 2023 e dello 0,6% (anno su anno) nel primo trimestre del 2024. Di conseguenza, il Pil ha superato il livello pre-Covid con una velocità maggiore rispetto agli altri grandi paesi dell'area euro. L'occupazione è aumentata in linea con il Pil, in particolare nei servizi e nelle costruzioni, in parte grazie ai sussidi per i costi del lavoro. Tuttavia, non ci aspettiamo che l'economia cresca agli stessi tassi del periodo post-Covid, bensì che entri in una fase di stabilizzazione. I bonus edilizi hanno dato un contributo importante per la crescita del Pil, ma d'ora in poi dovrà essere il Pnrr a fare da traino: tra questo e il prossimo anno, come affermato da Confindustria, l'Italia avrà dal Piano ben 100 miliardi a disposizione per investimenti e riforme».

#### MODELLO KEYNESIANO

Sostanzialmente, le parole di entrambe le fonti rimarcano che dalle nostre parti sembra impossibile riuscire a riaccendere un processo di crescita endogeno, visto che il tutto dipende da un modello prettamente

“

*Circa la metà della crescita è dovuta a incentivi una tantum dal lato della domanda (Pnrr e Superbonus), che daranno ancora una certa spinta fino al 2026 e poi verranno meno, anche perché dal 2027 dovremo iniziare a ripagare la parte in prestiti del Pnrr*

”



**MASSIMO TRABATTONI**  
head of Italian equity  
Kairos Partners Sgr

keynesiano di spesa in deficit. Parte del debito accumulato in questi anni, peraltro, come ricorda **Massimo Trabattoni**, head of Italian equity di **Kairos Partners Sgr**, dovrà entro non tantissimo tempo essere in parte restituito senza possibilità di roll-over: «Se partiamo dal quarto trimestre del 2019, l'economia italiana è cresciuta, alla fine del primo trimestre 2024, del 4%. È un risultato migliore della media dell'Eurozona, che è stata del 3,5%. Meglio, in particolare, di Francia e Spagna e ancora di più della Germania, scesa nel periodo dello 0,2%. Degni di nota gli investimenti nell'edilizia e il buon andamento delle esportazioni. Circa la metà della crescita è però dovuta a incentivi una tantum dal lato della domanda (Pnrr e Superbonus), che daranno ancora una certa spinta fino al 2026 e poi verranno meno, anche perché dal 2027 dovremo iniziare a ripagare la parte in prestiti del Pnrr. Poco è stato fatto dal lato dell'offerta».

#### REDDITI E CONSUMI AL PALO

Nello specifico, il nostro Paese per certi versi sta tornando all'assetto degli ultimi decenni, con consumi piuttosto stagnanti. Dopo il grande rimbalzo post-pandemia, gli italiani hanno infatti visto il proprio potere d'acquisto erodersi nuovamente a causa della forte inflazione subita negli ultimi mesi del 2021 e la prima metà del 2023. Anche in questo caso, Prometeia delinea un interessante quadro

delle dinamiche dell'odierna economia nazionale: «Nonostante l'inflazione sia in discesa e il mercato del lavoro solido, ci aspettiamo per quest'anno un andamento stagnante dei consumi. La causa di ciò è da ricercare nella diminuzione del potere d'acquisto e della ricchezza finanziaria netta italiana, a causa dei periodi di alta inflazione degli ultimi anni. I recenti rinnovi dei contratti hanno compensato solo parzialmente l'impatto negativo del

rialzo del costo della vita. Alla fine del 2024 scadranno anche alcune importanti misure di abbassamento del cuneo fiscale sui redditi da lavoro e rinnovarli costerebbe 20 miliardi di euro. Dato che è probabile che la Commissione europea a giugno avvii nei confronti dell'Italia una procedura di infrazione per eccessivo deficit, a nostro avviso l'estensione dei provvedimenti citati sarà solo parziale e richiederà entrate aggiuntive».

In pratica, dalle nostre parti non riusciamo a liberarci dell'atavico problema della perenne stagnazione di stipendi ormai fra i più bassi nell'insieme dei paesi ad alto reddito. Basti pensare, ad esempio, che nel 2022 il salario medio nelle città cinesi tier 1 sfiorava ormai 170 mila yuan lordi annui: al cambio attuale, questa cifra si posiziona intorno a 21.500 euro, mentre il dato equivalente italiano risultava di poco superiore a 29.500. Il tutto, però, con un costo della vita e un cuneo fiscale da noi molto più elevati. Non è un caso che, come abbiamo visto, il Fondo Monetario Internazionale raccomandi proprio di puntare su una maggiore produttività del lavoro per rendere sostenibile una riduzione del debito pubblico. Ed è questa, infatti, l'anomalia del nostro Paese: quasi tutte le maggiori economie stanno diventando progressivamente sempre più dipendenti da disavanzi e sussidi, ma in nessun'altra l'aumento di produttività e i redditi rimangono costantemente anemici. Fa impressione vedere che in Italia, mese dopo mese, si batte il record storico degli





occupati, che a marzo hanno toccato quota 23,85 milioni, senza però alcuna pressione sul costo del lavoro.

### SEGNII DI SOFFERENZA

Laconica appare la sintesi di **Antonio Amendola**, portfolio manager di **AcomeA Sgr**: «Il consumatore italiano mostra segni di sofferenza dovuti al reddito negativo in termini reali. Tradotto, vuole dire che il rialzo dei salari non tiene il passo con il tasso di inflazione, nonostante il livello di occupazione sia molto alto. Per avere una spinta importante dai consumi interni c'è bisogno di un aumento delle retribuzioni che pareggi quanto meno il tasso di inflazione». Nello specifico dei vari settori, quanto riportato da **Diego Toffoli**, responsabile investimenti di **Intermonte Advisory & Gestione**, conferma il ritorno agli anni magri sul fronte domestico, con famiglie di nuovo concentrate sulle spese essenziali: «Sui consumi interni siamo abbastanza allineati con il consenso, ossia non ci aspettiamo trend particolarmente forti quest'anno. I consumi discrezionali (auto, ristoranti, ecc.) stanno leggermente calando, complice l'aumento dei prezzi, mentre quelli non discrezionali (ad esempio la spesa alimentare) al momento stanno tenendo».

### L'UOVO E LA GALLINA

Quando si parla delle magagne dell'economia del Belpaese, spesso si ha l'impressione di trovarsi di fronte al classico dilemma dell'uovo e della gallina, dove non è chiaro quale sia il rapporto di causalità fra i diversi problemi. Nello specifico, una situazione strutturalmente di arretratezza da realtà in via di sviluppo si ha nell'ambito dell'occupazione femminile. Tutto ciò si associa all'elevata speranza di vita italiana, che rischia di creare un corto circuito micidiale nella nostra economia. Alcuni dati particolarmente interessanti sono stati presentati di recente in una ricerca di **Gimme5**, una delle maggiori fintech nazionali. Alcune cifre citate nel rapporto sono tanto drammatiche quanto indicative: «Si stima che nel periodo 2017-2020, mantenere un figlio in Italia sia costato in media 640 euro al mese, cioè oltre 138 mila euro fino al raggiungimento della maggiore età, il doppio rispetto alla media dei paesi Ocse. Se ai costi elevati si aggiunge l'assenza di un sistema adeguato di welfare aziendale e asili nido, appare chiaro che il prezzo della maternità per molte sia insostenibile. La cura della famiglia

“

*Il consumatore italiano mostra segni di sofferenza dovuti al reddito negativo in termini reali. Tradotto, vuole dire che il rialzo dei salari non tiene il passo con il tasso di inflazione, nonostante il livello di occupazione sia molto alto*



**ANTONIO AMENDOLA**  
portfolio manager  
AcomeA Sgr

”



è la prima causa di abbandono dell'impiego per le italiane, ma anche per le donne che continuano a lavorare il gap retributivo è pari a una media del 5% su base oraria e del 43% su base annuale. Costi elevati, precarietà lavorativa e disequilibri nella ripartizione delle incombenze domestiche hanno ripercussioni evidenti sulla ricchezza finanziaria femminile: lo conferma l'analisi della base clienti di Gimme5, che mostra che le donne restano in minoranza e i loro salvadanai digitali sono mediamente più piccoli rispetto a quelli dei clienti uomini».

### NASCITE SCONSOLANTI

In pratica, la Penisola presenta un tasso di nascite sconsolante anche per gli standard delle economie mature. In gran parte il fenomeno è dovuto ai costi elevatissimi associati al crescere un bambino. Tutto ciò porta molte donne ad abbandonare il lavoro o a optare per il part-time involontario o altre forme di freno al proprio percorso occupazionale. È interessante notare che a sua volta si genera una disparità fra i redditi dei due sessi imponente, nonostante paghe orarie in media molto simili. A differenza che in molte economie del Nord Europa, però, il welfare di sostegno alla famiglia, che avrebbe un importante ruolo di stimolo correttivo, presso i nostri lidi latita parecchio. Lo stato italiano è infatti gravato da un debito accumulato

molto alto, da un Pil pro capite non fra i più elevati tra le economie avanzate e da ingenti spese previdenziali. Margini non ce ne sono, soltanto che così si peggiora ulteriormente la domanda domestica e l'equilibrio futuro fra lavoratori e pensionati. Inoltre, una fiscalità onerosa e impegnata, come abbiamo visto, difficilmente favorisce l'avvio di start-up e il rafforzamento e l'espansione della produttività del nostro telaio di imprese, a sua volta un ingrediente di vitale importanza per uscire dall'impasse: in pratica un circolo vizioso apparentemente senza sbocchi. Vi è infatti la concreta possibilità di trovarsi nella seconda metà di questo secolo con una nazione caratterizzata da poca competitività e ampie fasce di miseria in prevalenza composte da signore anziane, il cui unico sostentamento è dato da una modesta reversibilità o dalla pensione sociale.

### VOGLIA D'ITALIA GLOBALE

Dopo questo esame impietoso, sarebbe sbagliato considerare la situazione priva di speranze e di capacità di sbocco. In Italia restano forti aree di dinamismo, il che è risaputo. Ciò che forse è un po' meno banale è il fatto che i settori tradizionali del nostro sistema stanno vivendo un boom senza precedenti. Il tema è affrontato in maniera chiara da Diego Toffoli, di Intermonte Advisory & Gestione: «Ci sono tutti gli elementi perché l'econo-

mia italiana possa continuare a fare bene. La minore dipendenza dalla manifattura rispetto ad altre economie, come, ad esempio, la Germania, e il maggiore peso dei servizi possono sostenere il Pil dell'Italia. Il turismo è su livelli record. Detto ciò, le nostre previsioni sulla crescita del Pil per il 2024 (+0,8%) sono leggermente più basse rispetto a quelle appena comunicate dalla Commissione europea (+0,9%)».

La Penisola, dunque, sta sperimentando un boom turistico senza precedenti, in un mondo che mostra una fame infinita di viaggi ed esperienze. Spesso snobbato come un settore da economia emergente, in realtà questo pilastro sta andando a creare una dinamo aggiuntiva in grado di diversificare il motore economico nazionale al di fuori delle industrie votate all'esportazione. Anche in questo caso, conviene osservare qualche numero per meglio inquadrare il tema: in particolare il rapporto "Economic Impact Research" del World Travel & Tourism Council (Wttc) riporta che l'anno scorso tutta la filiera dei servizi turistici (inclusi i viaggi per ragioni di lavoro) ha iniettato nell'economia italiana 215 miliardi di euro, pari al 10,5% del Prodotto interno lordo.

Questo macro-segmento ha contribuito alla creazione netta di 185 mila posti di lavoro nel 2023. È interessante notare che l'anno scorso l'occupazione nel suo complesso è cresciuta di 456 mila unità: in pratica oltre il 40% dell'incremento degli assunti è stato generato in ambito turistico. La ricerca del Wttc, peraltro, sottolinea che a trascinare i fatturati è stata soprattutto la domanda estera. Quest'ultima è salita del 19%, toccando la cifra record di 51,4 miliardi di euro. I dati disponibili per i primi mesi del 2024 sembrano inoltre confermare il quadro positivo.

### BOOM MARKET STRUTTURALE

Tutto ciò si somma ad acquisti molto forti da parte di stranieri per diverse aree del made in Italy, che sono ormai entrate in un boom market strutturale e che vale la pena analizzare in maggiore dettaglio nelle sezioni successive dell'inchiesta. Se la congiuntura manifatturiera continentale e globale confermasse i miglioramenti che stanno spuntando qua e là, allora si potrebbe sperare in qualcosa di meglio rispetto al puntare tutto sull'afflusso dei denari del Pnrr. Un minimo di ottimismo da questo punto di vista arriva da Antonio Amendola, di AcomeA Sgr: «L'economia italiana post Covid ha avuto un







andamento brillante in larga parte perché sorretta dagli incentivi dell'ecobonus che hanno sostenuto il nostro Pil. Ci aspettiamo un buon andamento dell'economia rafforzata dalle esportazioni, specialmente nei settori dove siamo leader».

Ancora più importante rispetto a qualche decimale in più nel Pil dei prossimi trimestri appare però un'altra questione, ossia la possibilità che l'enorme voglia di made in Italy presente nel mondo costituisca alla fine un driver sufficiente per tirare fuori la Penisola dal pantano delle paghe basse. In questo ambito, parole di speranza vengono offerte da **Dario Angelino**, responsabile investment advisory di **Symphonia Sgr**: «Anche nel 2024 l'economia italiana dovrebbe conservare il trend positivo di crescita prossima all'1%. L'uscita dell'Eurozona dalla stagnazione, la ripresa del settore industriale globale e il buon andamento del turismo supporteranno l'attività economica. Il massimo impatto negativo della stretta monetaria della Bce sarà superato nel corso del primo semestre, mentre la combinazione di discesa dell'inflazione, aumenti dei salari ed elevati livelli occupazionali sosterranno il potere d'acquisto di famiglie e imprese. L'accelerazione dell'impiego dei

fondi del Pnrr dovrebbe compensare la fine degli incentivi fiscali per l'edilizia residenziale come il Superbonus».

#### OCCUPAZIONE AI MASSIMI

Angelino, peraltro, non rappresenta una voce isolata. **Luca Mori**, portfolio manager di **Algebris Core Italy Fund**, di **Algebris Investments**, propone una tesi simile: «Riteniamo che la ripresa dell'economia italiana sia stata trainata tanto dalle attività interne, quanto dall'esportazione. Il Paese si trova sui livelli massimi storici di occupazione e pensiamo che ciò possa sostenere la domanda interna. Inoltre, i servizi sono supportati dall'affluenza turistica che continua a rimanere forte. I piani infrastrutturali e l'uso tangibile dei fondi del Pnrr porteranno una crescita degli investimenti ancora per diversi trimestri».

Nel complesso il sentiero più ragionevole oggi per il nostro Paese è espandere e fare crescere i settori nei quali è storicamente molto forte e che, per fortuna, continuano anno dopo anno a macinare nuovi record. L'Italia può avere un suo ruolo nello scacchiere planetario, che difficilmente sarà quello di creare la nuova Nvidia, ma c'è la possibilità di accaparrare fette adeguate del valore ag-



**LUCA MORI**  
portfolio manager  
**Algebris Core Italy Fund**  
**Algebris Investments**



*Riteniamo che la ripresa dell'economia italiana sia stata trainata tanto dalle attività interne, quanto dall'esportazione. Il Paese si trova su livelli massimi storici di occupazione e pensiamo che ciò possa sostenere la domanda interna. Inoltre, i servizi sono supportati dall'affluenza turistica che continua a rimanere forte. I piani infrastrutturali e l'uso tangibile dei fondi del Pnrr porteranno una crescita degli investimenti ancora per diversi trimestri*



giunto globale. Le opportunità ci sono, diverse delle quali investibili sul mercato. Se però si continuasse a puntare sulla droga degli stimoli fiscali, i rischi di schiantarsi da qui a qualche anno sarebbero molto forti.

# Btp, un Made in Italy con qualche rischio

**Il Btp italiano ha un rendimento a scadenza che è il più elevato nell'Eurozona, indice della difficoltà del Paese di portare avanti un vero e proprio processo di riforme. Tuttavia, da un punto di vista economico, l'Italia continua a produrre saldi attivi con l'estero e i rapporti internazionali non rivelano particolari criticità. A seconda dei punti di vista, l'investimento nel Btp decennale può essere considerato un'opportunità con ancora discrete prospettive o un'occasione ciclica già ampiamente alle spalle. Per il momento non si percepiscono particolari rischi per il debito sovrano, ma l'incertezza legata all'andamento della crescita e dell'inflazione porta a una maggiore cautela sulla duration. Infine, è opportuno ricordare che le famiglie italiane, negli ultimi due anni, hanno allocato una grande quantità di denaro direttamente sulle emissioni del Tesoro, diminuendo al contempo l'esposizione ad altre asset class, e ciò è un fattore di grande stabilità per l'Italia. Detto ciò, il problema dell'elevato livello del debito nel lungo periodo rimane**

Analizzare le prospettive del reddito fisso governativo italiano oggi porta a un dilemma di non facile risoluzione e incentrato sostanzialmente sulla visione che si ha del futuro del Paese. Attualmente, il Btp decennale scambia intorno a 130 punti base di spread, poco lontano dai minimi dell'ultimo anno. Al contempo, il suo rendimento a scadenza rimane il più elevato dell'Eurozona, segno del fatto che l'Italia non è riuscita in questi anni ad abbandonare il ruolo di outlier negativo dell'Unione. Oggi, infatti, nessuno parla più di una frattura fra Nord e Sud Europa, bensì di difficoltà specifiche del Belpaese, dal momento che Grecia, Portogallo e Spagna hanno portato avanti un processo di riforme imponente che da noi, invece, si è visto in misura molto parziale. La Penisola resta, dunque, almeno in parte un sorvegliato speciale, la cui fiducia da parte degli investitori internazionali non è da dare per scontata.

Al tempo stesso, però, la nostra economia è ormai da diversi anni in grado di produrre saldi attivi con l'estero e, tutto sommato, il quadro politico e i rapporti internazionali rimangono fuori dalla zona pericolo. Per questa ragione, la prossima manovra, probabilmente piuttosto dura, non dovrebbe generare effetti peggiori di un po' di volatilità di breve periodo. In questa maniera la pensa **Dario Angelino**, responsabile investment advi-



**DARIO ANGELINO**  
responsabile investment  
advisory  
Symphonia Sgr

“

*Per il 2024 la situazione del debito pubblico italiano sembra sotto controllo (...). La rimozione a sorpresa dell'outlook negativo sul rating sovrano dell'Italia da parte di Moody's ha allontanato a medio termine il rischio di downgrade a high yield, che era l'incognita principale per il reddito fisso italiano*

”

sory di **Symphonia Sgr**: «Per il 2024 la situazione del debito pubblico italiano sembra sotto controllo. La politica fiscale rimarrà prudente e il supporto europeo garantisce un certo margine di manovra: il rapporto deficit/Pil non tornerà comunque sotto il 3% prima del 2026-2027. La rimozione a sorpresa dell'outlook negativo sul rating sovrano dell'Italia da parte di Moody's ha allontanato a medio termine il rischio di downgrade a high yield, che era l'incognita principale

per il reddito fisso italiano. Inoltre, la situazione politica interna è relativamente stabile. Le performance dei titoli di stato italiani saranno guidate principalmente dalle condizioni finanziarie sui mercati internazionali, soprattutto ora che il livello dello spread del Btp rispetto al Bund non è lontano dai minimi post-pandemici».

#### MEGLIO CAUTI SULLA DURATION

Per il momento, dunque, le emissioni del Tesoro italiano sembrano seguire il ciclo dei governativi europei. Sostanzialmente, il 2024 e probabilmente il 2025 si stanno configurando come una scommessa sulle dimensioni dell'allentamento della cinghia monetaria da parte di Francoforte. A seconda di come la si vede su quel lato, il Btp decennale può essere considerato un investimento dalle discrete prospettive o come un'occasione ciclica già ampiamente alle spalle. Va detto, peraltro, che, in linea con i chiari di luna di un'inflazione comunque piuttosto rognosa e tuttora fuori dal target della Banca centrale, forse anche da noi conviene restare cauti per quanto riguarda la duration. Su questa lunghezza d'onda si muove **Mohammed Kazmi**, portfolio manager & macro strategist di **Union Bancaire Privée**: «Pur mantenendo una view positiva sugli spread dei Btp, siamo più difensivi per quanto riguarda la duration complessiva dei tassi d'interesse nell'Eurozona, perché una crescita solida, unita a un'inflazione persistente, potrebbe portare a un ciclo di riduzione dei tassi più graduale di quanto attualmente previsto».

#### CORSI RAGIONEVOLI

Perciò, il reddito fisso sovrano del nostro Paese appare un asset dal discreto carry e a corsi tutto sommato ragionevoli, ma resta da valutare quale potrebbe essere l'evoluzione nel breve-medio periodo dello spread. Quest'ultimo, come visto, è al contempo storicamente modesto, ma elevato rispetto ai bond di economie non così chiaramente migliori dell'Italia. Notoriamente, una certa correlazione positiva esiste fra politica monetaria e andamento dei differenziali di rendimento e con una Bce lenta e cauta, ma comunque non arcigna, **Luigi Dompè**, responsabile azionario **Italia di Anima Sgr**, vede all'orizzonte un quadro decente: «Tra l'estate e l'inizio dell'autunno, la volatilità sui Btp potrebbe

umentare, complice il maggiore focus sui temi fiscali e un equilibrio meno benigno fra domanda e offerta. Non ci aspettiamo, però, un allargamento permanente dello spread su livelli molto superiori a quelli attuali, visto il supporto offerto dal ciclo di tagli della Bce, l'appetibilità dei rendimenti offerti e l'approccio collaborativo del governo con le istituzioni europee».

#### PROBLEMI NON SOLO PER NOI

Tirando le somme, i prossimi 18 mesi dovrebbero essere caratterizzati da una politica fiscale meno accomodante, ma globalmente ancora espansiva, da un rientro dai picchi di asperità in termini di costo del denaro, da un andamento del Pil blando, però non terribile, e da un quadro comunque costruttivo nei confronti di



**MOHAMMED KAZMI**  
portfolio manager  
& macro strategist  
Union Bancaire Privée

“

*Pur mantenendo una view positiva sugli spread dei Btp, siamo più difensivi per quanto riguarda la duration complessiva dei tassi d'interesse nell'Eurozona*

”





mercati e autorità europee. Il dilemma cui si è accennato in apertura, cioè che abbiamo numeri ai massimi livelli di sempre, ma inferiori a quelli degli altri paesi del Sud Europa, si pone però allargando l'orizzonte temporale al 2026 e oltre, quando inevitabilmente si dovrà dimostrare di essere tornati su un sentiero più sostenibile e, magari, con una crescita strutturale meno miseranda di quella mostrata al netto delle varie droghe iniettate nell'ultimo decennio. Va detto, inoltre, che tutto sommato non mancano anche le ragioni per essere speranzosi. Specificatamente non va dimenticato, come ricorda **Diego Toffoli**, responsabile investimenti di **Intermonte Advisory & Gestione**, che la Penisola sempre meno rappresenta un caso unico a livello di debito pubblico accumulato: «Il debito italiano continua a crescere così come sta salendo anche nelle altre principali economie europee e negli Stati Uniti. L'economia dell'Italia, in rapporto agli altri paesi europei, è però più forte rispetto agli anni passati: l'euro debole favorisce la competitività delle

nostre imprese, le politiche fiscali europee post-Covid sono ancora in essere e l'Italia è uno dei paesi che ne stanno traendo maggiori benefici. In conclusione, al momento il debito non è una preoccupazione».

#### **PERENNE AVANZO PRIMARIO**

A questo punto, vale la pena approfondire le parole di Toffoli: è vero che il nostro telaio produttivo soffre di diverse magagne ataviche, ma è altresì fuori discussione che la voragine accumulata negli anni delle spese folli ha costretto lo stato a vivere in un paradigma di perenne, o quasi, avanzo primario. Tutto ciò è costato lacrime e sangue e ci ha infilato in quella spirale di fiscalità elevatissima e welfare modesto che tanto ha influito sulla compressione della domanda domestica, da decenni una costante del panorama nazionale. L'ultimo lustro ha però visto diverse fra le maggiori economie sbraccare a livello di conti pubblici a fronte di una crescita dell'output modesta. In particolare, anche il core dell'Eurozona sta

cominciando, per così dire, a italianizzarsi, con una moneta debole e la domanda del resto del mondo a tenere in piedi la baracca. L'Italia potrebbe dunque gradualmente smettere di essere vista come una sorta di Gianburrasca continentale e cominciare a venire percepita come una delle tante realtà piuttosto decadenti dell'Occidente.

Un altro elemento da non sottovalutare, se diventasse un fattore strutturale, è spiegato da **Antonio Amendola**, portfolio manager, **AcomeA Sgr**: «La situazione dei conti pubblici italiana non è semplice e lo dimostrano anche i piazzamenti delle azioni nelle partecipate pubbliche. Tuttavia, al momento risulta ampiamente sotto controllo, grazie anche al buon andamento delle emissioni di Btp che sono sempre più nelle mani dei risparmiatori italiani». Le famiglie del Belpaese, infatti, nell'ultimo biennio sono tornate a collocare una grande quantità di denaro direttamente sulle emissioni del Tesoro, diminuendo al contempo l'esposizione ad altre asset class. Dal momento che pare improbabili-

le tornare ai tassi a zero tanto presto, almeno parte del fenomeno potrebbe risultare permanente. Sicuramente ciò rappresenterebbe un pilastro di grande stabilità per l'Italia, una nazione la cui popolazione spesso si è dimostrata restia ad abbracciare i diversi trend della globalizzazione. Con quest'ultima in profonda crisi, l'avversione al rischio e un certo provincialismo dei nostri investitori retail, invece che un handicap, potrebbero rivelarsi sul lungo periodo un plus.

#### LO SCENARIO IDEALE

Che cosa potrebbe andare storto in tutto ciò? A rispondere è l'analisi di **Giacomo Calef**, country head Italia di **Ns Partners**: «Al momento i titoli di debito italiani offrono i rendimenti più interessanti nell'area euro, che spingono in alto la domanda degli investitori. Si consideri, tuttavia, che la Bce nella seconda metà dell'anno intende ridurre il portafoglio Pepp (Programma straordinario di emissione titoli della pandemia) in media di 7,5 miliardi di euro al mese e questo fatto potrebbe incrementare la volatilità dei titoli di stato italiani». Semplicemente, è da prima del whatever it takes draghiano del 2012 che l'intero complesso del nostro sistema non è esposto a condizioni di mercato restrittive. Gli ultimi due anni sono stati infatti un'anomalia affrontabile anche grazie alla forte espansione dell'economia a livello nominale. Ma che cosa succederà ai nostri conti pubblici, in un ambiente caratterizzato da tassi reali (e aspettative degli stessi) ampiamente in territorio positivo e da un continuo restringimento dei bilanci di Francoforte, non è davvero dato saperlo.

Lo scenario ideale, probabilmente, si colloca a metà strada fra il livello di inflazione attuale, costantemente sopra il target, e la calma piatta deflativa di qualche anno fa. Nel primo caso, infatti, non si uscirebbe per molti anni dalla morsa di una liquidità relativamente ridotta. Nel secondo, si tornerebbe all'incubo dell'andamento piatto del Pil nominale. Ragionevolmente, se la pressione sui prezzi rientrasse nella fascia fra l'1,5% e il 2,5%, l'Italia si troverebbe in una zona di "goldilocks", in cui il nostro apparato produttivo potrebbe respirare e giocare le sue carte vincenti, mentre il Tesoro continuerebbe a rifinanziare le proprie necessità senza troppi patemi.

“

*La Bce nella seconda metà dell'anno intende ridurre il portafoglio Pepp (Programma straordinario di emissione titoli della pandemia) in media di 7,5 miliardi di euro al mese e questo fatto potrebbe incrementare la volatilità dei titoli di stato italiani*

”



**GIACOMO CALEF**  
country head Italia  
Ns Partners





# Azionario, inaspettati leader

**Il mercato azionario italiano, da un anno a questa parte, mostra segnali di forza grazie a una serie di fattori contingenti e a una consistente presenza nell'indice Ftse Mib del comparto bancario. Inoltre, e non è certo di secondaria importanza, le valutazioni rimangono attrattive. Se i conti pubblici non sono il punto di forza del Paese, è pur vero che le aziende hanno dimostrato la capacità non solo di sapere convivere, ma molte di esse sono in grado di competere sui mercati globali. Tra queste ultime spiccano le società del lusso, nonostante stiano al momento patendo le dinamiche dell'economia cinese. Molto interessanti sono anche le valutazioni delle piccole e medie capitalizzazioni, all'interno delle quali si trovano imprese che potrebbero essere considerate la via nazionale all'innovazione e alla creazione delle tecnologie più avanzate. Infine, se si analizza il listino italiano, non si può prescindere dal settore bancario che, oltre ad avere riportato una cospicua crescita del margine di interesse, gode di una forte solidità patrimoniale**

La piazza azionaria di Milano nei primi cinque mesi dell'anno ha fornito un'altra fase di sovraperformance rispetto al resto del continente. Alla fine di maggio, infatti, il Ftse Mib si trovava in territorio positivo di circa il 12% rispetto alla fine del 2023, un valore più elevato rispetto all'aumento dello Stoxx 600 (intorno a +8%). La plusvalenza finora è risultata migliore anche rispetto alla Francia, con il Cac 40 fermo a +6%, e anche (seppure non di molto) a confronto della Germania. In particolare, quest'ultimo dato è rilevante, poiché Francoforte è stata una delle migliori piazze europee quest'anno, sull'onda di una ripresa ciclica del manifatturiero locale che forse sta uscendo da due anni di crisi acuta. Alla base della lunga performance favorevole dell'Italia (vale la pena ricordare che nell'ultimo anno la crescita ha superato +28%), sicuramente hanno influito fattori contingenti, tra i quali il mix settoriale, in particolare la



forte presenza nell'indice del comparto bancario. Fondamentale anche il fatto che, come specifica **Luigi Dompè**, responsabile azionario Italia di **Anima Sgr**, le valutazioni rimangono appetibili: «In questo contesto, l'approccio degli investitori al mercato azionario continuerà a essere guidato dalle aspettative sulla crescita dell'economia e degli utili, che offrono segnali incoraggianti. In aggiunta, le valutazioni relative estremamente compresse dei listini domestici rappresentano un cuscinetto protettivo rispetto a eventuali fasi di escalation della volatilità».

Dall'altra parte, però, gradualmente, e nel post-pandemia in maniera più decisa, il pubblico ha cominciato a guardare gli asset rischiosi della Penisola con occhi diversi, elemento che ha portato a un paradigma nuovo ben descritto da **Luca Mori**, portfolio manager di **Algebris Core Italy Fund**: «Sicuramente le condizioni in cui da sempre versano le finanze pubbliche italiane non sono delle più floride, ma è innegabile che le nostre aziende si sono ormai abituate a convivere

con una situazione complicata dei conti pubblici; e anche il mercato finanziario negli ultimi anni non ha più considerato centrali nelle proprie scelte di investimento variabili quali lo spread o il rapporto debito pubblico/Pil. Chiaro che il costo del debito statale ha indirettamente effetto anche sulla competitività del sistema Italia (maggiori oneri fiscali, ad esempio) e non è secondario che tante nostre aziende abbiano spostato la sede in paesi con minore pressione fiscale e maggiore snellezza burocratica. Pur auspicando che non si ripetano scenari come quelli della crisi italiana (2011), va ricordato che in quel contesto, operando con flessibilità e selettività, si erano create opportunità di investimento raramente viste in precedenza che, al rientro dalla fase di tensione, hanno portato a performance significative».

In pratica, le nostre imprese sono riuscite finalmente a operare un decoupling fondamentale rispetto alle traversie dello stato. Gli investitori si sono resi conto che in Italia esiste un insieme decisamente vasto di società competitive ai massimi livelli



**LUIGI DOMPÈ**  
responsabile azionario Italia  
Anima Sgr

“

*L'approccio degli investitori al mercato azionario continuerà a essere guidato dalle aspettative sulla crescita dell'economia e degli utili, che offrono segnali incoraggianti. In aggiunta, le valutazioni relative estremamente compresse dei listini domestici rappresentano un cuscinetto protettivo*

”

mondiali e, nonostante la perenne ritrosia a quotarsi, diverse fra esse sono disponibili a Piazza Affari. In particolar modo, fra l'equity del Belpaese è possibile comprare titoli perfetti per la costruzione di portafogli con un marcato potenziale di crescita, ma a corsi ragionevoli. Tutto ciò perché molti protagonisti dell'economia italiana operano in campi dalle eccellenti prospettive di lungo periodo, con, però, non indifferenti e periodiche fasi di volatilità e cicli avversi. In sintonia con quanto accennato, appaiono le scelte di **Diego**

**Toffoli**, responsabile investimenti di **Intermonte Advisory & Gestione**: «Il settore del lusso al momento è penalizzato dalla debolezza del mercato cinese, ma le misure che il governo di Pechino sta mettendo in atto stanno mostrando i primi segnali positivi. Il comparto tecnologico, invece, è supportato dagli investimenti in programma in Europa e dalle potenzialità del mercato legato all'Ai».

### NICCHIE AVANZATISSIME

L'alta gamma rappresenta, non certo da ieri, un punto di forza per lo Stivale, anche se a volte non si considera in maniera adeguata che questo vasto comparto è in fase di accelerazione secolare, così come il turismo di buona qualità. L'aumento della ricchezza mondiale, infatti, sta favorendo sempre più l'appetibilità del Made in Italy a ogni livello. La combinazione del declino dei fondamentali di altre economie avanzate, insieme all'ascesa del cosiddetto capitalismo delle esperienze, ha rappresentato una manna dal cielo per noi. Infatti, nei primi anni 2010, la Penisola era percepita come una nazione a rischio bancarotta, caotica, corrotta e arretrata. Oggi, invece, l'instabilità politica e il disordine finanziario sono diventati un elemento comune nel panorama internazionale, mentre ben poche realtà possono vantare l'unicità del mix di prodotti e servizi dell'Italia. Come si è visto nell'analisi macro, la speranza è che questi filoni di vitalità riescano finalmente a tirare fuori dal panta-

*Il settore del lusso al momento è penalizzato dalla debolezza del mercato cinese, ma le misure che il governo di Pechino sta mettendo in atto stanno mostrando i primi segnali positivi. Il comparto tecnologico, invece, è supportato dagli investimenti in programma in Europa e dalle potenzialità del mercato legato all'Ai*



**DIEGO TOFFOLI**  
responsabile investimenti  
**Intermonte Advisory  
& Gestione**

no i redditi delle famiglie e a contrastare un declino generale che innegabilmente esiste. E sicuramente uno dei comparti chiave è il lusso, che sconta una forte dipendenza dall'economia cinese. Non va però dimenticato che quest'ultima, al di là delle proprie magagne specifiche, è comunque indietro di un anno e mezzo (se non di più) nella fase di riapertura e normalizzazione post-pandemia.

Dall'altra parte, puntare sul lato sano dell'I-

Italia porta imprescindibilmente, come rimarcato da Toffoli, a rivolgersi all'universo delle small e mid cap. Un insieme, peraltro, che oggi scambia a corsi decisamente convenienti e nel quale, secondo Luca Mori, le chance non mancano: «La grande opportunità di investimento è ancora nel comparto delle piccole e medie imprese: se infatti questa asset class è stata molto penalizzata negli ultimi due anni su tutti i mercati globali, in Italia lo scenario è stato ulteriormente aggravato dalla fine dei primi piani Pir. Ricordiamo che proprio nel tessuto imprenditoriale delle aziende di minori dimensioni spesso è possibile rinvenire le peculiarità del sistema Italia, fatto di società spesso leader di nicchie industriali, con strutture snelle, resilienti e capacità di innovare». Dagli ultimi due interventi si evince un'altra dinamica di vitale importanza per la Penisola: il fatto che le Pmi, lungi dall'operare in ambiti puramente tradizionali, rappresentano la via nazionale all'innovazione e alla creazione (nonché diffusione) delle tecnologie più avanzate. In un mondo forse pronto a essere meno ossessionato dal quasi-oligopolio delle mega-cap tecnologiche, non è irragionevole pensare che la fame di innovazione decida di rivolgersi anche verso le nostre imprese più competitive.

Inoltre, anche il quadro congiunturale sembra meno perfido rispetto a qualche mese fa, per il fatto che questa tipologia di aziende dipende in maniera rilevante dal credi-



# Banche, dal disastro allo splendore

Quando si analizza il listino di Milano, ovviamente non si può prescindere dal settore bancario che, insieme al resto del complesso dei servizi finanziari, attualmente rappresenta oltre il 37% della capitalizzazione complessiva di Piazza Affari. L'aumento del margine di interesse si è rivelato un affare d'oro per gli istituti di credito che, per quanto cresciuti e modernizzati nei loro modelli di business, rimangono in parte ancorati al classico schema di raccolta di depositi per finanziare gli impieghi. Non sorprende che i cinque maggiori player italiani abbiano generato l'anno scorso utili superiori a 21 miliardi di euro, un record assoluto.

## ANDAMENTO BORSISTICO ECCELLENTE

Una tale cuccagna si è traslata in un andamento borsistico eccellente: nel corso del 2023 l'indice Ftse Italia All Share Banks è salito di oltre il 42%, per poi mettere a segno un altro +37% circa nei primi cinque mesi dell'anno in corso. Sarebbe però banale e ingiusto attribuire il successo di questi gruppi a una mera questione di politica monetaria favorevole al margine di interesse. Alle spalle, infatti, vi è oltre un decennio di ristrutturazioni, consolidamenti e sacrifici. A lungo, si è detto che il bancario italiano era il paradiso degli obbligazionisti e molto meno degli investitori in equity: alla fine, però, anche questi ultimi si sono ritrovati in portafoglio i titoli di alcuni dei soggetti più solidi d'Europa, finalmente in grado di ricompensare adeguatamente i propri soci. La profonda trasformazione dei fondamentali viene evidenziata da Diego Toffoli, di Intermonte Advisory & Gestione, che sottolinea che, pur a fronte di una simile redditività, i multipli sono ancora incoraggianti: «Il comparto bancario è certamente ancora interessante. Le valutazioni sono a sconto, i tassi non caleranno così velocemente come previsto e sosterranno gli utili del settore. E poi il tema M&A è sempre vivo».

## L'INVESTIMENTO IDEALE?

Siamo di fronte forse all'investimento ideale in un mondo di tassi higher for longer: sicuramente, infatti, gli istituti di credito del Belpaese rappresenterebbero la scelta giusta se si entrasse nel "goldilocks" cui si è accennato nell'analisi sui Btp. In tutto ciò, però, vi è un problema, ben evidenziato da Antonio Amendola, di AcomeA Sgr: «Il settore bancario è stato un ottimo investimento dal punto di vista borsistico, perché gli istituti di credito hanno concentrato tutti i loro sforzi verso gli azionisti e il prezzo delle azioni. Le banche si sono trovate per la prima volta, dopo tanti anni, ad avere un ambiente di tassi favorevoli. Hanno però contestualmente ridotto l'erogazione del denaro e ridotto gli investimenti interni. Ciò ha portato a bilanci sempre più puliti sul fronte Npl, a una posizione di capitale molto solida e a un conto economico con momentum positivo. Tutti fattori, però, che si sono riversati più sulla borsa, grazie a buyback e dividendi, che sull'economia reale».

## STRISCIANTE RAZIONAMENTO DEL CREDITO

I nostri istituti di credito hanno dunque sì dimostrato una capacità e una disciplina in cui probabilmente non tantissimi credevano un decennio fa. La migliore gestione ha però portato con sé uno strisciante razionamento del credito, diventato evidente nel periodo di rialzo dei tassi da parte della Bce. Si torna, pertanto, al gatto italiano che si morde la coda: è vero che il sistema è passato in mezzo ad anni di bilanci drammatici in termini di sofferenze, ma è impossibile per l'economia dello Stivale tornare a crescere se non verrà adeguatamente supportata a livello finanziario. E sul medio-lungo periodo ciò genererebbe seri problemi alle stesse banche.

to bancario: non sorprendentemente, una nuova fase della politica monetaria dovrebbe dare fiato al settore. Ottimismo mostra **Dario Angelino**, responsabile investment advisory di **Symphonia Sgr**, che non manca di rimarcare che diverse realtà italiane di dimensione contenuta operano in segmenti decisamente growth, con però multipli tipicamente value: «Nell'ambito del mercato italiano, riteniamo attraente il comparto delle medium e small cap, che presenta valutazioni attraenti rispetto alla media storica e che dovrebbe beneficiare della discesa del costo del capitale, ora che la Bce ha cominciato a tagliare i tassi. Tra l'altro, si tratta di un segmento che vede una significativa presenza di società attive in settori a elevata redditività, quali l'industria

specializzata, la tecnologia e l'healthcare». Resta da comprendere, a questo punto, su quali tempistiche gli investitori nel segmento Star di Borsa Italiana devono fare conto, prima di vedere materializzarsi la sospirata inversione. **Antonio Amendola**, portfolio manager di **AcomeA Sgr**, vede già nei prossimi trimestri un deciso miglioramento. Infatti, al di là del minore effetto del forte deflusso dai Pir, la congiuntura dovrebbe rivelarsi favorevole per nuovi ordini, dopo un anno abbondante in cui la clientela delle aziende ha tirato la cinghia fino ai limiti del sostenibile: «La manifattura italiana, con strutturale vocazione all'export, è il vero motore della nostra economia. Ci aspettiamo una ripresa degli ordinativi, in particolare grazie alla fine del fenomeno del de-stocking, che

ha afflitto le nostre Pmi manifatturiere negli ultimi 18 mesi. Altro fattore importante è un eventuale taglio dei tassi che renda più facili le spese per investimenti. La manifattura e le Pmi, in particolare del segmento Star, possono beneficiare, sia del taglio dei tassi da parte della Bce, sia dei minori rimborsi dai fondi Pir, che hanno vessato questi comparti. Ci aspettiamo un cambio di passo sui mercati da large cap a mid e small cap gradualmente nella seconda parte dell'anno».

Le stelle, dunque, sembrano ben allineate per un ritorno alle sovraperformance del nostro tessuto di small e mid cap più competitive e, per fortuna, oggi è possibile operare in questo ambito con uno stock picking relativamente indipendente dalle paturnie del nostro settore pubblico.



# Non è una scatola nera

a cura di Pinuccia Parini



**MATTEO CIANFONI**  
country head Italy  
Man Group



**GIULIANA BORDIGONI**  
director of specialist strategies  
Man Ahl

L'innovazione tecnologica e digitale è una presenza costante all'interno della nostra quotidianità e ha inevitabilmente investito anche l'ambito della gestione finanziaria. Fondi&Sicav ha incontrato **Matteo Cianfoni**, country head Italy di **Man Group** e **Giuliana Bordigoni**, director of specialist strategies di **Man Ahl**. Man Group è la società di gestione e Man Ahl il team di ricercatori, sviluppatori e trader di strategie di investimento sistematico. A loro sono state chieste delucidazioni sull'investimento sistematico, sul ruolo che la tecnologia sta avendo all'interno di questa strategia e, più in generale, sull'importanza del fattore umano al suo interno.

## **Come caratterizza la gamma di soluzioni d'investimento di Man Group?**

**Matteo Cianfoni:** «La gamma di soluzioni di investimento che Man Group offre in Italia si caratterizza per una componente prevalentemente attiva e una specializzazione nel mondo degli alternativi liquidi: si tratta, oggi, di un elemento fortemente complementare a quanto viene distribuito in Italia. Offriamo non solo prodotti long-only molto attivi e dinamici, ma anche so-

luzioni nel credito, sia investment grade, sia high yield, destinate all'allocazione non core del portafoglio».

## **Qual è, secondo voi, il futuro dell'investimento quantitativo?**

**Matteo Cianfoni:** «L'investimento quantitativo, o sistematico, è semplicemente una strategia che utilizza algoritmi codificati lungo l'intero processo di investimento: si va dalla depurazione e l'inserimento dei dati all'identificazione dei segnali, dalla decisione di quali operazioni saranno redditizie al loro dimensionamento, fino all'esecuzione degli ordini. Per avere successo queste strategie devono essere utilizzate su mercati liquidi, in modo da potersi muovere agilmente fra le diverse allocazioni e campi: sono cioè necessari molte opportunità e molti dati, indispensabili per costruire un algoritmo e trovare segnali di investimento. Tipicamente, il terreno degli investitori sistematici è stato quello dei mercati azionari. Oggi, segmenti come il credito stanno diventando interessanti».

## **Quali sono i vantaggi di un investimento sistematico?**

**Giuliana Bordigoni:** «Le strategie sistematiche hanno una serie di vantaggi



specifici, il primo è una diversificazione continua, sette giorni su sette, su un insieme di mercati il più largo possibile. Il secondo beneficio è la neutralizzazione delle emozioni umane e dei pregiudizi cognitivi dal processo decisionale, che permette alle strategie sistematiche di prendere posizioni ben diverse rispetto a quelle della maggior parte degli operatori. Il terzo elemento è l'efficienza: questo tipo di strategie ha infatti nel proprio Dna la ricerca degli strumenti più efficienti e più liquidi in modo da potere gestire agilmente le posizioni minimizzando i costi di transazione. Per questi motivi, le strategie sistematiche sono "per tutte le stagioni" essendo complementari alle asset class tradizionali. Alcune di queste, come il trend following, hanno proprietà difensive e hanno dimostrato di fare meglio quando i mercati sono ai minimi, offrendo quello che è stato chiamato il "crisis alpha", cioè l'extra-rendimento in tempi di crisi».

#### **Aiuta ad anticipare alcune tendenze del mercato?**

**Giuliana Bordigoni:** «Come abbiamo detto, una parte degli investimenti sistematici è rappresentata da quelle che vengono chiamate strategie di "trend following", che cercano di trarre profitto da mercati che presentano tendenze di prezzo che vanno in una determinata direzione. Ciò può accadere, per esempio, in occasione di cambiamenti di regime macroeconomico, come il passaggio a un trend inflazionistico e a un contesto di tassi in aumento: all'inizio c'è una reazione scarsa (i mercati hanno bisogno di tempo per assimilare i cambiamenti e le sue implicazioni più ampie), poi si assiste a un comportamento di tipo tendenziale man mano che le piazze finanziarie riflettono appieno la notizia. Un altro motivo è che le decisioni di investimento sono prese da esseri umani, che sono emotivi, soggetti a pregiudizi comportamentali. Se i prezzi mostrano una tendenza al rialzo, le strategie di trend-following andranno "lunghe"; se i corsi sono orientati al ribasso, andranno "corte". La meccanica è un po' più complicata e il successo di questa strategia dipende da fattori quali lo spettro dei mercati, il dimensionamento delle posizioni e il controllo del rischio».



#### **Che cosa caratterizza il trend following?**

«Il trend-following ha rendimenti di lungo periodo paragonabili a quelli delle azioni, una correlazione di lungo periodo pari a zero con gli asset tradizionali e una forte performance storicamente osservata nei periodi di crisi. Come le strategie sistematiche in senso più ampio, offre diversificazione, efficienza e liquidità oltre al già menzionato "crisis alpha". L'integrazione di strategie trend-following in un portafoglio long-only può quindi fornire importanti proprietà di copertura dei rischi, consentendo agli investitori di partecipare al rialzo dei mercati con le loro allocazioni long-only, oltre che con le loro allocazioni di trend, che aiutano a proteggersi dal ribasso in caso di crisi. La detenzione di azioni e trend, ad esempio, offre rendimenti corretti per il rischio rispetto alla presenza di sole azioni in portafoglio o di altri asset tradizionali: infatti, una caratteristica delle strategie trend following consiste nello scalare per la volatilità e quindi tenere un profilo di rischio entro determinati parametri. Gli approcci quantitativi, infine, si possono applicare anche al credito e possono integrare gli approcci discrezionali, offrendo una diversificazione attraverso segnali informati dai modelli e una costruzione ed esecuzione efficien-

te del portafoglio, che in ultima analisi porta a una diversificazione di stile per i clienti».

#### **Il ruolo della tecnologia sarà determinante nel decidere chi saranno i player quant vincenti sul mercato?**

**Giuliana Bordigoni:** «La ricerca gioca un ruolo chiave per avere un vantaggio competitivo nei confronti degli altri investitori quant: per questa ragione abbiamo un team di ingegneri e di matematici, ma anche di persone con formazioni molto diverse. In questo contesto si inserisce poi il tema della proprietà intellettuale degli algoritmi, per cui un eccessivo turnover di questi team rappresenta una minaccia».

#### **Quanto gioca il fattore umano all'interno della vostra crescita?**

**Giuliana Bordigoni:** «È cruciale. Gli esseri umani costruiscono gli algoritmi e testano le ipotesi ma, una volta costruito, il sistema è progettato per funzionare autonomamente, operando secondo le regole programmate. L'idea diffusa che l'investimento sistematico sia una "scatola nera" è quindi scorretta: il sistema obbedisce in tutto e per tutto all'algoritmo che è stato scritto, quindi è incredibilmente trasparente».

# Ciò che conta veramente

di Bert Flossbach

**I fondi multi-asset distribuiscono il capitale degli investitori tra diverse classi di attività per limitare i rischi derivanti dal mercato dei capitali. Negli ultimi anni questi strumenti si sono diffusi notevolmente, anche se recentemente sono stati oggetto di pesanti critiche, perché in tempi di crisi non hanno mantenuto le promesse. Questi severi giudizi sono giustificati?**

Negli ultimi tempi i fondi multi-asset sono stati oggetto di critiche, accusati di essere troppo costosi e non sufficientemente resistenti alle crisi. L'anno 2022 è stato il test definitivo: non solo i mercati azionari hanno subito la pressione causata dalla guerra in Ucraina e dall'impennata dei tassi d'inflazione, ma anche le quotazioni delle obbligazioni sono andate particolarmente sotto pressione a seguito del rialzo repentino dei tassi di interesse operato dalle Banche centrali.

Questo scenario ha rappresentato un problema per molti fondi multi-asset, soprattutto per quelli più difensivi, i cui portafogli sono in gran parte costituiti da obbligazioni. Il crollo del mercato del reddito fisso ha quindi colpito soprattutto gli investitori che hanno una tolleranza

al rischio non particolarmente elevata. La delusione è stata grande, perché uno dei principali punti di forza dei prodotti multi-asset è sempre stato la correlazione negativa tra azioni e obbligazioni. Ai “vecchi tempi”, infatti, in momenti di turbolenza e di bruschi ribassi dei mercati azionari, le obbligazioni emesse da debitori (governativi) di buona qualità venivano ricercate come beni rifugio, come è sempre avvenuto per i titoli di stato statunitensi o quelli tedeschi. I ribassi delle quotazioni sul fronte azionario venivano compensati, almeno in parte, da rialzi su quello obbligazionario. Questa certezza è però venuta meno nel 2022.

## LE GIUSTE ASPETTATIVE

È così successo che molti si sono precipitati a vendere i fondi multi-asset difensivi. A questo punto la domanda da porsi è: perché mai servono ancora prodotti di questo tipo se non soddisfano il loro scopo originario di proteggere il patrimonio in momenti di crisi o lo fanno solo in modo insufficiente?

Il 2022 è stata un'eccezione, non la regola e i fondi multi-asset non sono evidentemente “onnipotenti”. Per inciso, non lo sono mai stati. Vorrei quindi rispondere alla domanda in modo un po' più approfondito, per



**BERT FLOSSBACH**  
fondatore e amministratore  
Flossbach von Storch Ag  
a Colonia

chiarire che cosa ci si può realisticamente aspettare da questi prodotti e cosa no.

Purtroppo, non esiste una definizione standardizzata di fondi multi-asset: varia a seconda del soggetto offerente o dell'agenzia di rating del fondo. Nel nostro modo di concepirli, i fondi multi-asset godono della massima libertà in termini di ponderazione fra classi di investimento, singoli titoli, regioni e valute. I gestori di queste soluzioni, inoltre, non seguono alcun benchmark. L'obiettivo ultimo è conseguire rendimenti interessanti a lungo termine per gli investitori, adottando quindi una strategia "absolute return". L'investitore non dovrà così sorbirsi i grandi discorsi dei gestori che si vantano di avere perso "solo" il 25% a fronte di un calo del 30% del benchmark.

Questo nostro approccio riporta alle origini stesse dell'investimento: riconoscere e sfruttare le occasioni che si presentano, ossia generare rendimenti interessanti con rischi calcolabili. Il concetto dovrebbe essere chiaro per qualsiasi uomo d'affari, eppure, spesso lo si interpreta in modo errato, pretendendo che ogni anno si raggiunga un determinato obiettivo di rendimento senza subire mai perdite. Per avere successo, le strategie absolute return necessitano di un orizzonte d'investimento a lungo termine. Ci sono fasi che abbondano di investimenti interessanti e altre in cui queste occasioni scarseggiano. Se per una strategia puramente azionaria si ipotizza un orizzonte d'investimento ragionevole di almeno 10 anni, in modo da consentire ai rialzi dei corsi nelle fasi più brillanti di compensare le perdite nei periodi di de-

bolezza, per le strategie multi-asset non dovrebbe essere inferiore a cinque anni.

## UN ORIZZONTE LUNGO

La competenza chiave del gestore di un fondo consiste nel ponderare costantemente i rischi e le opportunità degli investimenti potenziali e di quelli già in essere. Può succedere, che un forte ribasso faccia aumentare la volatilità di un'azione. Per i seguaci della teoria di portafoglio, se aumenta la volatilità cresce il rischio, anche se il prezzo è molto inferiore. Per l'investitore che ragiona senza farsi condizionare dalla fluttuazione dei prezzi vale invece l'esatto contrario: acquistare quando il prezzo è più basso implica un rischio minore, in quanto aumenta il potenziale di rendimento, presupponendo che i fondamentali della società rimangano invariati. La volatilità non è di per sé un fattore negativo, anzi, porta con sé diverse occasioni speciali: com'è noto, chi ben acquista è a metà del profitto.

Una strategia absolute return lascia grande libertà al gestore del fondo ed è per questo motivo che viene anche definita "attiva", sebbene ciò non significhi che il portafoglio sia costantemente ribilanciato.

Sul fronte opposto troviamo la strategia di investimento "passiva", i cosiddetti "Exchange Traded Funds" (Etf), fondi quotati basati su indici. Gli investitori che perseguono un obiettivo di rendimento assoluto si chiederanno però quali Etf acquistare e questa domanda apre il dibattito (gestione attiva o passiva?) o lo chiude immediatamente, perché qualunque selezione di un particolare Etf richiede molte decisioni attive.

La strategia d'investimento deve quindi essere definita fin dall'inizio e per fare ciò bisogna rispondere a una serie di domande. Quale dovrebbe essere la composizione di un portafoglio e quali investimenti considerare? Azioni, obbligazioni, obbligazioni convertibili, oro o materie prime? Come dovrebbero essere ponderati i singoli elementi costitutivi? Una volta prese queste decisioni, il passo successivo è definire l'esposizione regionale. La componente azionaria deve contenere prevalentemente titoli denominati in euro o avere un orientamento globale? I mercati emergenti devono essere presi in considerazione? Se sì, quali? Per i bond, invece, quali sono i requisiti di rating che si vogliono adottare e quale segmento all'interno del reddito fisso risulta oggetto

d'investimento? Obbligazioni societarie, subordinate o high-yield?

Infine, occorre selezionare gli indici appropriati per le varie regioni. Per il mercato azionario americano è meglio il Dow Jones o l'S&P 500? Dopo avere risposto "attivamente" a tutte queste domande, si può iniziare a investire "passivamente".

Evidentemente, gli Etf hanno un senso per gli investitori che decidono autonomamente la propria asset allocation. Inoltre, accade che la maggior parte dei gestori attivi non riesce a battere costantemente il benchmark di riferimento, ma ciò avviene perché essi non gestiscono in modo realmente attivo; al contrario, investono il patrimonio del fondo in linea con un indice di riferimento. Questo approccio non solo limita la possibilità di sovraperformare l'indice, ma, a causa dei relativi costi, garantisce sostanzialmente una sottoperformance rispetto al benchmark. Ed è questa la ragione per cui è probabile che l'afflusso di capitali verso gli Etf prosegua, soprattutto a scapito dei fondi pseudo-attivi.

Un simile problema non si pone per i fondi a gestione attiva con una strategia absolute return che gli Etf non possono replicare. Ovviamente, all'interno di queste soluzioni d'investimento esistono differenze in termini di qualità. Ciò significa che una strategia di questo tipo non deve essere statica, puramente orientata al passato. Una valutazione per quanto possibile accurata delle potenzialità di rendimento deve necessariamente fondarsi su una "visione del mondo" della strategia d'investimento. Una comprensione economica del rischio ci aiuta a resistere ai richiami delle sirene del mercato quando si promette la luna o si annuncia la fine del mondo. Quanto meglio si riesce a calcolare i rendimenti futuri di un investimento, tanto minore sarà il rischio di perdere il capitale nel lungo periodo. Per le azioni, ciò significa avere un focus costante su titoli di qualità, per il quale è fondamentale una profonda comprensione dei singoli investimenti, che invece non serve con gli Etf, perché si acquistano 500 o 2.000 società in un colpo solo. Tuttavia, se l'indice si dimezza, come è successo nel 2008/2009, chi detiene un Etf "anonimo" troverà più difficile resistere al desiderio di vendere tutto rispetto a un investitore che detenga un portafoglio di azioni accuratamente selezionate sul cui valore nel lungo periodo ha fiducia.

# L'opportunità offerta dai “fallen angel”

a cura di **Pinuccia Parini**

I “fallen angel” sono obbligazioni che sono state declassate da investment grade a high yield. **Giancarlo Fonseca**, country head di **Lombard Odier Investment Managers**, è convinto che possano essere strumenti da riconsiderare nell'attuale fase di mercato.

## **Qual è la sua opinione sulle obbligazioni “fallen angel”?**

«Pensiamo che possano essere considerate una nicchia ideale, all'interno del mercato del credito, per gli investitori attivi. Spesso sono emissioni che sono significativamente sottovalutate, nonostante abbiano fornito sistematicamente rendimenti superiori corretti per il rischio rispetto al mercato high yield standard, sia in mercati meno favorevoli, sia in contesti più stabili».

## **Potrebbe elaborare questo ultimo concetto?**

«Un “fallen angel” è un'obbligazione declassata da investment grade (Ig) a high yield (Hy). In linea di massima sono il risultato di un passaggio di un solo notch da BBB- a BB+ e circa il 90% dell'universo ha un rating BB. Il cambiamento di merito creditizio in genere induce una vendita forzata da parte di investitori che non sono in grado di detenere i titoli Hy. Ciò causa anomalie di prezzo che allargano lo spread dell'obbligazione a livelli significativamente più

elevati rispetto ai peer con rating analoghi. L'anomalia generata dal declassamento apre ottime opportunità di rendimento: gli “angeli caduti” tendono a sovraperformare non solo i titoli Ig, ma anche le obbligazioni con rating BB e il resto delle emissioni Hy».

## **Perché si verifica questo comportamento?**

«Proprio perché gran parte del valore di queste obbligazioni dipende dalle pressioni di vendita che si accumulano in vista del loro downgrade e accelerano il passo in corrispondenza della data dell'evento, spesso, nell'arco dei due anni successivi, questi titoli recuperano terreno. La strategia Fallen Angels Recovery di Lombard Odier Investment Managers (Loim) si propone di ottimizzare le reazioni eccessive dei mercati per ottenere un'esposizione convessa al segmento high yield. Nelle fasi di rallentamento economico, come quella che potrebbe profilarsi nei mesi a venire, i downgrade tendono a essere più frequenti e quindi il numero di “fallen angel” tende ad aumentare, creando maggiori opportunità d'investimento per i nostri esperti del credito. La gestione attiva ci permette di sfruttare il movimento delle “valutazioni eccessive” in relazione al downgrade a Hy. Questa strategia si prefigge di identificare e ottimizzare le opportunità create dalle inefficienze di emittenti ed emissioni tramite la ricerca top-down





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

sistematica di Loim. Un ulteriore contributo bottom-up giunge dagli analisti del credito allo scopo di potenziare i rendimenti, evitare i “falling knife”, ovvero obbligazioni che, dopo il primo downgrade, vedono il merito di credito deteriorarsi ulteriormente. Puntiamo a sfruttare la reazione delle valutazioni eccessive alla revisione al ribasso del rating».

### **Presumibilmente queste considerazioni derivano da un’analisi dei comportamenti registrati nel mercato del credito. Quali sono le vostre osservazioni in merito?**

«La ricerca Lombard Odier Investment Managers mostra che gli spread dei “fallen angel” declassati da investment grade sono sostanzialmente più elevati di quelli delle altre obbligazioni con rating BB e offrono rendimenti corretti per il rischio maggiori rispetto a tutte le altre categorie di rating, comprese le Ig, BBB, BB e Hy. In sintesi, si ha evidenza che il rendimento medio dei “fallen angel” è simile a quello dei titoli high yield, ma è di solito superiore per la reazione degli investitori al downgrade di questi titoli e al loro successivo ritorno al valore nominale (effetto “pull-to-par”)».

### **Quali sono le evidenze che avete registrato in termini di performance?**

«Storicamente, le obbligazioni societarie BB hanno sovraperformato tutte le altre fasce di rating in termini di rendimenti, generando ritorni quasi tre volte maggiori della fascia di rating investment grade più prossima (BBB). I rendimenti degli spread dei titoli BB sono superiori a quelli delle obbligazioni di fascia B, pur con spread inferiori. Ciò è dovuto al fatto che il rischio di default delle obbligazioni BB è

nettamente inferiore rispetto ai titoli di fascia B e, di conseguenza, lo sono anche le perdite collegate. Il risultato è un extra rendimento nettamente più elevato ai livelli degli spread e, quindi, al livello di rischio».

### **Che cosa contribuisce alla sovraperformance di questi titoli?**

«La performance dei “fallen angel” è trainata, sia dalla ripresa dei prezzi, sia dal carry, che offrono solide prospettive agli investitori che detengono le obbligazioni fino alla scadenza, in quanto beneficiano dell’effetto pull-to-par. Al contrario, la performance dei titoli Hy è guidata dal carry. I fattori che contribuiscono alla sovraperformance dei titoli BB, sia in termini di rendimenti assoluti, sia rispetto agli spread, sono numerosi, ma quello dominante è la sovraperformance dei “fallen angel”».

### **Qual è la politica d’investimento della strategia Fallen Angels Recovery?**

«Nell’individuazione di rendimenti più elevati si utilizza una ricerca leader di mercato, un’analisi creditizia fondamentale approfondita, capacità sistematiche e l’esperienza di Loim nel segmento crossover. A ciò si aggiunge il contributo della ricerca che permette di identificare le “stelle nascenti” (“rising star”) all’interno di questa categoria di titoli, evitando le emissioni che possono deprezzarsi ulteriormente. Infine, ma non per questo motivo meno importante, la sostenibilità è un pilastro all’interno del nostro processo d’investimento che integra pienamente l’analisi della decarbonizzazione e i fattori Esg».

### **Qual è la ragione per cui la gestione attiva è fondamentale nell’investire in questo segmento di mercato?**

«Sebbene i “fallen angel” rappresentino un interessante rendimento corretto per il rischio, riteniamo che un approccio attivo sia più vantaggioso per gli investitori. Per tale ragione, è stata disegnata una strategia per offrire i migliori rendimenti ricercando maggiore liquidità, investendo nell’emittente dopo il downgrade, replicando l’universo “fallen angel” senza bias sistematici e tentando di catturare il valore relativo. Il tutto sulla base della ricerca fondamentale qualitativa».

### **Perché è opportuno guardare proprio ora ai “falling angel”?**

«Sebbene un’esposizione costante a questi

strumenti possa risultare redditizia, il tempestismo è cruciale: investire al momento del downgrade massimizza i guadagni derivanti dalla ripresa dei prezzi. Una maggiore offerta non solo amplia l’universo di investimento, ma favorisce anche la performance e una maggiore opportunità di generare alfa. Ci aspettiamo un graduale riallineamento dei fondamentali al peggioramento del clima di fiducia cui abbiamo assistito e ciò dovrebbe creare il contesto ideale per un ampliamento dell’universo dei di questi titoli. Di solito, quando il numero di “fallen angel” sale, la performance futura delle obbligazioni societarie migliora, sia in termini assoluti, sia relativi e il potenziale di alfa aumenta. Nel 2022 i prezzi delle obbligazioni, compresi questi titoli, hanno subito un netto crollo. Ora le valutazioni iniziano a farsi interessanti. Anche se riteniamo che la volatilità si manterrà elevata, a nostro avviso gran parte della correzione si è ormai conclusa».

#### **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.



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](https://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.

# FOCUS ITEMI DEL SALONE

**Le scelte per un futuro sempre più complesso**



**KAIROS** 

**Allianz**   
Global Investors

 **PGIM** INVESTMENTS

## CONTINUA L'APPROFONDIMENTO

### Il punto di domanda della crescita

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

Le domande che attanagliano gli investitori continuano a rimanere le stesse, ma, in particolare, è l'andamento della crescita il quesito più cogente: come evolveranno quella Usa e quella europea sono due punti di domanda cruciali, perché ciò ha, inevitabilmente, forti ricadute sulle attività delle imprese. In uno scenario che, per il momento, non desta particolari preoccupazioni da un punto di vista macroeconomico, i

mercati emergenti sembrano mostrare una buona tenuta e beneficiare dell'allentamento delle politiche monetarie. Negli ultimi anni, il miglioramento delle finanze pubbliche, una crescita orientata anche al mercato domestico sta rendendo queste economie più resilienti delle attese. In tale contesto, i trend strutturali di lungo periodo dispiegano la loro forza per la costruzione di un nuovo modello di sviluppo economico.



## «Innovazione tecnologica e qualità della vita»



**RICCARDO QUAGLIOTTI**  
portfolio manager  
Kairos Partners Sgr



### **Perché avete deciso di lanciare un fondo tematico?**

«La filosofia d'investimento di Kis Innovation Trends si basa su tre temi le cui dinamiche si stanno palesando in modo sempre più evidente da qualche anno a questa parte: la longevità delle persone, la smaterializzazione dei modelli di business e il problema climatico. La scelta di affrontare questi aspetti con una strategia tematica rende possibile approcciarli, in termini d'investimento, trasversalmente e a livello globale, per soddisfare la necessità di trovare soluzioni indirizzate a migliorare la qualità della vita delle persone e la salute dell'ambiente in cui viviamo. La nostra idea è riuscire a capire, limitatamente alle nostre possibilità, le ramificazioni delle innovazioni e le loro ricadute. Il nostro obiettivo è identificare le aziende che possono offrire valide risposte a questa sfida, smaterializzando alcune parti dell'economia».

### **Potrebbe spiegare quest'ultimo concetto?**

«Si tratta di attività nelle quali la componente "software" (da qui il concetto di smaterializzazione) è particolarmente elevata e che offrono nuove modalità per risolvere i problemi e soddisfare le necessità. In altre parole, significa fare le cose in modo più intelligente,

utilizzando la tecnologia per formulare proposte alternative e innovative che colgano le necessità degli individui. Sono, per esempio, quelle società che forniscono soluzioni basate su una forte Intellectual property (Ip) e che servono a cambiare in meglio la produttività delle persone, la qualità di alcuni servizi o ad accorciare il tempo di sviluppo di un prodotto farmaceutico».

### **Si tratta di bisogni particolarmente sentiti...**

«Infatti, e poiché riguardano situazioni e condizioni che assumono un peso sempre più rilevante all'interno di un mondo in cambiamento, è importante che si trovino le risposte attraverso le innovazioni tecnologiche. Non si tratta di responsi definitivi, ma aiutano ad affrontare i problemi oggi presenti e a costruire un percorso futuro. A noi piacciono le società che creano soluzioni. Se si guarda alle modalità di sviluppo di alcune imprese di software o di certi modelli collaborativi, spesso si intravedono forti analogie con i meccanismi che regolano la natura. È all'interno di questi concetti che credo si possa cogliere l'aspirazione che ci ha indotti a lanciare questo fondo tematico».

### **Ciò però significa trovare**

### **aziende che siano nutrite dalla stessa aspirazione. Come le individuate?**

«Prima si accennava ai mutamenti che stiamo vivendo, nei quali la crescita economica è accompagnata da una polarizzazione della ricchezza, che sta creando maggiori disuguaglianze e, soprattutto, sta impoverendo la fascia più giovane della popolazione. Cercare società che possano offrire infrastrutture, servizi e riescano a rendere il lavoro più flessibile serve a creare un tessuto popolato da nuove figure professionali, a generare opportunità e a permettere di incrementare il proprio reddito. Che ciò avvenga grazie alla pubblicazione di post, blog o all'affitto della seconda casa per mezzo di una piattaforma o, ancora, tramite una produzione creativa, poco importa, perché le dinamiche che si possono generare sono molteplici. Ecco, ci sono imprese che stanno pensando a come rendere tutto ciò possibile e fare in modo che la vita delle persone, economicamente meno abbienti, diventi qualitativamente diversa grazie a maggiori entrate. Ci ispiriamo ad aziende che hanno modelli asset light e che costruiscono la loro posizione di mercato sfruttando idee intelligenti. Ricerchiamo realtà imprendito-

riali che, usando strumenti diversi, sono in grado o di migliorare internamente l'efficienza produttiva, o di modificare in modo positivo l'ecosistema».

### **Ma come si fa a dare a tutti la possibilità di produrre reddito?**

«È sicuramente un aspetto non trascurabile, perché, nel caso dell'esempio citato in precedenza, significa creare piattaforme molto potenti che richiedono considerevoli investimenti. Oggi ci sono aziende che stanno cercando di analizzare questo aspetto e di trovare valide soluzioni. Si tratta di creare un modello flessibile che possa offrire opportunità a chi le voglia cogliere».

### **La qualità della vita, dai suoi molteplici punti di vista, non richiede anche politiche governative concertate in tale direzione?**

«Quest'ultima è una variabile che, come asset manager, non possiamo controllare. Ritengo, però, molto interessante l'aspetto di imprenditorialità di alcune aziende che s'ispirano a concetti completamente self-made, ma che partono dall'osservazione della realtà. Da qui prendono forma modelli di business che, benché abbiano alcuni limiti e non posseggano la bacchetta magica per ripianare le disuguaglianze sociali, tuttavia servono, potenzialmente, a chiudere il gap vistoso che si è creato nella distribuzione del reddito».

### **E per quanto riguarda il tema della salute?**

«Dagli anni '90 a oggi, secondo un report della World Health Organization, il numero di coloro che hanno seri problemi di peso è quadruplicato tra gli adolescenti e raddoppiato negli adulti. Se i governi comprendessero che curare l'obesità significa prevenire una serie di patologie che gravano sul sistema sanitario, che è già sotto pressione, sarebbe un grande passo in avanti. Le statistiche parlano chiaro: le malattie cardiovascolari, cui gli obesi sono maggiormente esposti, sono la prima causa di morte al mondo, con un numero di decessi che è il doppio di quelli causati da tumori. È quindi chiaro che contrastare l'accumulo patologico di grasso corporeo significa

prevenire conseguenze importanti per lo stato di salute e la qualità della vita. Ed è proprio questo uno degli obiettivi che, nelle sue decisioni d'investimento, il fondo si pone».

### **Quali sono le ricadute, in questo ambito, in termini di scelte d'investimento?**

«Il fondo, ad esempio, non investe in aziende che producono alimenti e bevande che favoriscono l'aumento di peso, ma, principalmente, vengono privilegiate quelle che fanno ricerca affinché si curi l'obesità grazie all'utilizzo di nuove tecnologie. Ma, ovviamente, non ci si ferma solo a questa patologia. Si sta iniziando, per citare un altro esempio, a curare alcuni tipi di tumore utilizzando l'Rna messaggero, ossia l'mRna, come è avvenuto per contrastare la recente pandemia. È il caso del mieloma multiplo che ha alcune caratteristiche standard; una volta concentratisi su alcune di esse, si può sviluppare un anticorpo pronto a intervenire nel caso di riproduzione di cellule maligne. Sono diverse le aree in cui la ricerca si sta concentrando e possono essere fuori di importanti novità».

### **La tecnologia è quindi un tema ricorrente all'interno della vostra strategia?**

«Lo è, perché è uno strumento nelle mani dell'uomo, nel bene e nel male, così come è sempre avvenuto. È un elemento caratterizzante del fondo, un fattore abilitante che è trasversale a tutti i temi d'investimento presenti ed è per questa ragione che può raggiungere un peso tra il 50% e il 60% del patrimonio investito».

### **Vista l'incertezza che permane sui mercati, questa forte esposizione non vi preoccupa?**

«Mitighiamo la nostra esposizione, quando riteniamo necessario farlo, in due modi: variandone il peso a favore di settori diversi, come quello della pubblica utilità o il farmaceutico, oppure attraverso l'utilizzo di opzioni a copertura del portafoglio. Va però considerato che, investendo in trend di lungo periodo, abbiamo la possibilità di modulare le nostre scelte senza dovere per forza focalizzarci su aspetti che raccolgono consenso in

un determinato momento, come nel caso dei "magnifici sette". Ciò fa sì che, in ambito tecnologico, abbiamo individuato società che trattano a un P/E intorno a 12-13 e che beneficeranno indirettamente dell'implementazione dell'Ai alla periferia della rete».

### **La tecnologia è ormai pervasiva in ogni ambito e il suo utilizzo comporta anche un maggiore consumo energetico. Che cosa ne pensa?**

«L'Agenzia internazionale dell'energia afferma che entro il 2026 sarà necessario disporre di circa 10 gigawatt di potenza solo per rispondere alle richieste dei data centre Ai e oggi, probabilmente, si sta installando circa un decimo della quantità che servirebbe. Tutto ciò significa che c'è la necessità di studiare il mix energetico, individuare le modalità migliori e più efficienti per la sua distribuzione in modo da offrire risposte coerenti agli obiettivi che si vogliono raggiungere, tenendo conto anche dell'importanza che avranno le infrastrutture tecnologiche. Anche in questo ambito emergono opportunità d'investimento».

### **Alla luce di quanto descritto, c'è nel fondo una concentrazione su società giovani e/o su capitalizzazioni contenute?**

«All'interno del fondo, la società più piccola nella quale abbiamo investito ha una capitalizzazione intorno a un miliardo di dollari. È vero che c'è una presenza di aziende relativamente giovani che sono attive nell'ambito della creatività e che consentono ai blogger di monetizzare la loro presenza sulla piattaforma, mentre altre sono dedicate al controllo qualità dei semiconduttori necessari alla connettività dell'industria Ai. Abbiamo investito in società frutto di uno spin-off da parte di imprese di grandi dimensioni, che ne hanno sottovalutato il valore. C'è poi una componente di aziende farmaceutiche e biotecnologiche, con una market cap da 5 miliardi di dollari in su. Infine, ci sono imprese che operano nell'ambito dell'intelligenza artificiale, con una grande base dati che, a sua volta, trasforma il valore economico in moneta».

## «Diversificare i portafogli»



**FILIPPO BATTISTINI**  
head of business development  
retail wholesale Italy  
Allianz Global Investors

**Allianz**   
Global Investors

### Perché le previsioni di inizio anno su una probabile recessione negli Usa si sono rivelate infondate?

«Riteniamo che siano stati applicati criteri di analisi che, solitamente, sono utilizzati all'interno di un ciclo economico tradizionale, molto diverso da quello attuale. La pandemia ha generato un impatto tale da modificare i meccanismi che regolano il funzionamento dell'economia: la chiusura dei mercati per causa di forza maggiore ha represso fortemente la domanda, in particolare quella rivolta ai servizi, e, successivamente, la riapertura ha provocato l'effetto opposto, senza però che l'offerta fosse adeguata, a causa dell'interruzione delle catene di approvvigionamento. Da qui sono nate le dinamiche che hanno portato l'inflazione fuori controllo e innescato risposte da parte delle banche centrali mai viste in precedenza. Ciò nonostante, l'inasprimento delle politiche monetarie non ha provocato un pesante rallentamento dell'economia e neppure generato squilibri nel mercato del lavoro; gradualmente, si sono create le condizioni per riportare l'andamento dei prezzi al consumo a livelli più con-



tenuti, in scia per raggiungere l'obiettivo delle istituzioni centrali. In questo contesto, soprattutto l'economia americana si è dimostrata insospettabilmente resiliente».

### Siete stati colti di sorpresa da questo comportamento del mercato?

«Non pensavamo che gli Usa andasse in recessione all'inizio dell'anno ed eravamo moderatamente positivi sulle azioni. Tuttavia, ci ha colti di sorpresa il

mercato obbligazionario: tutti si attendevano che il 2024 sarebbe stato l'anno dei bond, ma, a oggi, ciò non è avvenuto: l'inflazione statunitense è stata più elevata delle attese e non ci sono stati i tagli dei tassi d'interesse che il mercato si attendeva. Anzi, si è assistito a un rialzo dei rendimenti che ha provocato perdite in conto capitale, soprattutto per chi era lungo di duration».

### Ma, a questo punto, quali sono le vostre previsioni



## per l'economia, in particolare quella americana?

«Crediamo che ci si debba attendere un cosiddetto soft landing, sebbene lo scenario generale sia complessivamente abbastanza incerto. Prevediamo una crescita americana sotto il potenziale e, al tempo stesso, un'inflazione più elevata: non significa che ci saranno ulteriori aumenti dei tassi, bensì che non si ritornerà ai bassi livelli precedentemente conosciuti».

## Quindi l'inflazione non scenderà al 2%?

«Le banche centrali hanno questo livello come obiettivo, ma noi pensiamo che non sia così semplice raggiungerlo ed è possibile che, considerando il nuovo contesto, siano chiamate a rivederlo. Ciò vale soprattutto per la Fed, vista la forza dell'economia americana, tanto è vero che abbiamo appena assistito alla situazione del tutto inedita di un primo taglio di 25 punti base da parte della Bce. Tuttavia, non è da escludere che la ridefinizione del target possa valere anche per l'istituzione europea, poiché è possibile che fenomeni quali la deglobalizzazione, la riorganizzazione delle catene di fornitura e le tensioni geopolitiche continuino a creare pressione sui prezzi».

## Come si declinano le decisioni d'investimento nello scenario da lei descritto?

«Prendendo come riferimento un fondo multi asset, quella che storicamente è stata la correlazione inversa tra bond ed equity non è più presente nel mercato e, di conseguenza, diventa necessario trovare altre modalità per diversificare il portafoglio. La nostra idea di fondo non è sacrificare le obbligazioni, che svolgono sempre un ruolo importante, ma di investire in titoli con rendimenti cedolari elevati da portare a scadenza, senza puntare a guadagni in conto capitale, vista l'incertezza che permane sul mercato. Inoltre, suggeriamo di considerare le materie prime industriali, come il petrolio, di investire in aziende che operano nel settore estrattivo e di allocare risorse su beni rifugio come oro e dollaro americano».

## Perché detenere oro?

«Stiamo assistendo, alla luce delle tensioni geopolitiche, al fenomeno di economie emergenti come la Russia e la Cina, che stanno sempre più cercando di emanciparsi dal dollaro come valuta forte e investono nel metallo giallo. Pensiamo che tale esposizione possa essere creata, sia attraverso l'acquisto diretto di questa materia prima, sia tramite aziende che si occupano della sua estrazione».

## In riferimento alle materie prime, ritenete interessanti anche quelle direttamente coinvolte nella transizione energetica?

«Sì, ma in questo caso investiremmo solo in modo indiretto, privilegiando il settore minerario e le società che beneficiano di questo macro-trend».

## Alla luce di quanto affermato, puntate su una duration corta?

«Sì, soprattutto in una situazione in cui le curve dei tassi sono invertite: non c'è valore nel posizionarsi su scadenze più lunghe ed è molto rischioso. Preferiamo le emissioni denominate in euro, perché crediamo che vi sia, attualmente, sufficiente valore offerto dalla curva dei rendimenti senza dovere assumere anche un'esposizione valutaria. Come tipologia di titoli, privilegiamo la componente governativa e investment grade, sebbene raccomandiamo di detenere, in maniera residuale, anche titoli high yield, poiché non ravvisiamo particolari rischi che possano portare a un allargamento degli spread».

## Nella componente azionaria, quale regione preferite?

«Attualmente sovrappesiamo gli Usa, rispetto all'Europa, la cui esposizione, insieme al Giappone, è stata leggermente ridotta. La nostra preferenza per l'azionario americano è legata alla forza del Paese, al suo ruolo di grande protagonista a livello globale e al suo primato nella tecnologia: la nostra idea è che gli Stati Uniti continueranno a essere un motore di innovazione. Inoltre, si sta costruendo un'esposizione in titoli emer-

genti, in particolare cinesi, a causa delle valutazioni che ci sembrano interessanti. La Cina è stata sinora penalizzata e, visto che l'economia è prevista in crescita intorno al 5%, pensiamo che possa essere giunto il momento di posizionarci su questo mercato».

## Come strumento di diversificazione dei portafogli multi asset, prendete in considerazione anche quelli privati?

«Certamente, ma all'interno della globalità di un portafoglio. I private asset sono strumenti illiquidi e, di conseguenza, hanno peculiarità molto dissimili da quella che di solito caratterizzano una soluzione multi asset. Preferiamo, perciò, strategie alternative liquide, proprio per la loro liquidabilità».

## Avete alcuni temi d'investimento che sono per voi cruciali?

«Sono quattro e trovano anche espressione in nostre soluzioni d'investimento dedicate. Il primo è l'eccezionalismo americano, con il suo primato economico e geopolitico, che trova esplicitazione all'interno della nostra strategia Allianz Income & Growth: è un prodotto multi asset, focalizzato sulla crescita, che ha un rendimento cedolare periodico. Il secondo è la tecnologia, in particolare per quanto riguarda l'intelligenza artificiale e la cybersecurity, in cui le decisioni d'investimento non riguardano solo il settore tecnologico, ma anche le aziende di altri settori che la utilizzano nei propri processi produttivi e all'interno della loro catena del valore. Il terzo è la scarsità, che ci porta a investire nelle imprese minerarie, come citato in precedenza, e nell'acqua, nello specifico nelle società che si occupano di efficientamento delle risorse idriche. Infine, il quarto tema è la transizione verso net-zero: da un'economia fortemente basata sull'utilizzo degli idrocarburi a una in cui l'obiettivo è la riduzione dell'impronta carbonica. Gli ambiti che vengono toccati sono diversi: dall'efficienza energetica alle fonti rinnovabili o alternative, come l'idrogeno o il nucleare. Sono tutti temi che avranno un peso sullo sviluppo economico nei prossimi decenni».

## «Riparte il debito emergente»

a cura del team  
di Pgim Fixed Income



**Il debito dei mercati emergenti ha conosciuto anni di sottoperformance. Potrebbe essere un'asset class da riconsiderare?**

«Prima dell'irruzione sulla scena globale del Covid-19, molto è stato scritto

sull'appetibilità del debito dei mercati emergenti, citandone il vantaggio in termini di rendimento e la sua bassa correlazione con altre asset class del reddito fisso. Dalla pandemia in poi, investire in questa asset class ha però prodotto risultati deludenti, tanto da fare emergere l'interrogativo se sia opportuno allocarvi capitali. Dopo il 2020 si è assistito a una difficile ripartenza dei mercati, a causa di un violento ritorno dell'inflazione e degli aumenti aggressivi dei tassi americani, accompagnati da un dollaro forte, crescenti rischi geopolitici e importanti deflussi di capitali; ora riteniamo che sia giunto il momento di riconsiderare il debito emergente».

### **Quali sono le motivazioni che vi inducono a questa considerazione?**

«I mercati emergenti sono stati tradizionalmente trainati dalla velocità della loro crescita rispetto a quella delle economie sviluppate: storicamente, quando il differenziale è stato superiore al 2%, il debito emergente ha sovraperformato l'high yield statunitense. Nel 2021 e nel 2022 questo differenziale è sceso al di sotto dell'1,5%: il debito Em ha sottoperformato in modo consistente anche a causa della gravità dei successivi shock post-Covid. Tuttavia, il consenso prevede che i mercati emergenti riacquisteranno il growth premium in futuro, ben al di sopra del 2%, nonostante le continue incertezze sul percorso di crescita cinese».

### **Perché il 2021 e il 2022 sono stati anni così difficili?**

«Sebbene le economie dei mercati emergenti siano state duramente colpite dalla crisi pandemica, hanno pesato molto il riaccendersi dell'inflazione e la conseguente reazione di politica monetaria delle banche centrali. Potrà sorprendere gli investitori nei mercati sviluppati, ma gli istituti di emissione emergenti hanno adottato politiche monetarie altamente ortodosse. Quando l'inflazione globale ha iniziato a salire all'inizio del 2021, sono stati rapidi



nel rialzare i tassi, molto prima e con una traiettoria più ripida rispetto alle istituzioni centrali dei mercati sviluppati. L'aumento dei tassi ha avuto un effetto da manuale sulle economie di questi paesi: ha rallentato la spesa delle imprese e delle famiglie, riducendo la crescita e infine facendo scendere l'inflazione. L'implacabile forza del dollaro statunitense ha aggiunto ulteriore pressione e ha inciso sui livelli di indebitamento degli Em. Successivamente, l'inversione delle pressioni inflazionistiche ha indotto molte banche centrali dei paesi emergenti ad avviare cicli di riduzione dei tassi e ci aspettiamo che ciò continui: minori costi di finanziamento si traducono in un maggiore sostegno alla crescita».

### **Ci sono altri fattori che vi rendono ottimisti?**

«Molti paesi emergenti stanno per raggiungere il punto di svolta e diventare economie mature. Sebbene non manchino aree di debolezza che hanno causato anche alcuni default (Argentina, Ecuador, Ghana, Zambia e Sri Lanka), complessivamente si può affermare che la maggior parte di queste realtà è rimasta abbastanza resiliente. I fondamentali e le strutture di crescita dei mercati emergenti sono maturati e migliorati dal "taper tantrum" del 2013, mentre la loro sensibilità agli shock esterni è diminuita. Grazie a politiche fiscali e monetarie più disciplinate, il debito è più orientato a finanziamenti domestici e di alta qualità. Di conseguenza, la sensibilità dei mercati locali degli Em all'aumento dei tassi e alla forza del dollaro americano è minore. Inoltre, non va dimenticato che dal 2007 il peso degli Em sul Pil globale è maggiore di quello dei developed market e che quest'anno, anche con l'esclusione della Cina, dovrebbe superare le economie avanzate».

### **Ma non c'è una dipendenza elevata di queste nazioni dalle esportazioni?**

«Le esportazioni di materie prime sono state la fonte di crescita più duratura dei mercati emergenti, vista la loro politica di libero scambio e l'ampia quota di risorse critiche a disposizione. Mentre queste ultime restano fondamentali per la crescita dei paesi emergenti, il mix di esportazioni si sta adattando all'economia globale. L'inclusione della

tecnologia ha inoltre ridotto la volatilità della crescita degli Em e molti paesi a medio reddito si stanno muovendo verso attività a più alto valore aggiunto od orientate ai servizi. Detto ciò, non si può escludere che il risultato delle elezioni presidenziali americane potrebbe avere ripercussioni sulle relazioni commerciali e condizionarle, soprattutto se si guarda alle misure proposte da Trump in materia di dazi».

### **In passato, uno dei problemi degli emergenti è stato il livello di riserve. Qual è la situazione attuale?**

«Uno dei punti di forza del debito sovrano globale negli ultimi due decenni è stato il considerevole e ampio accumulo di riserve nei mercati emergenti che, negli ultimi 20 anni, in termini percentuali sul Pil sono raddoppiate».

### **E per quanto riguarda il livello del debito?**

«I mercati emergenti sono entrati nella crisi del Covid con un rapporto debito/Pil significativamente più basso rispetto ai mercati sviluppati e questo divario è solo aumentato, mentre i disavanzi fiscali dei mercati sviluppati rimangono storicamente elevati».

### **La demografia cinese sta mostrando dinamiche simili a quelle delle economie avanzate. Che cosa sta succedendo, da questo punto di vista, nei paesi Em?**

«La relazione tra la popolazione in età lavorativa e la crescita in questi mercati è minore e statisticamente insignificante, poiché gli effetti dei cambiamenti demografici sullo sviluppo sono attenuati da una serie di altri fattori economici, dalle politiche e dagli shock. Tuttavia, le economie dei paesi emergenti non si trovano ad affrontare le stesse sfide demografiche. Mentre la Cina e la Corea hanno profili demografici simili a quelli dei mercati sviluppati, la popolazione in età lavorativa dell'India si appiattirà solo nei prossimi decenni, mentre la traiettoria dell'America Latina diminuisce solo leggermente e la crescita dell'Africa continua senza sosta».

## **Lo scontro tra Cina e Usa ha un impatto sull'universo Em?**

«La competizione tra gli Stati Uniti e la Cina sta creando un riallineamento geopolitico, con entrambi i Paesi in lizza per acquisire maggiore influenza tra le nazioni emergenti, in particolare nel Sud del mondo. Negli ultimi 20 anni, gli Stati Uniti hanno perso influenza a favore della Cina, mentre è cresciuta l'importanza dell'iniziativa Belt and Road per il finanziamento dei mercati emergenti. Ciò è emerso chiaramente dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, quando solo un terzo della popolazione mondiale ha appoggiato gli Stati Uniti. Da allora, l'Occidente ha cercato di contrastare l'influenza della Cina utilizzando un tipo di realpolitik economica: competere con il Dragone in base alla quantità e alla qualità dei finanziamenti che forniscono ad alcuni stati nell'area emergente. Strettamente correlato all'intensificarsi della competizione tra Stati Uniti e Cina è il riorientamento delle catene di fornitura globali. Prevediamo che queste ultime verranno riviste sulla base di un concetto di resilienza più orientato alle alleanze geopolitiche per l'approvvigionamento di beni critici, come i semiconduttori, le batterie Ev, i prodotti farmaceutici e i minerali critici».

### **Ci sono alcune evidenze in merito?**

«Stiamo iniziando a vedere prove concrete del de-risking nei modelli commerciali. Solo cinque anni fa, la Cina rappresentava quasi il 20% delle importazioni statunitensi. Ora è sotto il 15%, mentre Messico, Vietnam, Corea del Sud, Taiwan, India e altri paesi Em stanno aumentando la loro esposizione».

### **Quindi è il momento giusto per un'allocazione strategica?**

«Dati questi cambiamenti strutturali favorevoli in corso, ci attendiamo effetti positivi in profondità sui mercati emergenti nel prossimo quinquennio ed esprimiamo la convinzione che le valutazioni attuali non riflettano adeguatamente il potenziale di rialzo: perciò potrebbe essere il momento giusto per decidere un'allocazione strategica di lungo termine sul debito Em».

# Riccioli d'oro e i tre orsi

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

C'erano una volta tre orsi: mamma orso, papà orso e il loro piccolo orsetto. In attesa che la zuppa si raffreddi, i tre decidono di allontanarsi da casa per fare una passeggiata. Una piccola bambina, chiamata Riccioli d'oro, di passaggio

da quelle parti, vedendo la casa vuota, vi si intrufola e, affamata, divora la zuppa, rompe una sedia e decide di schiacciare un pisolino su un letto appena rifatto. Al loro ritorno, i tre orsi si accorgono del marasma presente in casa e

trovano Riccioli d'oro ancora addormentata. Svegliatasi di soprassalto e spaventata, la bambina scappa, ripromettendosi di non farlo mai più!

Questa fiaba viene storicamente attribuita





ai fratelli Grimm (1785-1863), ma fu scritta anni prima da Robert Southey e pubblicata in "The Doctor" (1837). A volere essere pignoli, il racconto potrebbe avere un'origine popolare ed essere stato tramandato oralmente per decenni prima dell'800. A più di 150 anni dalla sua iniziale stesura, però, è abbastanza sorprendente osservare quanto, ancora oggi, queste poche righe possano offrirci spunti di riflessione sui più disparati scenari macroeconomici.

Nel corso del 2023, la stampa americana ha utilizzato metaforicamente la fiaba "Riccioli d'oro" per descrivere il possibile atterraggio morbido della crescita economica, nonostante il rialzo dei tassi d'interesse. Proprio come alla fine del racconto, dove la protagonista esce indenne dalle fauci dei tre orsi malgrado lo scompiglio creato (come lo può creare un rapido rialzo dei tassi), così l'economia potrebbe riuscire a rimettersi in carreggiata senza subire importanti conseguenze.

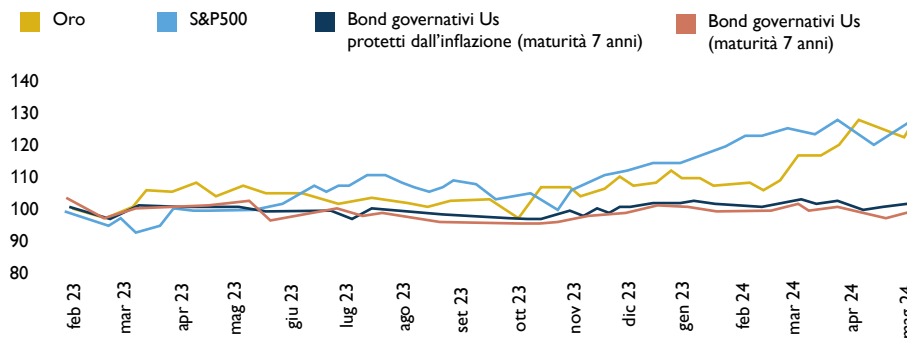
Sebbene reputi questo esempio particolarmente calzante, vorrei provare a rileggere questa fiaba con una lente più soggettiva, legandola all'andamento di un asset finanziario, l'oro, che, non a caso, tinge i capelli della nostra protagonista. Da inizio anno, il bene rifugio per eccellenza segna una performance di oltre il 14% (a metà maggio), dopo avere registrato nuovi massimi storici ad aprile. Dall'inizio del 2023, il rialzo è superiore al 26%, in linea con l'indice americano S&P 500.

Parafrasando la fiaba, con una performance a doppia cifra, il metallo giallo ha quindi dimostrato di essere riuscito "a scappare via". Se, da un lato, mi sento di avere anticipato il finale del mio racconto, dall'altro, credo sia utile capire come ciò sia avvenuto attribuendo a ciascuno dei tre orsi una diversa lettura del contesto economico-finanziario.

## IL PICCOLO ORSETTO

Il cucciolo di orso penso che possa ben rappresentare la volontà degli investitori di ripartirsi dalla preoccupazione dell'inflazione: con i prezzi al consumo in aumento, l'aspettativa di un ribasso sul potere d'acquisto potrebbe avere guidato un parziale riposizionamento degli investitori verso un bene rifugio. La protezione dall'inflazione può essere raggiunta anche attraverso altri strumenti, come ad esempio le obbligazioni, sia nominali, sia protette dalla stessa inflazione. Le aspettative di lungo periodo, negli ultimi 18 mesi, sono rimaste ancorate a livelli non distanti dagli obiettivi di politica monetaria e, in assenza di

## ANDAMENTO ORO, S&P500 E TITOLI GOVERNATIVI US DAL 2023 A OGGI



Fonte: Invesco, dati al 15 maggio 2024

significativi rimbalzi a V dei prezzi, mi sento di ipotizzare che questa non sia stata una motivazione particolarmente forte per guidare la recente corsa dell'oro.

## MAMMA ORSA

La figura di mamma orsa, invece, potrebbe rappresentare gli investitori che hanno voluto assicurarsi una protezione rispetto alle ipotesi di fallimento delle politiche fiscali e monetarie. In giro per il globo, negli ultimi 24 mesi non sono di certo mancate le tensioni a livello politico ed economico. Inoltre, molti, intimoriti dall'acuirsi dei rischi geopolitici, come lo scoppio di nuovi conflitti o l'inasprimento degli attuali, potrebbero avere deciso di migrare verso un bene rifugio, riconosciuto internazionalmente. A ciò si legherebbero poi le incertezze derivanti dalle revisioni al rialzo della spesa pubblica, con la conseguente minaccia sulla sostenibilità del debito e sulla più generale credibilità delle politiche fiscali. Non da meno, alcuni investitori potrebbero avere deciso di correre ai ripari prevedendo possibili fallimenti delle politiche monetarie. L'investitore che vede nell'oro un bene di conforto potrebbe avere aumentato la propria esposizione al metallo prezioso con l'ottica di dovere gestire fasi particolarmente incerte nell'immediato futuro.

## PAPÀ ORSO

Infine, papà orso potrebbe rappresentare la forte domanda d'oro da parte dei paesi emergenti. Secondo Gavekal Research, la maggior parte degli acquisti su scala globale, negli ultimi mesi è avvenuta nei paesi emergenti: 30% in Cina, 25% in India, 20% in Medio Oriente. Alla base di questa forte impennata nella domanda ci sarebbero le banche centrali. Quest'ultime starebbero infatti aumentando le riserve aurifere per diversificare l'esposizione e, in al-

cuni casi, diminuire la dipendenza dal dollaro americano. Guardando al Dragone, secondo la China Gold Association, nei soli primi tre mesi del 2024 si è registrato un aumento di domanda per circa il 6%, rispetto allo scorso anno. A pesare, in questo caso, potrebbe esserci anche un calo della fiducia nei settori d'investimento più tradizionali, come l'immobiliare.

Come finisce la fiaba da me rivisitata? Se da un lato, dunque, il marasma nella stanza di certo non manca, dall'altro credo sia utile, come investitori, provare a capire, nei prossimi mesi, se i tre orsi saranno più promensi a restare oppure a uscire dalla casa degli investitori. Oggi, non sta a me dire se la corsa dell'oro sia o non sia ancora arrivata al suo termine, ma su un punto posso provare a sbilanciarmi: se questi tre orsi dovessero rimanere, o rientrare prepotentemente all'interno della stanza dove Riccioli d'Oro riposa, allora sarebbe lecito aspettarsi un nuovo spavento della nostra protagonista e una ripresa della corsa anche nel nostro racconto.

### 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 a maggio 2024, salvo ove diversamente specificato. Il presente documento costituisce materiale di marketing e non deve essere interpretato come una raccomandazione a comprare o vendere in nessuna specifica classe d'attivo, nessun titolo o strategia. I requisiti normativi che necessitano l'imparzialità delle raccomandazioni d'investimento/di strategia d'investimento non sono quindi applicabili, né costituiscono un divieto alle contrattazioni prima della pubblicazione. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri, non costituiscono una costante nel tempo e non vi è garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro. Pareri ed opinioni sono basati sulle attuali condizioni di mercato e sono soggette a modifiche. 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.

# Emerging bond, in attesa della Fed

a cura di **Pinuccia Parini**

Sui mercati pesa ancora l'incertezza su quando e come agiranno le banche centrali delle economie sviluppate e sull'andamento dell'inflazione. Fondi&Sicav ha chiesto ad **Alejandro Arevalo**, investment manager, fixed income Emd di **Jupiter Asset Management**, come si debba considerare il debito emergente nel contesto attuale.

**Il taglio dei tassi da parte della Fed sembra si faccia attendere più del previsto e il dollaro rimane forte. Che cosa significa tutto ciò per il debito emergente?**

«Durante gli ultimi tre anni, le aspettative sull'andamento dell'inflazione negli Stati Uniti e, di conseguenza, sulla traiettoria dei tassi d'interesse, sono state i fattori che hanno condizionato i titoli obbligazionari dei mercati emergenti. Guardare a ciò che avviene negli Usa è fondamentale per chi investe in questa asset class e lo è maggiormente se lo si fa attraverso emissioni in valuta forte, come nel nostro caso. Il debito emergente viene scambiato a uno spread rispetto al Treasury e, se non c'è chiarezza su che cosa succederà ai tassi americani, è presumibile supporre che ci sarà volatilità, con un impatto sull'appetito degli investi-

tori che sono interessati a questo mercato. È un fenomeno che si è già verificato nel 2023 e gli effetti sono stati incertezza sulle valutazioni, conseguente aumento dei flussi in uscita da questa tipologia di attivo e allargamento degli spread. Ciò che abbiamo sperimentato, quando casi analoghi si sono manifestati, è che gli investitori disinvestono in modo indiscriminato, indipendentemente dalla tipologia di emissione, di settore o di paese».

**Che cosa è successo agli spread nei mercati del debito emergente?**

«Agli inizi dello scorso anno si erano particolarmente allargati, con il credito investment grade che trattava a livelli mai visti nell'arco degli ultimi cinque anni, proprio a causa di quanto descritto in precedenza: di conseguenza, i titoli avevano raggiunto valutazioni che erano da ritenere molto interessanti. Quest'anno, l'incertezza sul livello dell'indice dei prezzi al consumo, che per noi è il principale fattore di rischio, continua, nonostante quest'ultima non sia la principale preoccupazione per le banche centrali dei mercati emergenti, che hanno reagito in tempi molto più veloci, rispetto alle istituzioni centrali delle economie sviluppate, nel rialzare i tassi. È la prima vol-



**ALEJANDRO AREVALO**  
investment manager,  
fixed income Emd  
Jupiter Asset Management

ta in 25 anni che l'inflazione aggregata nei mercati emergenti è inferiore a quella dei paesi sviluppati, che, dal 2020, hanno allentato abbondantemente i cordoni della spesa pubblica, mentre quelli emergenti hanno gestito con maggiore cautela il bilancio dello stato. Certamente, una delle ragioni è che alcuni non avevano sufficienti risorse a disposizione, ma è indubbio che c'è stata, in generale, una maggiore attenzione al saldo pubblico».

### **Qual è la situazione attuale per il debito Em?**

«Sì è in un contesto in cui le banche centrali hanno mostrato la loro indipendenza nelle decisioni di politica monetaria, i tassi reali sono positivi, le aspettative d'inflazione sono ancorate e il commercio e i consumi sono in ripresa: direi che la situazione non può che essere positiva. Tuttavia, e vorrei ancora rimarcarlo, il principale driver di volatilità per questa asset class rimane la Fed. Ne consegue che, per noi gestori di portafogli di obbligazioni emergenti, non resta che monitorarne le decisioni, perché al momento il nostro maggiore competitor è il debito governativo americano».

### **Siete, di conseguenza, "data dependent" dalla Fed?**

«Direi di sì. La ragione per cui la componente obbligazionaria emergente ha sotto-performato non è perché c'è qualche problema di natura strutturale: la situazione è molto simile a quella del 2018, quando l'economia stava crescendo e l'inflazione era sotto controllo. Negli ultimi 12 mesi, si è assistito a default e a ristrutturazioni del

debito, ma l'attività economica è complessivamente forte».

### **Quindi come considera gli attuali livelli di valutazione del mercato? Siamo nella stessa situazione degli inizi del 2023?**

«Credo che si debba guardare con attenzione allo spread del segmento high yield e a quello dell'investment grade. Lo scorso anno, quando il mercato veniva venduto in modo indistinto, la componente Ig era estremamente attrattiva e in grado di assorbire la volatilità del Treasury. Devo dire che era una "easy call" posizionarsi in questo strumento. In aggiunta, sempre nel 2023, le aspettative erano che si sarebbe assistito a una impennata del default rate, alla luce delle cattive condizioni di mercato e dell'arrivo di un numero consistente di rifinanziamenti. Tuttavia, ciò non avvenne, grazie anche alla capacità dei mercati domestici di assorbire le nuove emissioni che li avevano trovato uno sbocco e alle condizioni economiche che non si deteriorarono come previsto. La percezione, inoltre, che il pivot sui tassi fosse stato raggiunto provocò un rally sui mercati. Il 2024 non ha, per il momento, riservato particolari sorprese e le valutazioni del credito non sono così interessanti come un anno fa, se non nella componente carry delle obbligazioni high yield, e non ci attendiamo una significativa contrazione degli spread».

### **Investire nei paesi emergenti significa considerare anche i rischi geopolitici. Come vi comportate in proposito?**

«I rischi geopolitici sono difficili da predire, soprattutto nel quantificare la portata che possono avere, e ciò non rientra all'interno del nostro processo d'investimento. Analizziamo il contesto macroeconomico e valutiamo se gli emittenti hanno la capacità di ripagare gli investitori e di remunerarli per il rischio assunto».

### **Qual è il vostro approccio al mercato?**

«Abbiamo posizionato il portafoglio in paesi e settori che possano beneficiare dell'economia domestica e che non dipendano dalle economie sviluppate. Consideriamo interessanti i consumi, le infrastrutture e

le telecomunicazioni, ambiti che, anche nel caso di una brusca recessione, non conoscerebbero un deterioramento dei fondamentali. Lo scorso anno avevamo privilegiato la componente investment grade in Medio Oriente e in Asia, Cina esclusa».

### **La debolezza dell'economia cinese ha in qualche modo influito sugli spread del credito asiatico?**

«Non si è verificato il contagio atteso, nonostante le difficoltà nel settore immobiliare e la mancanza di politiche fiscali governative a sostegno dell'economia. Anzi, direi che alcuni paesi asiatici hanno colto le opportunità di mercato che si sono aperte grazie a fenomeni come il reshoring».

### **Dopo il rally del credito Ig avete cambiato la vostra esposizione all'interno dell'asset class?**

«Abbiamo iniziato a cogliere le opportunità nel credito Hy in particolare in Cemea, in Africa, una delle aree che ha conosciuto più difficoltà nel 2023, e in America Latina. Attualmente le emissioni Hy pesano per circa il 65% del portafoglio e la parte rimanente è investita in Ig; il rendimento medio in dollari è intorno al 9% e la duration è tra i due e i quattro anni. Investire nel debito emergente è, per noi, trarre vantaggio dal carry, evitando i default».

### **Un investitore è adeguatamente remunerato nell'esposizione agli Hy emergenti in rapporto ad analoghe emissioni nei mercati sviluppati?**

«È una domanda cui, in termini generali, è complesso rispondere, perché dipende da come avviene l'allocazione all'interno di un portafoglio diversificato. Ritengo, comunque, che un investitore in credito Em Hy sia adeguatamente remunerato, perché, ad esempio, l'omologo americano è un universo con una minore differenziazione settoriale, vista l'elevata presenza di emittenti legati al comparto energetico, ha una presenza maggiore di bond con rating CCC ed è concentrato in un unico paese. Inoltre, c'è la differenza del contesto generale che caratterizza gli Usa e le economie emergenti da prendere in considerazione. Inutile dire che, in ogni caso, nella scelta delle emissioni bisogna essere molto selettivi».

# Uno “switch” semplice, trasparente e digitale

di **Boris Secciani**

Fondi e Sicav ha incontrato **Marco Tricarico**, uno dei tre fondatori di **Switcho**, un gruppo che opera con un approccio decisamente innovativo tramite vari paradigmi della fintech. Il core business dell'azienda è la consulenza per ottimizzare diverse spese correnti che, a causa dell'inflazione, sempre di più pesano sulle tasche degli italiani; i vari servizi della società, infatti, sfruttano soluzioni come l'open banking e l'embedded finance. Il modello cui si sta probabilmente andando incontro è costituito da app con le quali gestire interamente le necessità della propria vita, da quelle finanziarie allo shopping per arrivare al consumo di contenuti mediatici all'interno di un'unica interfaccia. Una filosofia che peraltro già caratterizza alcuni colossi del settore nel Far East.

Una tale capacità di aggregazione, confronto e consulenza può rappresentare un fattore di differenziazione rilevante per un comparto che, a volte, fa fatica a trovare una sua identità definita rispetto ai concorrenti più tradizionali. Il modello di Switcho, invece, indica un sentiero futuro secondo cui entro pochi anni sarà possibile ottimizzare i finanziamenti, le assicurazioni e il proprio portafoglio di investimenti, oltre che gestire il flusso di acquisti e pagamenti all'interno della stessa piattaforma. Resta da capire se quest'ultima sarà riconducibile a banche tradizionali oppure a nuovi protagonisti.

## **Potete fare una panoramica su come è nata ed è cresciuta Switcho?**

«Switcho è nata circa cinque anni fa da tre soci fondatori: Marco Tricarico, Redi Vyshka e Fancesco Laffi. L'idea iniziale era realizzare uno strumento tecnologico che permettesse di risparmiare sulle spese ricorrenti in modo trasparente e digitale, semplificando la vita alle persone. Nello sviluppare il nostro servizio, poi lanciato a inizio 2020, abbiamo deciso di partire dalle spese di energia elettrica e gas, perché erano quelle dove vedevamo un maggiore gap di trasparenza e la possibilità di innovare. Per questa ragione, ci siamo inventati una “consulenza chiavi in mano” dove il cliente ci sottopone la sua bolletta, noi la analizziamo, gli diciamo se può davvero risparmiare e, se decide di fare il cambio, ci occupiamo di tutta la pratica. L'operazione





**MARCO TRICARICO**  
fondatore  
Switcho

viene condotta in digitale, senza telefonate, ed è gratuita».

### **Come funzionano i vostri servizi e il vostro modello di business?**

«La nostra proposta è raggiungibile mediante un sito e un'app che presenta diversi servizi. Dal sito è possibile confrontare le offerte per ottenerne una migliorativa sulle spese di luce, gas, telefonia fissa e mobile e assicurazioni. Le nostre differenze, rispetto alla classica comparazione, sono nella consulenza sull'analisi della situazione di partenza, nel fatto di essere un servizio solo digitale e di avere un'assistenza che segue la stipula del contratto fino alla fine. Inoltre, utilizzando la nostra app, si ha accesso anche ad altri servizi: l'aggregazione dei conti correnti per monitorare le spese, la sezione con i suggerimenti di risparmio e la nostra parte editoriale con articoli sui temi che rientrano nella nostra attività. Per quanto riguarda il business model, il nostro servizio è gratuito per gli utenti finali, mentre noi percepiamo un compenso per ogni nuovo cliente che portiamo ai nostri partner, che sono alcune decine di fornitori tra le società di pubblica utilità e le assicurazioni».

### **Il vostro servizio è dedicato esclusivamente ai privati oppure anche alle aziende?**

«Il nostro servizio di analisi e switch su luce e gas è aperto anche alle piccole aziende e alle partite Iva».

### **A partire dal 2022 la questione delle bollette è diventata di cru-**

### **ziale importanza; come è evoluta la vostra attività in questa fase di turbolenza?**

«Abbiamo registrato un incremento delle richieste: l'aumento dei prezzi ha smosso tante persone che fino a quel momento erano rimaste più passive nella gestione delle proprie bollette. Il mercato è evoluto anche verso formule tariffarie a prezzo fisso e a prezzo indicizzato. Abbiamo cercato di modificare il nostro servizio in particolare per tenere conto di quest'ultimo cambiamento, cercando di mantenere sempre un livello soddisfacente per i nostri clienti. Questa strategia sembra che abbia funzionato, anche vedendo le recensioni sui nostri servizi, che stanno crescendo sempre più (sono più di 5 mila su Trustpilot-ndr)».

### **Che cosa pensate che succederà a partire dal primo luglio con la fine del regime di maggiore tutela?**

«Ci sarà un buon numero di clienti che rimarrà in questo regime transitorio che offrirà una tariffa indicizzata abbastanza conveniente per i successivi 33 mesi. Qualora dovessero esserci nuovi picchi tariffari in futuro, potrebbe essere vantaggioso sottoscrivere una tariffa a prezzo fisso in questi mesi in cui i prezzi si sono ridotti. In futuro, prima o poi, ci sarà solo un regime di tariffe del mercato libero, che speriamo possa essere competitivo per il bene di tutti».

### **Come è nata la vostra collaborazione con le banche? In particolare, potreste descrivere come funziona l'integrazione dei vostri servizi all'interno delle app di homebanking dal punto di vista tecnologico?**

«In un momento di alta domanda, a partire dal 2022, c'è stato un incremento di interesse da parte delle banche verso servizi extra-bancari, in particolare sulla gestione di un tema così caldo come quello delle bollette di luce e gas. È stato quindi abbastanza naturale rivolgersi a noi che avevamo lanciato il servizio di maggiore qualità e trasparenza su questa materia. In pratica, le banche ci "segnalano" all'interno dei loro homebanking e, con un processo di integrazione, semplificano la fase di iscrizione al nostro servizio, che l'utente bancario scopre e utilizza in pochi clic».

### **Che cosa prevedete per quanto riguarda l'evoluzione futura del vostro gruppo?**

«Stiamo lavorando lungo due direttrici. La prima è l'aggiunta di nuovi servizi che possano essere sempre utili in ottica di risparmio delle spese e semplificazione per l'utente finale su spese grandi, come, ad esempio, i mutui. La seconda riguarda l'arricchimento delle nostre property digitali (app in particolare) per tenere sempre più ingaggiati con contenuti i nostri clienti».



# Sovrappesiamo l'Eurozona e le scadenze medio-brevi

a cura di **Pinuccia Parini**

Il mercato obbligazionario, con le sue performance, continua ancora a sollevare spunti di riflessione. A parlarne è **Massimo Spagnol**, fixed income portfolio manager di **Generali Investments**.

**Si sta assistendo a una divergenza tra le politiche monetarie delle maggiori banche centrali. Qual è la sua lettura?**

«Il 2023 si è concluso con un quadro macroeconomico che ha portato il mercato a prezzare una politica monetaria molto simile, sia in termini di numero di tagli (ben sei), sia di tempistica (a partire dalla fine del primo trimestre 2024) negli Stati Uniti e in Eurozona. Dall'inizio del 2024 a oggi, la situazione sembra radicalmente cambiata. Negli Usa la crescita economica, ancorché abbia dato indicazioni di marginale debolezza, è ancora sostenuta da un mercato del lavoro solido che supporta la doman-

da, mentre l'inflazione non dà chiari segnali di discesa, contrariamente alle aspettative. In Eurozona, benché le previsioni per la crescita reale del 2024 siano inferiori all'1%, dopo sei trimestri di stagnazione economica ci sono timidi segnali di ripresa in tutti i paesi membri, compresa la Germania, e l'inflazione segue un trend di riduzione come da aspettative. Sulla base di queste premesse e dopo la riduzione del policy rate da parte della Bce, ora il mercato prezza per il 2024 sicuramente un secondo taglio in Eurozona nell'ultimo trimestre, con il 50% di probabilità per un terzo taglio, mentre per la Fed un taglio sempre nell'ultimo trimestre con la probabilità del 50% per un secondo entro la fine dell'anno.

L'anticipazione da parte della Bce sulla Fed si è verificata due volte in passato (1999 e 2011), ma le condizioni macroeconomiche erano differenti. È chiaro che l'approccio "data dependent", adottato dalle banche centrali, è orientato a una "navigazione a vista" e, di con-



**MASSIMO SPAGNOL**  
**fixed income portfolio manager**  
**Generali Investments**

sequenza, per il momento, è necessario valutare attentamente i segnali che provengono dall'evoluzione del quadro macro e dalla retorica adottata dai banchieri centrali. Il contesto è molto dinamico e in continua evoluzione».

### **La possibilità che i tassi negli Usa rimangano fermi più a lungo che in Europa quali ricadute potrà avere sull'economia e sui mercati?**

«In base alla teoria economica, la divergenza di politica monetaria potrebbe determinare una variazione dei differenziali dei tassi d'interesse tra i paesi interessati; ciò potrebbe innescare un processo di svalutazione della valuta della nazione con una politica meno restrittiva. Inoltre, va evidenziato il potenziale effetto sgonfiato sulla percezione degli operatori economici e finanziari in merito all'evoluzione macroeconomica del contesto di riferimento. In concreto, guardando a Stati Uniti ed Eurozona, il fatto che la Bce abbia tagliato per prima il policy rate, evento ampiamente prezzato dal mercato, non comporterà a mio avviso uno stravolgimento del tasso di cambio nel breve termine. È chiaro che il reale impatto sulle piazze finanziarie e sull'economia reale dipenderà dal cambiamento del quadro macroeconomico e, di conseguenza, dalle mosse delle banche centrali. Le curve sono ancora fortemente invertite e, considerando lo scenario prezzato dal mercato, il processo di normalizzazione dovrebbe iniziare prima in Eurozona e successivamente negli Stati Uniti. Tuttavia, considerando l'evoluzione dei tassi nell'ultimo periodo, è possibile che la curva US e quella tedesca si muovano in maniera correlata. Per il momento, focalizzandoci sul differenziale tra decennale governativo statunitense e decen-

nale governativo tedesco, sulla base del set informativo attuale, il trading range dovrebbe rimanere tra i 180 e 220 punti base».

### **In termini di decisioni d'investimento, come valuta la situazione del mercato?**

«In un contesto economico e di politica monetaria poco chiaro, in cui il mercato azionario ha raggiunto i massimi livelli storici e la volatilità è collassata, il fixed income rappresenta un'ottima opportunità di investimento poiché il carry ha raggiunto livelli molto interessanti e i rendimenti negativi sono ormai un ricordo del recente passato. È un mercato sicuramente attraente per gli investitori, sia guardando ai titoli governativi, sia al settore del credito investment grade. Analizzando la situazione attuale, l'allocazione nel reddito fisso dovrebbe essere orientata, in primis, al carry, con un sovrappeso dei titoli dell'Eurozona, visto l'anticipazione del ciclo di tagli. Inoltre, l'inversione della curva e il processo di normalizzazione suggeriscono un sottopeso delle lunghe scadenze a fronte di un sovrappeso di quelle brevi e medie della curva. Se si considerano i paesi europei, in un contesto di relativa stabilità degli spread, l'Italia e la Spagna risultano sicuramente quelli in cui è importante essere investiti».

### **I rendimenti offerti dal mercato obbligazionario sono interessanti. Dove si trovano le migliori opportunità?**

«Se si analizzano le curve del comparto governativo, ci sono ottime soluzioni di investimento nelle scadenze brevi e in quelle di medio-lungo periodo per il livello di carry offerto. L'indice rappresentativo dei titoli governativi emessi in Eurozona, in media, offre un rendimento annuo lordo del 3,20%, mentre quello dell'indice governativo italiano si aggira intorno al 3,70%. L'Italia è sicuramente un paese da considerare nell'allocazione di portafoglio, perché è caratterizzata da un notevole carry e da una relativa stabilità dello spread decennale rispetto al titolo tedesco, attualmente a 130 punti base. Per quanto riguarda il mercato del credito, il pick-up sui tassi governativi dei titoli investment grade si aggira tra gli 80 e i 100 punti base a seconda del settore, del rating, della scadenza e dell'emittente. Il credito high yield offre sicuramente un rendimento assoluto elevato (600 punti base), tuttavia è impor-

tante considerare che la compressione degli spread si è spinta verso livelli molto bassi e, di conseguenza, è necessario essere prudenti e selettivi nella scelta dei titoli».

### **Quali sono quindi le sue considerazioni sul mercato del credito?**

Il mercato del credito tour court è caratterizzato, come dicevo, da un trend di forte compressione degli spread e da una riduzione della volatilità. L'investment grade offre un rendimento assoluto medio di circa il 4%, mentre l'high yield di circa il 6%. In un contesto macro incerto, ma caratterizzato da un'economia che non dà segnali di recessione, è chiaro che il carry offerto dal credito rispetto alla curva governativa diventa molto interessante. Considerando il rating, è possibile spingersi fino alla classe BBB con la finalità di investire a tassi maggiori, mentre per le classi BB e inferiori è opportuno valutare con molta attenzione gli elementi sistemici e idiosincratici, per evitare di introdurre un elevato rischio all'interno del portafoglio. Visto il livello raggiunto dai tassi di interesse, il settore finanziario, in particolare quello bancario, dovrebbe essere favorito nell'allocazione, ma anche il real estate offre opportunità su alcuni emittenti di titoli senior».

### **Come pensa che si possa proteggere un portafoglio obbligazionario nel caso ci fosse una recrudescenza dell'inflazione o un aumento dell'instabilità legata a rischi geopolitici?**

«Il rischio di recrudescenza dell'inflazione non è sicuramente nullo, se ciò si dovesse verificare nel contesto attuale le migliori strategie dovrebbero essere orientate a modificare l'allocazione del portafoglio aumentando l'esposizione ai titoli governativi inflation-linked, strumento per eccellenza dedicato alla protezione del capitale, e ai derivati finanziari legati all'inflazione se possibile. In merito al rischio geopolitico, dal febbraio 2022 siamo abituati a convivere quotidianamente, ma dobbiamo considerare che, alla luce degli ultimi accadimenti, è purtroppo aumentato. L'unico modo per attenuare l'impatto sul portafoglio di un evento ad alta volatilità può essere l'investimento in titoli governativi a elevato rating e la riduzione dell'esposizione obbligazionaria ad alto beta, high yield in primo luogo. La mitigazione del rischio può avvenire anche attraverso l'ausilio di derivati finanziari sul credito».

# Una crescita sostenuta

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

Il mercato del cloud computing continua la sua rapida espansione a livello globale, con un tasso di crescita annuo composto (Cagr) previsto del 17,9% dal 2022 al 2029. Si stima che il fatturato complessivo raggiungerà 1.724,90 miliardi di dollari entro il 2029.

Tra i driver principali che hanno spinto la crescita di questo settore troviamo la trasformazione digitale, la crescente domanda di smart working e l'efficientamento dei costi.

Le aziende sono infatti sempre più propense ad adottare soluzioni basate sul cloud per modernizzare le infrastrutture It e abilitare nuovi modelli di business digitali. La pandemia, inoltre, ha accelerato l'adozione di soluzioni cloud per supportare il lavoro da remoto e la collaborazione a distanza; l'implementazione di sistemi basati sul cloud offre anche una riduzione dei costi operativi attraverso soluzioni di pagamento a consumo e aumento della scalabilità.

Tra le principali tendenze che stanno emergendo compaiono le seguenti:

- **Multi-cloud** - Le aziende stanno adottando strategie multi-cloud per evitare il lock-in del fornitore e sfruttare i punti di forza di diverse piattaforme.
- **Hybrid cloud** - L'integrazione di

cloud pubblici e privati sta diventando sempre più popolare per bilanciare flessibilità e controllo.

- **Cloud nativo** - Le applicazioni cloud native, progettate specificamente per il cloud, stanno guadagnando terreno grazie alla loro scalabilità e resilienza.

- **Edge computing** - L'elaborazione dei dati più vicino alla fonte sta emergendo come una soluzione per applicazioni che richiedono bassa latenza e alta larghezza di banda.

- **FinOps** - La gestione finanziaria del cloud sta diventando sempre più importante per ottimizzare i costi e garantire la redditività.

## ANALISI SWOT

### Punti di forza

- **Scalabilità e flessibilità** - Il cloud permette alle aziende di adattarsi rapidamente alle mutevoli esigenze di business, aumentando o diminuendo le risorse in base alla domanda.

- **Riduzione dei costi** - Il modello pay-per-use elimina la necessità di investimenti iniziali in hardware e software, riducendo i costi operativi e di manutenzione.

- **Accessibilità e collaborazione** -



Il cloud consente l'accesso ai dati e alle applicazioni da qualsiasi luogo e dispositivo, facilitando la collaborazione tra team distribuiti.

• **Innovazione continua** - I fornitori di cloud investono costantemente in nuove tecnologie e funzionalità, offrendo alle aziende l'accesso a soluzioni all'avanguardia.

• **Disaster recovery e business continuity** - Il cloud garantisce la protezione dei dati e la continuità operativa in caso di disastri o interruzioni impreviste.

#### Punti di debolezza

• **Sicurezza e privacy** - La sicurezza dei dati in cloud rimane una preoccupazione per molte società, soprattutto in settori regolamentati.

• **Dipendenza dal fornitore** - La scelta del fornitore di cloud può portare a un lock-in tecnologico, rendendo difficile la migrazione verso altre piattaforme.

• **Carenza di competenze** - La mancanza di professionisti qualificati nel cloud computing può limitare la capacità delle imprese di sfruttarne appieno il potenziale.

• **Costi imprevisti** - Se non gestito correttamente, il cloud può portare a costi imprevisti a causa del consumo eccessivo di risorse o di una pianificazione inadeguata.

• **Latenza e performance** - In alcuni casi, la latenza di rete e le prestazioni delle applicazioni in cloud possono essere inferiori rispetto a quelle delle soluzioni on-premise.

#### Opportunità

• **Crescita del mercato** - Il mercato del cloud computing è in continua espansione e offre ampie opportunità di business per fornitori di servizi e soluzioni.

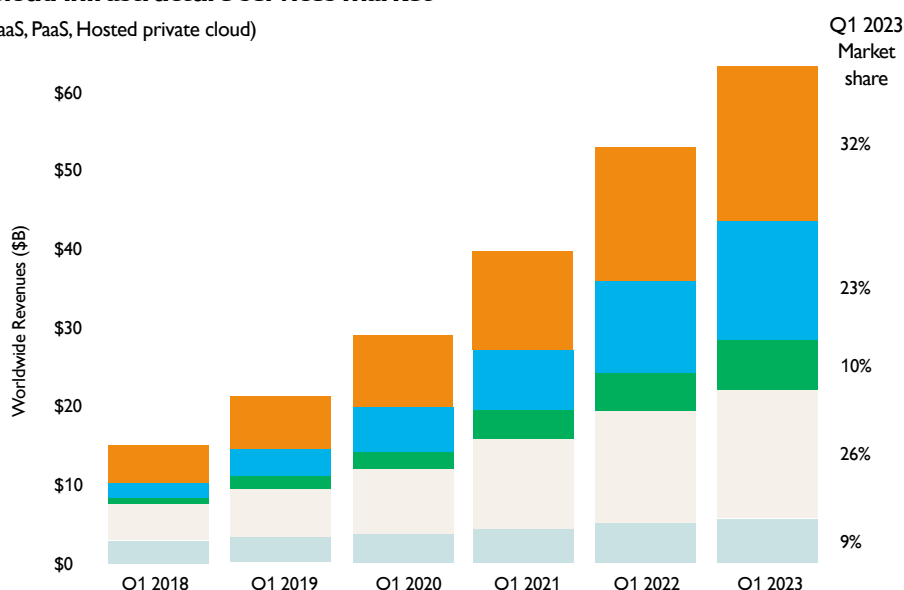
• **Nuove tecnologie** - L'emergere di tecnologie come l'edge computing, l'intelligenza artificiale e l'apprendimento automatico sta ampliando le possibilità di utilizzo del cloud.

• **Servizi professionali** - La crescente domanda di servizi di consulenza, migrazione e gestione del cloud crea op-

**FIG.1 - ANDAMENTO DEL MERCATO DEI SERVIZI CLOUD BASED: INFRASTRUCTURE AS A SERVICE (IAAS), PLATFORM AS A SERVICE (PAAS) E SERVIZI DI HOSTING PER CLOUD PRIVAT**

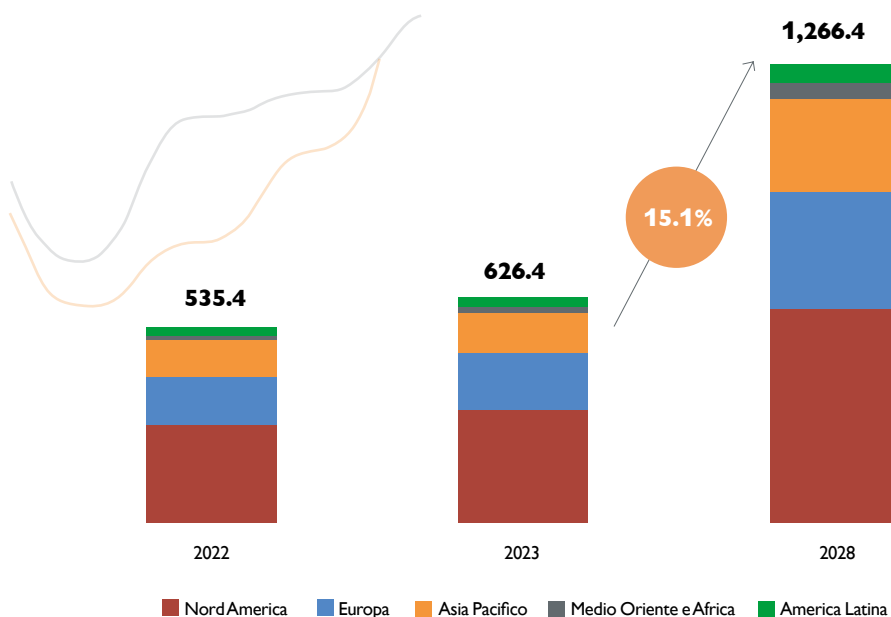
#### Cloud infrastructure services market

(IaaS, PaaS, Hosted private cloud)



Fonte: Synergy Research Group

**FIG.2 - ANDAMENTO TEMPORALE PREVISTO DEL MERCATO DEL CLOUD COMPUTING PER AREA GEOGRAFICA**



Fonte: Alpha Sense

portunità per professionisti IT e aziende specializzate.

• **Mercato verticale** - Lo sviluppo di soluzioni cloud specifiche per settori verticali (sanità, finanza, pubblica amministrazione) rappresenta un'ulteriore possibilità di crescita.

• **Formazione e sviluppo delle**

**competenze** - Investire nella formazione e nello sviluppo delle competenze nel cloud computing è fondamentale per sfruttare appieno le opportunità del mercato.

#### Minacce

• **Concorrenza** - Il mercato del cloud

computing è altamente competitivo, con la presenza di grandi player e numerose startup innovative.

- **Normative e regolamentazioni** -

Le leggi in materia di protezione dei dati e privacy possono influenzare l'adozione del cloud e richiedere adeguamenti tecnologici e organizzativi.

- **Sicurezza informatica** - Gli attacchi informatici e le violazioni dei dati rappresentano una minaccia costante per le aziende che utilizzano il cloud.

- **Interruzioni del servizio** - I fornitori di cloud possono subire interruzioni del servizio a causa di guasti tecnici o attacchi informatici, causando disagi alle aziende.

- **Cambiamenti tecnologici** - La rapida evoluzione delle tecnologie può rendere obsolete le soluzioni cloud attuali, richiedendo continui aggiornamenti e investimenti.

## **Esposizione del mercato al rischio geopolitico**

Il mercato del cloud computing, pur offrendo notevoli opportunità di crescita e innovazione, è esposto a rischi geopolitici legati a tensioni internazionali e conflitti che possono portare a restrizioni commerciali, sanzioni o interruzioni dei servizi cloud a livello globale. Il rischio geopolitico è pertanto quantificato in medio-elevato.

Il cloud, essendo un'infrastruttura critica, è un bersaglio per attacchi informatici e spionaggio da parte di attori statali o non statali. Preoccupazioni sulla privacy e l'utilizzo dei dati possono portare a restrizioni sull'uso di servizi cloud stranieri e favorire lo sviluppo di cloud nazionali.

Inoltre, diverse normative nazionali in materia di protezione dei dati e sicurezza informatica possono creare barriere all'ingresso per i fornitori di cloud e aumentare i costi di conformità. L'affidamento a cloud stranieri può esporre le aziende e i governi a rischi di interruzione del servizio, perdita di dati e controllo da parte di paesi terzi.

Questi rischi possono portare a situazioni di business disruption, perdita di dati e di proprietà intellettuale, danni reputazionali, rischio di spionaggio e costi



aggiuntivi per le aziende e i governi che utilizzano il cloud.

Risulta fondamentale diversificare i fornitori del servizio, localizzare i dati sensibili, crittografare i dati in transito e a riposo, implementare misure di sicurezza informatica robuste e assicurarsi che l'uso del cloud sia conforme alle normative nazionali e internazionali.

## **SCENARI DI SVILUPPO**

### **1. Crescita continua e consolidamento del mercato (alta probabilità)**

Il mercato del cloud computing continua a crescere a un ritmo sostenuto, guidato dalla trasformazione digitale delle imprese, dall'adozione di tecnologie emergenti, come l'intelligenza artificiale e l'apprendimento automatico, e dalla crescente domanda di soluzioni cloud ibride e multi-cloud. I principali fornitori di cloud rafforzano la loro posizione dominante, mentre le aziende più piccole si specializzano in nicchie specifiche o vengono acquisite dai player più grandi. La concorrenza si intensifica, portando a una maggiore innovazione e a una riduzione dei prezzi per i consumatori.

### **2. Frammentazione del mercato e aumento della sovranità digitale (media probabilità)**

Le preoccupazioni sulla privacy dei dati, la sicurezza nazionale e la sovranità digitale portano a una maggiore regolamentazione del settore e a una frammentazione del mercato. I governi nazionali promuovono lo sviluppo di cloud locali e impongono restrizioni all'uso di servizi cloud stranieri. Ciò potrebbe portare a una maggiore diversificazione dei fornitori e a una riduzione della dipendenza da pochi grandi player. Tuttavia, richiama anche di aumentare i costi e la complessità per le aziende che operano a livello internazionale.

### **3. Disruption tecnologica e nuovi modelli di business (bassa probabilità)**

Una nuova tecnologia rivoluzionaria, come il calcolo quantistico o una nuova forma di decentralizzazione, sconvolge il mercato del cloud computing. I modelli di business esistenti vengono messi in discussione e emergono nuovi player che offrono soluzioni innovative e disruptive. Questo scenario, meno probabile nel breve termine, potrebbe avere un impatto significativo sul mercato a lungo termine.

# Che astrusa inflazione!

L'inflazione è sicuramente un concetto ormai molto concreto, un aspetto del nostro vivere con cui ciascuno di noi si deve confrontare ogni giorno. Ne parlano tutti. Già da tempo ha superato il mero ambito economico finanziario per pervadere il vocabolario comune. Ma quanto è davvero chiaro questo fenomeno proteiforme? Domanda fondamentale: perché se tutti ne discutono, pochi hanno una seria conoscenza del concetto in senso lato? Approfondire la materia secondo un più ampio punto di vista permette anche di ridurre la spirale ansiogena e il rischio per i risparmi che comporta. Perciò, ripercorriamo insieme alcune caratteristiche.

L'inflazione è una costante nelle dinamiche economiche e finanziarie, con momenti di evoluzione più critici di altri. Per questo motivo, è difficile dire dove comincia l'ultimo periodo attuale di inflazione. Ha senso guardare il periodo ante Covid? Di certo è uno spartiacque della nostra epoca per tutto l'ecosistema economico e, sicuramente, i prezzi sono aumentati molto più velocemente negli anni post-Covid. Quindi, la prima rappresentazione chiara a tutti dell'inflazione è l'aumento dei prezzi che ne consegue. Attenzione, però, a non confondere il sintomo con la causa.

## **CHI È L'ITALIANO MEDIO?**

Ripercorrendo la più recente storia del nostro Paese, l'anno in cui si è raggiunto il massimo valore medio dell'inflazione è stato il 1980 con il 21,2%. Il livello minimo è stato registrato nel 1959 con -0,4%. Tornando solo a due anni fa, nel 2022 la media su base annua era dell'8,1%. Di certo la valuta è cambiata, ma i dati sono questi.

Entriamo quindi più a fondo nella questione. I valori sono elaborati per ogni paese dagli istituti di statistica, nel nostro caso l'Istat, che costruiscono gli indici dei prezzi al consumo monitorando l'aumento degli scontrini di un ampio numero di beni e servizi che dovrebbero rappresentare le abitudini di consumo della popolazione e, nello specifico, il cestino della spesa.

Analizzando il caso italiano, il primo cosiddetto "paniere" fu creato dall'Istat nel 1928 ed era composto da 59 prodotti, principalmente beni alimentari. Oggi ce ne sono 1.772 ed è solo dal 1999 che viene aggiornato annualmente. Nel 2022 erano presenti anche i tamponi per il Covid e dal 2020 sono monitorati pure i trattamenti estetici per uomini.

In ogni caso, evidentemente, non tutti consumano le stesse cose nelle stesse proporzioni ed è per questa ragione

che anche in Francia, ad esempio, l'Insee (l'Institut national de la statistique et des études économiques) produce "panieri medi" di spesa che dovrebbero riflettere la "media" di ciò che le famiglie consumano. E qui arriva una criticità dal punto di vista strettamente matematico rilevata anche nella più proverbiale osservazione sulle medie e statistiche di Trilussa: se qualcuno mangia un pollo e qualcun altro no, in media hanno mangiato mezzo pollo ciascuno. Cioè la rappresentazione effettiva di come si mente con le statistiche.

### SI PUÒ FARE MENTIRE I NUMERI?

Parlare di inflazione richiederebbe, quindi, una perfetta conoscenza del significato profondo di alcune formule di calcolo statistico, nel senso che solo l'uso della media, che è al centro degli indicatori sull'inflazione, è in sé un'operazione matematica che comprime fortemente

la quantità di informazione della quale i dati sono portatori. Nel gergo algoritmico dell'intelligenza artificiale (Ai), si direbbe che la media fa crollare l'indice di entropia del flusso dati. Non solo la media riduce drasticamente la quantità di informazione a disposizione, ma crea altresì una nuova entità teorica: il "paniere medio". Essa è assimilabile a un modello nel senso matematico della parola. Il rischio è confondere il modello con la realtà, cioè sostituirlo alla realtà per prendere una decisione. Facciamo un esempio: dire che l'inflazione è del +1% in Italia non significa che gli italiani siano impattati da +1% sull'aumento dei prezzi; qualcuno verrà impattato al +0,2% e qualcun altro oltre il 16%, a seconda del reddito complessivo, della struttura dei propri costi, dell'esatta localizzazione degli acquisti, del momento e di tanti altri parametri. In altre parole, la media, nel ridurre tanti numeri a uno solo, ci fa perdere di vista alcune altre infor-

mazioni, esattamente come ridurre una frazione può fare perdere una precedente scomposizione in fattori primi. Vale a dire: la media non dice nulla della moda o della mediana.

### IL PARADOSSO DI SIMPSON

Quando l'Istat dichiara che nel mese di aprile l'«inflazione di fondo» decelera da +2,3% a +2,1%, mentre quella al netto dei soli beni energetici da +2,4% a +2,1%, parla di medie. Medie, che senza la dinamica di distribuzione dei dati, indicano poco o potrebbero portare a scelte fuorvianti, come potrebbe succedere, ad esempio, a un'azienda che decida di adeguare la propria politica tariffaria in base all'inflazione media o a un'impresa di abbigliamento che pianifichi i propri volumi di produzione di vestiti in base all'altezza media degli italiani. In ambedue i casi, confondere la media con la realtà, senza conoscere, né la distribuzione, né i percentili dei dati, può portare a decisioni errate.

L'Istat produce tre diversi indici dei prezzi al consumo: il Nic, indice Nazionale per l'Intera Collettività (esiste davvero l'italiano medio?), il Foi, indice per le Famiglie di Operai e Impiegati (come se fossero equiparabili), e l'Ipca, indice dei Prezzi al Consumo Armonizzato a livello europeo. Quest'ultimo serve per fare un confronto degli indici sui 12 mesi tra diversi paesi che usano metodologie discordanti per differenti campioni di popolazione al loro interno. Tecnicamente, quindi, la misura del fenomeno inflazione può essere definita come fortemente riduzionista dal punto di vista matematico, discostandosi sempre più dalla realtà a ogni calcolo, poiché considerata in funzione della media della media dei campioni della popolazione, ogni volta basata su campionamenti che dovrebbero rappresentare l'insieme della popolazione.

Sebbene la media delle medie possa essere uno strumento utile, deve essere utilizzata con cautela, perché l'errata applicazione di questo concetto può portare a errori significativi e a false interpretazioni nell'analisi dei dati. È essenziale ricordare che la media delle medie può talvolta condurre al paradosso di Simpson, in cui le tendenze evidenti in diversi gruppi di dati scompaiono o si invertono quando i gruppi vengono combinati. Indicatori di questo genere presentano talvolta limiti





significativi e potenziali insidie che rendono il modello sempre meno oggettivamente descrittivo della situazione reale. Questo progressivo allontanamento tra realtà e modello, si traduce in imperfezioni e imprecisioni ed è la base di inefficienze di alcune misure governative: una politica di incentivi, ad esempio, basata su alcuni bonus razionali e teoricamente efficaci, può rivelarsi inefficiente se fondata su dati il cui modello di calcolo crea una forte distanza tra la rilevazione dichiarativa dei risultati e la fattività della realtà. È esattamente ciò che accade a un navigatore che prende in considerazione per la propria rotta solo la bussola, senza tenere conto della deriva della nave. Non arriverebbe mai a destinazione.

## L'INFLAZIONE DI FONDO

Servono, di conseguenza, altri strumenti per navigare l'incerto mondo dell'economia attuale. Ma esiste anche un indice che dà il polso della situazione, ossia se tutto ciò che ci circonda sta effettivamente diventando più costoso: l'inflazione di fondo. Si tratta di un indicatore che esclude dal paniere quei beni con alta volatilità, come il prezzo dell'energia (il principale motore dell'impennata del 2022), alcuni beni alimentari, l'alcool e il tabacco.

Più a lungo l'inflazione di fondo rimane alta, maggiore è il problema, sia per i consumatori, sia per gli investitori che nel tempo vedranno perdere valore. Rimangono sempre da considerare le precedenti disamine sui parametri circostanziali del campionamento e sulla dinamica di distribuzione dei dati costituenti queste medie. Ecco perché i sistemi più avanzati di Ai predittive, atte a calcolare indicatori prospettici finanziari, non fanno uso di dati statistici consuetudinari; proprio perché a volte troppo "riduttivi".

## LEGAME CON L'INFLAZIONE

Al netto delle precedenti riflessioni sulla natura profonda degli indicatori, rimane il fatto che le dinamiche della segnalazione delle variazioni dei prezzi all'interno di un'economia sono meccanismi cruciali, che possono portare a decisioni fuorvianti di produzione e investimento, con il rischio di non corretta allocazione dei risparmi e di sovrapproduzione o ad altri fenomeni particolarmente deleteri. Ricordiamo che l'inflazione, come altri

indicatori, parte dal concetto teorico di "agenti razionali", la cui razionalità è però "limitata" nella realtà. L'applicabilità dell'inflazione calcolata in modalità teorica come indicatore per prendere decisioni nel mondo reale è oggi limitata, tenuto conto delle complessità psicologiche umane. È necessario introdurre parametri comportamentali per arricchire modelli idealizzati della teoria del calcolo dell'inflazione e ottenere una migliore comprensione delle dinamiche di mercato. A questo punto, l'impatto dell'inflazione sul comportamento del consumatore è uno dei fattori che, a nostro parere, è fondamentale cogliere nella sua profondità. È necessario comprendere quanto questa caratteristica del fenomeno sia intimamente legata alla transizione digitale ed energetica e all'invecchiamento della popolazione. È indubbio che una serie di mestieri e attività, dei quali oggi c'è penuria, è responsabile dello shock del mercato del lavoro, legato al rialzo dei prezzi. Non tutti sono ancora pronti a cogliere le opportunità della trasformazione digitale e delle tecnologie emergenti che potrebbero sicuramente migliorare la situazione dell'occupazione direttamente collegata all'inflazione.

## 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", proiettano da quella fotografia il modello previsionale più consono alla situazione mutevole del presente. Ed è per questo motivo che i sistemi di Ai predittiva di ultima generazione emergono sempre più; il loro funzionamento si addice perfettamente a tale grado di complessità. Questi sistemi, che partono da una fotografia ad ampio spettro del presente, contenente una grandissima quantità di dati in svariati ambiti, includono elementi di rilevamento diretto o indiretto di fattori psicologici. Se, ad esempio, un tema acquisisce molta visibilità in un'istante di vita sociale sull'insieme dei media (ormai in maggioranza digitali), ciò costituisce un segnale di rilevamento

dell'espressione dei componenti che contano per le persone. Non vi è allora alcun dubbio che questi elementi influenzeranno l'insieme delle loro decisioni o dei loro comportamenti.

La dimensione psicologica e, più generalmente, tutte le dimensioni non prettamente finanziarie sono di fondamentale importanza, perché il mercato è di fatto plasmato da ciò che le persone pensano e dalle loro aspettative sulle condizioni economiche future. Queste aspettative, sia a breve, sia a lungo termine, giocano un ruolo fondamentale nel determinare l'attività economica e influenzano tutto: dalle decisioni di produzione alle strategie di investimento. Se pensiamo al fatto che l'indicatore più noto a tutti sulle aspettative delle condizioni economiche future è l'inflazione, capiamo l'interesse, sia a innalzare il livello di comprensione delle persone che compongono il mercato sul significato profondo degli indicatori sull'inflazione, sia a modificarne il calcolo e arricchire tali indicatori con calcoli alimentati da Ai predittive che fungano da meta-aggregatori di dati esogeni, anche non causali.

In sintesi, l'inflazione è un indicatore fondamentale nell'analisi economica e nella definizione delle politiche anche di un intero paese. Dal suo calcolo dipende lo stato di salute di un'economia. L'inflazione serve a orientare le decisioni di politica monetaria e a comprendere l'impatto sul potere d'acquisto dei consumatori e sul panorama economico in generale.

Il problema principale, quando si parla di inflazione, è capire che ci si riferisce al tasso di variazione dei prezzi, non ai prezzi stessi. L'inflazione non è l'indicatore principale (i prezzi), bensì un indicatore derivato. Questa distinzione è fondamentale, sia nella teoria economica, sia nella pratica politica, poiché influenza il modo in cui l'inflazione viene misurata, interpretata e gestita.

L'inflazione è un indicatore così centrale ed essenziale che le metodologie di calcolo per determinarne il tasso o prevederne le variazioni meritano aggiornamenti consoni con le odierne capacità tecnologiche. L'obiettivo deve essere una maggiore rappresentatività della realtà e una maggiore precisione, per ottimizzare i processi decisionali determinanti per il futuro delle economie.

# Educazione finanziaria e intelligenza artificiale

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

L'algoritmo nasce da una corruzione linguistica. Muhammad ibn Musa al-Khwarizmi è stato un illustre scienziato persiano del IX secolo con svariati interessi nel campo della geografia, dell'astronomia e della matematica, ed è addirittura considerato il padre dell'algebra. Dopo la sua morte, le sue opere arrivarono in Occidente e una di queste, l'"Algoritmi de numero indorum" venne tradotta, ovviamente, in latino. La prima frase recitava «Dixit Algorithmi» (letteralmente: «Disse al-Khwarizmi»); e così l'aggettivo qualificativo, che vuol dire "originario della Corasmia" (una regione dell'Asia), generò il termine "algoritmo". Originariamente, esso venne usato per descrivere i metodi di calcolo numerico basati sulla notazione posizionale decimale. Con il tempo, il significato si è ampliato fino a includere qualsiasi procedura o formula che risolva un problema attraverso una serie di passaggi ben definiti. Oggi, invece, è una parola chiave in informatica e matematica per riferirsi a procedure sistematiche usate nel calcolo e nella risoluzione

di problemi complessi. Tuttavia, con la diffusione degli algoritmi in ogni aspetto della vita quotidiana, emergono nuovi problemi e nuove responsabilità da non trascurare.

## SINGOLARITÀ TECNOLOGICA

Dieci secoli più tardi, Raymond Kurzweil, futurologo e inventore, immaginò l'avvento della singolarità tecnologica e affermò che il progresso, specialmente nell'ambito dell'intelligenza artificiale, avrebbe avuto una crescita esponenziale. In un suo saggio del 2001 dal titolo omonimo, propose una "Legge dei ritorni acceleranti", suggerendo che il progresso accelera via via che accumuliamo conoscenze e sviluppiamo tecnologie più avanzate. Kurzweil prevedeva una fusione tra biologia e tecnologia, con l'integrazione di nanotecnologie nel corpo umano, l'uso di computer per potenziare il cervello e la possibilità di trasferire la mente umana su piatta-

forme digitali. Oltre vent'anni dopo, lo scorso febbraio, negli Stati Uniti è stato impiantato un chip telepatico nel cervello di un paziente umano tetraplegico, Noland Arbaugh, che gli consente di muovere il cursore del computer per giocare a scacchi.

Nei suoi scritti lo scienziato prefigurava, inoltre, che l'intelligenza artificiale, migliorando se stessa a un ritmo inimmaginabile, avrebbe

“ L'intelligenza artificiale (Ai), se inserita in un contesto di contaminazione interdisciplinare, può giocare un ruolo fondamentale nel migliorare anche la cultura e l'educazione finanziaria ”

\* Esperto di formazione bancaria e 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.

raggiunto e superato le capacità umane e che tali sviluppi, offrendo soluzioni innovative, avrebbero portato a cambiamenti radicali e imprevedibili nella società. Quest'ultima, però, avrebbe avuto difficoltà ad adattarsi tanto rapidamente, sia culturalmente, sia cognitivamente.



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



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

te, e si sarebbe trovata spesso impreparata di fronte alle nuove sfide e alle opportunità che il progresso avrebbe comportato. Tale scenario pone un problema fondamentale: nonostante gli straordinari sviluppi tecnologici, non esiste ancora una cultura dell'informazione adeguatamente sviluppata che permetta alle persone di gestire, interpretare e utilizzare in modo efficace le enormi quantità di dati ricevuti. Ciò implica che molti non possiedono le competenze necessarie per orientarsi in un mondo sempre più digitalizzato e automatizzato e che rischia di ampliarsi il divario tra coloro che possono beneficiare di queste novità e coloro che ne restano esclusi.

Inoltre, il rapido sviluppo tecnologico richiede un aggiornamento costante delle competenze e una formazione continua che non sempre sono accessibili a tutti. È una questione di equità e inclusione che richiede politiche pubbliche che promuovano un'educazione all'informazione più accessibile e inclusiva. Serve quindi un'ampia alfabetizzazione digitale e informatica a tutti i livelli per preparare meglio gli individui a comprendere e gestire processi che modellano le loro vite. Infine, dovrebbe

essere incentivata la creazione di un dialogo etico e sociale più ampio che aiuti a gestire le implicazioni morali e collettive del progresso tecnologico.

### **PEDAGOGIA ALGORITMICA**

Per integrare efficacemente la rapida evoluzione tecnologica nei contesti educativi e aziendali consueti, è essenziale adottare strategie che uniscano approcci tradizionali ed esigenze del mondo digitale. Chi si occupa di educazione deve riflettere su come i programmi di studio possano essere adattati per includere l'apprendimento di tali innovazioni senza trascurare l'importanza delle competenze umanistiche. L'integrazione non deve essere vista come una sostituzione, ma come un arricchimento del percorso educativo. Un approccio interdisciplinare può senz'altro facilitare la fusione tra competenze tecniche e riflessione critica, insegnando agli studenti a interrogarsi non solo su come funziona la tecnologia, ma anche a prepararsi a diventare cittadini consapevoli e critici in un mondo sempre più interconnesso. Le aziende, dal canto loro, dovrebbero promuovere workshop, seminari e corsi online dedicati all'innovazione, un learning on the job in cui l'apprendimento continuo diventi parte integrante dell'iter professionale.

Anche i leader aziendali dovrebbero integrare le competenze tecnologiche quando prendono decisioni o gestiscono le risorse, promuovendo una cultura aperta all'innovazione e alla sperimentazione. Le aziende hanno inoltre la responsabilità di considerare le implicazioni etiche delle tecnologie che adottano. Ciò include assicurarsi che le decisioni basate su algoritmi siano trasparenti e giuste e che ci sia un impegno verso la protezione dei dati personali. Oltre a possedere le conoscenze specifiche, è sempre più essenziale che gli studenti e i professionisti siano consapevoli delle conseguenze delle loro interazioni con tecnologie avanzate.

L'educazione, lo ripetiamo, non può limitarsi a trasmettere competenze operative, ma deve includere anche una forte componente di etica applicata e stimolare una comprensione profonda delle ripercussioni sociali, morali e personali delle tecnologie che stiamo sviluppando e utilizzando. Serve una visione pedagogica che educi "alla" intelligenza artificiale, "con" l'intelligenza artificiale e che educi, al contempo, la stessa intelligenza artificiale, come suggerisce un recente lavoro intitolato 'Pedagogia algoritmica' a opera di Chiara Panciroli e Pier Cesare Rivoltella, due docenti

dell'Università di Bologna che si occupano da tempo di questi temi.

### **UN RUOLO FONDAMENTALE**

L'intelligenza artificiale (Ai), se inserita in un contesto di contaminazione interdisciplinare, può giocare un ruolo fondamentale nel migliorare anche la cultura e l'educazione finanziaria, poiché offre strumenti e metodi che possono trasformare il modo in cui l'informazione è presentata, compresa e utilizzata dagli individui. Immaginiamo, ad esempio, sistemi di Ai che personalizzino l'apprendimento finanziario in base alle esigenze specifiche di ciascun utente analizzandone il comportamento finanziario precedente, le sue preferenze e le sue esigenze, per fornire contenuti educativi su misura. L'Ai potrebbe quindi facilitare una conoscenza più efficace, rendendo la materia finanziaria più concreta e aderente alla quotidianità delle persone.

In aggiunta, potrebbe essere utilizzata per simulare scenari economici e finanziari che permettano a chi la usa di sperimentare e apprendere da situazioni virtuali senza correre rischi reali. Si potrebbero così mostrare le conseguenze delle decisioni ottenendo scelte più informate. Un altro aspetto importante è l'utilizzo dell'Ai nell'analisi di grandi quantità di dati finanziari per identificare tendenze, rischi e opportunità. Queste analisi potrebbero essere trasformate in lezioni o corsi interattivi che aiutino gli studenti e i professionisti a comprendere meglio i meccanismi dei mercati e a sviluppare strategie più efficaci. L'integrazione dell'Ai nella cultura e nell'educazione finanziaria (ad esempio attraverso app e piattaforme online) potrebbe anche contribuire a ridurre le disparità di accesso all'istruzione in questo ambito, rendendo le risorse educative avanzate accessibili a un pubblico più ampio dovunque si trovi e qualunque sia il suo background economico. L'intelligenza artificiale, attraverso una prospettiva interdisciplinare, non solo può rendere l'apprendimento finanziario più accessibile e personalizzato, ma anche aiutare a formare cittadini più informati e competenti. Ciò è fondamentale in un mondo dove le decisioni economiche influenzano aspetti determinanti della vita individuale e collettiva.

Non siamo, quindi, così distanti dalle previsioni dei futurologi, ma per il momento, anticipando un disclaimer che in futuro vedremo sempre più spesso, dichiariamo solennemente che questo scritto è interamente redatto di nostro pugno senza alcun intervento o supporto di qualunque intelligenza artificiale!

### LA REVISIONE DELLA UCITS ELIGIBLE ASSETS DIRECTIVE

## La call for evidence di Esma

di Jessica Facchini, associata di Zitiello Associati



Nell'ambito della revisione della direttiva 2007/16/CE sugli eligible assets per i fondi Ucits (Ucits Ead), la Commissione europea ha incaricato l'Esma di effettuare una valutazione sull'attuazione della direttiva negli stati membri e sulle divergenze emerse nel corso della sua applicazione, nonché di elaborare raccomandazioni su come modificare la Ucits Ead per mantenerla in linea con gli sviluppi del mercato. Dall'adozione della direttiva a oggi, infatti, il numero, il tipo e la varietà di strumenti finanziari sono notevolmente aumentati, determinando incertezza in merito all'ammissibilità di alcuni asset nell'ambito dell'investimento dei fondi; ciò ha dato origine a interpretazioni e pratiche di mercato divergenti e a possibili rischi per la protezione degli investitori.

L'Esma è stata quindi invitata, tra le altre cose, a fornire chiarimenti sulle definizioni chiave e sui criteri in base ai quali un'attività possa essere considerata eligible e a valutare rischi e benefici derivanti dall'esposizione dei fondi a classi di attività non ammissibili per l'investimento diretto.

#### DICIANNOVE DOMANDE

A questo proposito, il 7 maggio 2024 l'Esma ha pubblicato una call for evidence al fine di raccogliere dal mercato feedback sulle prassi sviluppate e sulle questioni interpretative connesse ai temi sostanziali contenuti nella direttiva. La call for evidence è suddivisa in due sezioni. Nell'ambito della prima, l'Autorità di vigilanza formula 19 domande allo scopo di ottenere evidenze su:

- (i) questioni di convergenza, chiarezza, interpretazione e applicazione pratica di concetti e definizioni di primario rilievo della direttiva, quali quelli di indici finanziari, strumenti del mercato monetario, liquidità e attività finanziarie liquide, limiti di investimento, titoli trasferibili, criteri di valutazione e gestione del rischio, derivati incorporati, strumenti delta-one, investimenti di fondi in altri fondi;
- (ii) valutazioni sulla persistente attualità - alla luce delle mutate condizioni di mercato - di alcuni concetti espressi nella direttiva, quale quello di presunzione di liquidità e negoziabilità;

“ La Commissione europea ha incaricato l'Esma di effettuare una valutazione sull'attuazione della direttiva negli stati membri e sulle divergenze emerse nel corso della sua applicazione, nonché di elaborare raccomandazioni su come modificare la Ucits Ead per mantenerla in linea con gli sviluppi del mercato ”

(iii) possibile miglioramento della disciplina con riguardo alle questioni relative alla gestione efficiente del portafoglio.

#### ALTRE SEI DOMANDE

Nell'ambito della seconda sezione, invece, l'Esma formula sei domande al fine di ottenere riscontri e dati in merito alla modalità e misura in cui i fondi Ucits hanno acquisito esposizioni dirette e indirette in determinate classi di attività che possono determinare problemi interpretativi in merito alla loro ammissibilità e/o rischi per gli investitori al dettaglio.

L'Esma, in proposito, si dichiara consapevole dell'esistenza di pareri e interpretazioni divergenti e della limitata disponibilità di dati ed è quindi interessata a ricevere analisi e considerazioni dai partecipanti al mercato per valutare i possibili benefici connessi all'assunzione da parte dei fondi di esposizioni dirette o indirette in tali classi di attività. In particolare, l'Autorità di vigilanza domanda agli interessati di:

- (i) compilare una tabella in cui sono elencate diverse classi di attività "controverse" (tra le quali, ad esempio, prestiti strutturati o a leva, obbligazioni catastrofiche, quote di emissione, merci, crypto assets e azioni non quotate), indicando i possibili benefici asso-



ciati all'assunzione di esposizioni dirette o indirette dei fondi in tali strumenti, fornendo altresì prove a supporto della posizione espressa, tenendo conto delle caratteristiche dei mercati sottostanti;

(ii) fornire evidenze di come le esposizioni indirette nelle classi di attività elencate aumenterebbero o ridurrebbero i costi e/o i rischi rispetto agli investimenti diretti;

(iii) esprimere parere sull'opportunità di adottare un approccio look-through, con l'obiettivo di ridurre la possibi-

tà per i fondi di assumere un'esposizione indiretta in classi di attività altrimenti non ammissibili;

(iv) valutare rischi e benefici per i fondi in relazione all'investimento in titoli emessi da veicoli di cartolarizzazione e all'assunzione di posizioni corte tramite determinati strumenti finanziari, quali i derivati.

Le risposte alla Call for Evidence potranno essere inviate entro il 7 agosto 2024, perché l'Esma possa fornire il proprio parere tecnico alla Commissione entro il 31 ottobre 2024.



# Promettenti i titoli ciclici e value

a cura di Pinuccia Parini



**RENÉ NICOLODI**  
head of equities  
Swisscanto

**Swisscanto** è un asset manager svizzero, controllato da Zürcher Kantonalbank, con un patrimonio gestito di 270 miliardi di euro e caratterizzato da un forte impegno sulla sostenibilità. Fondi&Sicav ha chiesto a **René Nicolodi**, head of equities, un parere sui mercati azionari.

#### **In retrospettiva, quali sono stati i fattori che hanno influenzato i mercati lo scorso anno?**

«C'è stata una serie di eventi che hanno caratterizzato il 2023, determinandone anche la volatilità. Si è passati dall'apertura dell'economia cinese, con la fine della politica di tolleranza zero nei confronti del Covid, alla crisi di alcune banche negli Usa, dalla crisi immobiliare del Dragone all'"higher for longer", dal conflitto in Medio Oriente all'attesa di un'aggressiva politica monetaria espansiva. Nei 12 mesi si è assistito a un ritorno del decennale americano vicino a rendimenti al 5%, per poi correggere in modo significativo sino a tornare sotto il 4%, mentre gli indici azionari hanno chiuso l'anno in rafforzamento».

#### **Qual è il tema centrale sul quale vi state ora focalizzando e che guida le vostre decisioni d'investimento?**

«Sono le aspettative di inflazione. La direzionalità è in discesa, ma il livello raggiunto è ancora elevato, sia negli Usa, sia in Europa, sopra il target che si sono date le banche centrali. Non è un caso che le previsioni dei tagli dei tassi d'interesse siano state riviste al ribasso: oggi ci si attende

che la Fed li riduca una sola volta in autunno, a differenza dei plurimi interventi attesi in precedenza».

#### **Quali scenari si possono ipotizzare per i mercati?**

«Si potrebbero realizzare quattro scenari. Il primo è il cosiddetto "goldilocks", in cui la crescita continua e l'inflazione rimane stabile. Il secondo è l'"higher for longer", con un'attività economica stabile, ma con inflazione elevata. Il terzo è un rallentamento, che potrebbe preludere a una recessione e, infine, la stagflazione, con crescita in calo e inflazione elevata».

#### **Che cosa pensate del mercato azionario?**

«Il fattore momentum continua a essere positivo, nonostante un lieve calo in aprile che non ha intaccato il trend di lungo termine. Non si è assistito a un peggioramento delle condizioni finanziarie tale da destare preoccupazioni e l'economia rimane sorprendentemente robusta. Inoltre, la crescita degli utili aziendali è forte, soprattutto negli Stati Uniti. Tuttavia, il nostro posizionamento in azioni, in questa fase, è neutrale: il P/E cui trattano i mercati è intorno a 18,5, un valore storicamente elevato, anche se ancora lontano dagli estremi post-Covid (P/E 22). Per il 2024 le previsioni di crescita dell'Eps sono del 10%, trainate dalle mega-cap, ma riteniamo che siano ambiziose».

#### **Ci sono delle aree geografiche che preferite?**

«Pensiamo che le valutazioni più basse dell'Europa, che appaiono nette anche confrontando i "magnifici sette" con gli 11 "Granolas", potrebbero diventare un punto di forza, grazie alle differenze che potrebbero generarsi per una possibile divergenza delle politiche monetarie di Fed e Bce, che ha tagliato i tassi a giugno».

#### **Ci sono stili d'investimento che privilegiate?**

«Crediamo che il value non sia mai stato così attrattivo da 28 mesi a questa parte, in particolare in settori quali l'energia e la finanza. Inoltre, in un contesto di robusta crescita, i titoli ciclici continuano a convincerci».

#### **Il vostro impegno in materia di sostenibilità è di lunga data. Recentemente, si ha quasi l'impressione che l'attenzione sul tema si sia affievolita. Qual è il vostro parere?**

«Siamo convinti che focalizzarsi sui temi sostenibili significhi concentrarsi sulla performance. Swisscanto è impegnata sulla sostenibilità dal 1996 e l'esserlo rientra in un mandato molto chiaro che l'asset manager ha ricevuto e dal quale non può derogare. Esiste un valore strategico negli investimenti Esg: se si raffronta l'S&P 500 con il segmento "Sgd leader" dello stesso indice, lo dimostra la sovraperformance dei secondi negli ultimi cinque anni. Siamo fermamente convinti che le sfide della sostenibilità inducano la ricerca di soluzioni che generano opportunità di crescita a lungo termine».

# Bg Suisse e il modello multibooking

a cura di Pinuccia Parini

La controllata svizzera della banca del Leone attiva il modello multi-booking. Con questo sistema, la clientela italiana può ricevere consulenza anche sulle masse investite in Svizzera, ma attraverso il proprio banker di fiducia in Italia. Bg Suisse Private Bank, la controllata elvetica del Leone, ha ottenuto dalla Banca d'Italia la licenza Lps, per la libera prestazione dei servizi. A parlare dell'importanza di questi ultimi passi e dei progetti futuri della banca è **Marco Bernardi**, vicedirettore generale di **Banca Generali**.

#### **Da fine maggio Bg Suisse ha ottenuto la licenza Lps. Di che cosa si tratta?**

«Questa autorizzazione permetterà a Bg Suisse di attivare il modello multi-booking, un unicum nel panorama degli investimenti tra Italia e Svizzera. Con questo sistema si apre la possibilità, per la clientela italiana che sottoscrive un contratto di advisory col proprio banker in Italia, di avere consulenza anche sulle masse investite in Svizzera. In questo modo, il consulente può gestire entrambi i portafogli e farlo con la massima efficienza grazie a una visione integrata, a servizi di analisi sui dati consolidati e ad altri strumenti ad alto valore aggiunto. Ne risultano una convergenza e una trasparenza assoluta, a vantaggio della clientela, che può avvalersi così di un servizio basato su un punto di riferimento unico: un professionista già informato sulla storia e le esigenze dei

clienti, in grado di intercettarne anche i nuovi bisogni. È un modello che fa leva sulla nostra capacità di innovazione e sulla qualità nel servizio, con al centro la figura del banker, e che pensiamo possa rispondere ai bisogni di pianificazione e valorizzazione del risparmio delle famiglie, sia italiane, sia svizzere».

#### **Quali sono i traguardi i più rilevanti nel percorso della nuova private bank?**

«L'inaugurazione della filiale di Lugano, quartier generale della nuova banca, è stata un momento simbolico, ma di grande importanza, come coronamento di un percorso iniziato nel 2019 e che ci ha portato nel 2023 a ottenere la licenza dalla Finma, l'autorità bancaria svizzera: è stata la prima concessa a un istituto italiano da 15 anni a questa parte. Anche quest'ultimo è stato un momento emozionante: il primo passo all'estero di Banca Generali. Ora faremo del nostro meglio per portare nella Confederazione la qualità che ha consentito a Banca Generali di diventare una delle storie di maggiore successo nel private banking in Italia negli ultimi anni».

#### **Quali elementi del modello di banca Generali state esportando in Svizzera?**

«Valore della relazione, innovazione, qualità e versatilità di un'offerta su misura, cui si aggiungono solidità e tutela nel tempo del patrimonio, oltre alla so-



**MARCO BERNARDI**  
vicedirettore generale  
Banca Generali

stenibilità. Il tutto con i banker, in questo caso elvetici, al centro del progetto. Anche in Svizzera i nostri professionisti punteranno a essere per le famiglie un interlocutore con cui parlare non solo di investimenti finanziari, ma anche di previdenza e di tematiche legate al patrimonio di impresa, immobiliare e artistico, senza dimenticare le sfide sul passaggio generazionale. Il nostro modello di servizio punta sulla personalizzazione e su un'offerta diversificata, che spazia dai prodotti bancari alle soluzioni di investimento, dall'advisory finanziaria ai servizi esclusivi nell'ambito del wealth management. Il banker ne è il nodo cruciale: la persona di fiducia che conosce i bisogni dei clienti e offre soluzioni adeguate».

#### **Quali sono i prossimi passi che volete intraprendere con Bg Suisse?**

«In primo luogo, puntiamo a consolidare la presenza nel territorio del Canton Ticino: nei prossimi mesi vogliamo continuare a sviluppare il team dei nostri banker locali, così da potenziare il supporto di consulenza ai clienti e investire nel legame con il territorio ticinese. Poi vorremmo procedere ad allargare la presenza negli altri cantoni, così da portare sempre di più il nostro modello di consulenza anche nelle aree della Svizzera di lingua francese e tedesca. In questo percorso non escludiamo ulteriori piccole acquisizioni, con l'aggregazione di piccole fiduciarie, come abbiamo fatto con Bg Valeur».

# PERCHÉ SEI UNICO



## EUROMOBILIARE PRIVATE BANKING

Meriti una banca che non ti farà mai sentire un numero. Dove il tuo spirito imprenditoriale verrà supportato da un team di professionisti di uno dei gruppi bancari più solidi in Europa<sup>1</sup>.  
E dove i tuoi clienti vivranno una vera esperienza di benessere patrimoniale e di vita.

**Perché sei unico.**

**Se vuoi unirti a noi scrivi a [recruiting@credemeuromobiliarepb.it](mailto:recruiting@credemeuromobiliarepb.it)**

Messaggio pubblicitario con finalità promozionale. Per le condizioni economiche e contrattuali dei prodotti e servizi offerti, si rimanda ai Fogli Informativi, alle informazioni chiave per gli investitori e ai documenti contrattuali disponibili gratuitamente in filiale e sul sito [www.credemeuromobiliarepb.it](http://www.credemeuromobiliarepb.it) da leggere attentamente prima della sottoscrizione. Credem Euromobiliare Private Banking S.p.A. - Sede legale: via Emilia San Pietro 4, 42121 Reggio nell'Emilia - Iscritta all'Albo delle Banche (al n. 4999) e all'Albo dei Gruppi Bancari tenuto dalla Banca d'Italia - Società soggetta ad attività di direzione e coordinamento (ex art. 2497 bis c.c.) da parte di Credito Emiliano S.p.A. - Aderente al Fondo interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia Società autorizzata e vigilata da Banca d'Italia, CONSOB ed IVASS. [www.credemeuromobiliarepb.it](http://www.credemeuromobiliarepb.it).

1. Fonte BCE, il requisito preso in considerazione è il pillar 2 Requirement (P2R) che per il Gruppo Credem è pari all'1%, parametro migliore in Italia e al primo posto in Europa tra le banche commerciali all'interno del panel di istituti vigilati direttamente da Francoforte che hanno dato diffusione.



# CONSULENTI & RETI



«Da alcuni anni, dopo il Covid soprattutto, ho notato un'accelerazione da parte di tutti gli intermediari dei piani di ringiovanimento della rete, con l'inserimento di professionisti giovani nel portafoglio di professionisti senior e la costruzione di veri e propri team di lavoro formati da colleghi con competenze ed esperienze eterogenee. Questa è la soluzione che la maggior parte delle banche reti, chi più, chi meno, sta perseguendo.

Il cliente finale ottiene un servizio migliore, in quanto una cosa è parlare con un consulente, che difficilmente può sapere tutto di ogni aspetto legale, fiscale ed economico di ogni esigenza, un'altra è avere a che fare con un team di professionisti»

**GIUSEPPE GAMBACORTA**  
coordinatore  
Comitato nazionale Anasf giovani

# L'unica vera soluzione per i giovani è il team

a cura di **Alessandro Secciani**

Sebbene a 40 anni e con 17 anni di esperienza come consulente finanziario alle spalle non si possa più definire tanto giovane, **Giuseppe Gambacorta** è coordinatore del **Comitato nazionale Anasf giovani**. In realtà, vista l'età media degli advisor in Italia, è praticamente un ragazzino. Soprattutto segue per l'Associazione dei consulenti finanziari uno dei problemi vitali per l'intera professione: svecchiare i ranghi di un mestiere che sta diventando sempre più importante e che ha un ruolo sociale crescente, ma che ha grossi problemi ad attirare nuove forze. Le stesse società mandanti vedono questo tentativo con grande interesse.

In realtà il lavoro del comitato è abbastanza recente, anche se la fondazione risale al 2018: solamente da poco più di un anno è partita una serie di iniziative di aiuto a coloro che iniziano da zero. Inoltre è sempre più forte e di reciproco interesse il rapporto con le società mandanti.

## **Comitato giovani di Anasf: è stato costituito nel 2018, ma in realtà funziona da poco più di anno...**

«Sono stato nominato coordinatore a febbraio 2023, ma il Comitato nasce nel 2018. Negli anni precedenti la mia nomina c'era stata la pandemia e nei primi tempi il Comitato ha lavorato con il Covid. Il fatto di operare a distanza e i decreti emergenziali hanno reso molto difficile portare avanti gli impegni e il programma. A fine 2022 abbiamo ripreso in mano il dossier e, grazie anche al lavoro da noi svolto, nel 2023 il 37% delle nuove iscrizioni all'Associazione era rappresentato da under 41».

## **Qual è il vostro target di professionisti?**

«La nostra mission è rivolgerci ai consulenti giovani, intendendo con ciò che 40 anni sono il confine. Quando ragionavamo sull'età, i professionisti under 30 a fine del 2020 erano il 2% ed erano chiaramente una parte troppo ristretta degli associati. Spostando la definizione di giovani a 40 anni, si saliva all'11-12% e c'era di conseguenza la massa critica per creare una sezione. Quindi il Comitato si occupa dei consulenti finanziari che non hanno ancora compiuto 41 anni. Oggi gli under 30 della categoria rappresentano il 3,5%. Abbiamo fatto passi in avanti, ma la strada è ancora lunga: la percentuale della popolazione italiana under 30 è il 5%».



#### **In concreto che cosa fate?**

«Con Anasf cerchiamo di parlare in ogni occasione possibile di risparmio e della professione alle lezioni svolte con le ultime classi delle scuole superiori in cui raccontiamo come si gestisce correttamente il denaro. Occasioni in cui i ragazzi comprendono come quello del consulente finanziario sia un bel percorso di carriera. Il progetto “economicamente – Metti in conto il tuo futuro”

viene erogato dall'Associazione dal 2009. Inoltre, è continuo il dialogo con le università dove organizziamo e partecipiamo ai career day, a partire dal corso con indirizzo “consulente finanziario” dell'Università di Teramo. I laureandi si trovano meglio a interloquire con professionisti a loro più vicini anagraficamente e tutti i componenti del Comitato Anasf giovani sono persone che hanno appena fatto il loro ingresso nel mondo del lavoro e

che soprattutto conoscono bene i problemi dell'inizio, difficoltà che spesso chi è maturo dimentica. Un altro sostegno importante è costituito dalle borse di studio, come la “Ivo Taddei” e la “Aldo Vittorio Varenna”, quest'ultima erogata insieme con J.P. Morgan Am: si tratta di contributi per lauree a indirizzo economico e corsi formativi per neoconsulenti finanziari. L'Anasf si occupa di tutte le esigenze di un consulente in materia tributaria, legale e fiscale e in tanti altri settori, mentre il focus della sezione giovani è tarato sui problemi che può avere un ragazzo o una ragazza. Offriamo anche un aiuto concreto, come rimborsi sulla quota associativa da reinvestire in formazione o convenzioni dedicate con giornali di settore e strumenti specifici della professione».

#### **Quindi soprattutto un aiuto economico per la loro cultura, la loro formazione.**

«È un aiuto anche in termini di know how, perché a un ragazzo che comincia interessano temi diversi rispetto a chi ha già un portafoglio importante. Alcuni esempi pratici: in questo momento si parla di intelligenza artificiale e Anasf svolge seminari in cui si ragiona su come l'avanzare dell'AI possa aiutare la professione di consulente. Spesso succede che il consulente senior vede l'intelligenza artificiale come una possibile minaccia, mentre lo junior pensa a come sfruttarla al massimo per fare al meglio il proprio lavoro. Anasf sta erogando a centinaia di colleghi il corso “Intelligenza artificiale per il consulente finanziario” in collaborazione con Talent Garden, un corso che oltre a essere molto apprezzato è anche fortemente scontato per gli associati giovani. In Anasf crediamo fortemente nel potere della formazione continua. Mi capita spesso di ripetere ai colleghi che in tempi di cambiamento chi è pronto ad apprendere si impadronirà del futuro, mentre chi crede di sapere già tutto si troverà ben equipaggiato per un mondo che non esisterà più».

#### **Come sta cambiando dal suo punto di vista la professione?**

«Il consulente finanziario è una professione storicamente giovane. I primissimi pionieri si sono visti negli Stati Uniti negli anni '60 e in Europa negli anni '70: stiamo

parlando di appena 50 anni fa. Non a caso siamo in Italia 34 mila, mentre gli avvocati sono 240 mila e i commercialisti 120 mila. Si tratta di una professione nuova che ha bisogno del suo tempo fisiologico per affermarsi. Se guardo ciò che succede intorno a me, noto che le filiali bancarie stanno chiudendo, mentre il consulente finanziario è sempre lì, non si sposta e per questo motivo stiamo assumendo la funzione di punto di riferimento, stiamo diventando imprese economiche con responsabilità sociali. E una volta che si stabilisce il rapporto tra consulente e cliente, viene portato avanti per interi lustri, spesso viene trasferito anche alle generazioni successive. Su queste basi vedo un futuro roseo per la professione. Sento spesso parlare di problemi demografici, ma penso anche che la generazione dei millennial erediterà ingenti patrimoni, mai visti in precedenza, e, di conseguenza, avrà maggiore necessità di consulenza finanziaria. Sono ottimista sul futuro di questa professione e non perché non noti anche alcuni problemi, ma perché ne vedo altrettanto chiaramente le soluzioni».

**Ho un'impressione: le società fino a pochi anni fa non avevano alcun interesse per i giovani e si rubavano a suon di premi d'ingaggio i migliori sulla piazza. In pratica dei giovani facevano a meno. Oggi però mi sembra che questo trend sia cambiato.**

«Credo di sì, perché il problema demografico è vissuto anche dalle mandanti dove i consulenti oggi hanno un'età media di 56-57 anni, ma anche oltre. Ciò significa che le banche reti che non intendono innovarsi rischiano di diventare meno permeabili alle novità, alle nuove strategie aziendali e ai nuovi applicativi di supporto alla clientela. Di contro, ragionando per ipotesi estreme, avere una rete composta solo da ventenni di buona volontà da fare affermare sul mercato non sarebbe particolarmente incisivo e potrebbe esporre a rischi anche reputazionali. Perciò da alcuni anni, dopo il Covid soprattutto, ho notato un'accelerazione da parte di tutti gli intermediari dei piani di ringiovanimento della rete, con l'inserimento di professionisti giovani nel portafoglio di consulenti senior e la costruzione di veri e propri team di lavoro formati da colleghi con compe-

tenze ed esperienze eterogenee. Questa è la soluzione che la maggior parte delle banche reti, chi più, chi meno, sta perseguendo. Il cliente finale ottiene un servizio migliore, in quanto una cosa è parlare con un consulente, che difficilmente può sapere tutto di ogni aspetto legale, fiscale ed economico di ogni esigenza, un'altra è avere a che fare con un team di professionisti in parallelo e ottenere i benefici dalle diverse esperienze e competenze che caratterizzano il team; infine, noi consulenti abbiamo la possibilità di poterci interfacciare con generazioni diverse nello stesso ufficio e di migliorare, così, il servizio».

**Il cliente che viene seguito da anni da un consulente esperto e di cui si fida, come reagisce nel momento in cui si trova davanti quello che ritiene un ragazzino?**

«Benissimo. Io ho 40 anni, ma lavoro da quando ne avevo 23 e ho 17 anni di attività alle spalle. Quando ho presentato i miei colleghi giovani, di 25-26 anni, i clienti inizialmente hanno reagito dicendo che volevano parlare solo con me, perché il rapporto di fiducia era forte. Non volevano essere considerati risparmiatori di serie B, gestiti da un ragazzino. Ma queste convinzioni solitamente resistono giusto la prima mezzora, perché, quando scoprono che questo ragazzino è un brillante laureato, sveglio, in gamba, veloce, al loro servizio, che risponde immediatamente alle loro esigenze, poi mi chiamano per avvisarmi che hanno fatto una certa operazione direttamente con il mio collega di team e per complimentarsi sulla sua bravura. L'inizio è sempre contrassegnato dalla diffidenza, poi cambia tutto e in fretta. Chiaramente le scelte importanti si programmano con la figura senior: il passaggio generazionale, la divisione del patrimonio familiare si gestiscono con il responsabile, ma l'applicazione pratica viene fatta con la figura junior, che stabilisce facilmente un nuovo rapporto di fiducia. Così un domani il passaggio generazionale sarà semplificato per tutti: per il cliente che conosce da anni la figura junior; per il consulente giovane che deve ereditare un portafoglio clienti e sa già chi sono gli investitori che sta acquisendo; per il senior che lascia il portafoglio a un professionista in cui ha fiducia e sa che lo curerà al meglio

e il passaggio avverrà in maniera ordinata; infine, anche la mandante è contenta, perché non perde il cliente».

**Molte mandanti danno un sostegno economico nei primi due anni. Che cosa ne pensa?**

«Ben venga un sostegno economico, ma non è la soluzione, perché lasciare un consulente finanziario da solo nella fase iniziale, anche con un contributo economico, non risolve il problema del tasso di abbandono nei primi 24 mesi. Di solito il consulente che comincia, se supera i primi due-tre anni resta nell'alveo della professione. Altrimenti, se non riesce ad avere un mercato, se non ottiene la serenità economica sperata, cerca altre opportunità. Quindi si ai contributi economici, ma solo se abbinati al lavoro in team. Nelle professioni più antiche, come per esempio l'avvocato, quasi nessuno di coloro che superano l'esame di stato apre il proprio studio: il 99% dei neoavvocati passa da un altro studio e solo in una fase successiva, diventa autonomo. Dal nostro osservatorio, la strada del successo, anche per la nostra professione, è questa.»

**Qual è la percentuale di abbandoni tra coloro che iniziano?**

«C'è una netta differenza tra chi comincia in un team e chi comincia da solo. Per i primi gli abbandoni sono misurati in pochi punti percentuali, intorno all'1-2% in un paio di anni. Tra coloro che cominciano da soli, in genere una persona su cinque cambia lavoro nel primo anno e spesso il fenomeno continua anche nei due-tre anni successivi».

**Il consulente giovane riesce a colloquiare meglio con i suoi pari età? Premesso, ovviamente, che il portafoglio che proviene da un giovane, salvo rari casi, è limitato.**

«Assolutamente sì. Io dico sempre che i clienti anziani hanno gli orologi d'oro, ma i giovani hanno il tempo. E certi prodotti, come i piani di accumulo hanno molto più senso per un trentenne che per un sessantenne».

**Ma oggi le società puntano soprattutto sui clienti private, che sono proprio quelli cui non può arrivare un giovane**

«Ai consulenti finanziari interessa di più il



concetto di nucleo familiare ed è proprio qui che è importante avere i giovani che intercettino più facilmente altri pari età di quel nucleo. La maggior parte dei patrimoni sopravvive a chi li ha creati e, siccome nei prossimi 10 anni ci sarà il più grande travaso di ricchezza tra i baby boomer e i millennial, avere solo clienti private comporta un rischio strategico sul lungo termine».

**A questo punto una domanda personale: com'è andato il suo inserimento?**

«Sono entrato dalla porta di servizio della pro-

fessione. Studiavo fisica teorica all'ateneo di Catania e una mia collega di università era figlia di due consulenti finanziari: mi informai, così, sulla professione dei genitori. A quel punto mi misi a cercare su internet chi erano i consulenti finanziari, allora promotori finanziari, che cosa facevano e come guadagnavano. Feci un po' di conti, paragonai le possibilità di crescita di un consulente finanziario con la staticità del reddito di un insegnante di fisica e decisi che, pur con rammarico, avrei lasciato la mia facoltà. Ovviamente, pensai che nella fase iniziale sarebbe stato difficile, ma stabilii che con un certo numero di clienti mi sarei affrancato dall'inedia.



Mi entusiasmai all'idea che da consulente finanziario avrei potuto guadagnare in proporzione ai clienti che avrei acquisito e che con questo percorso mi sarei potuto ritagliare un "mio posto nel mondo" in maniera lineare e meritocratica. Così, a poco più di 20 anni, ho cominciato a lavorare nel campo della consulenza finanziaria. In questa scelta mi sentivo nel giusto: ricordavo che il risparmio era tutelato dalla Costituzione, quindi qualcosa di importante anche da un punto di vista sociale. C'era solo il problema di iniziare e, dopo avere superato l'esame di stato, il difficile era trovare una società preponente che mi desse il mandato. Dopo diversi tentativi a vuoto, trovai chi mi assunse e così entrai nella società dove lavoro ancora oggi».

**E l'impatto con il mercato com'è andato?**

«La prima settimana non ho fatto nulla e l'ho passata a chiedermi che cosa sbagliassi e che cosa, da ventenne, avessi da offrire. A quel punto sono andato da tutte le persone che conoscevo (e anche da quelle che non conoscevo) a dire: "Sono in prova e la mia banca mi assume solo se riesco ad aprire più di 30 conti correnti in un mese e adesso ne ho solo 29. Posso chiederti di aiutarmi? Mi serve il trentesimo". Ho avuto per tutti 29 conti correnti per un anno e mezzo, anche se ne avevo aperti centinaia: è stato questo il mio modo di apprezzare il mercato. In poco tempo arrivai a 200 correntisti con i quali sono riuscito a stringere un legame di fiducia al punto da ricevere in gestione i loro risparmi e realizzare un portafoglio consistente. Quindi mi feci notare subito e, dopo un po', diventai manager».

**È stata dura?**

«Le rispondo come farebbe qualunque collega che ha cominciato da zero: "Non è stata dura, è stata durissima!" Per questo motivo promuoviamo il lavoro in team, per superare il grande scalino di ingresso alla professione e trasformarlo in una rampa. Io dalla mia avevo una buona impostazione mentale e nell'inconsapevolezza dei miei 23 anni mi sono lanciato con passione. Se mi chiedessero qual è il segreto della mia carriera risponderei che, come in ogni percorso di lavoro, bisogna impegnarsi al massimo nella professione che si è deciso di intraprendere, farla al meglio e con entusiasmo. Perché un pizzico di entusiasmo fa tutta la differenza del mondo».

CONSULENTI &  
RETI

# È il primo compito del consulente

a cura di **Alessandro Secciani**

In questa seconda puntata dell'inchiesta sulla cultura finanziaria dei clienti delle reti, è uscito in maniera molto chiara che nell'educazione del risparmiatore il consulente finanziario ha un ruolo fondamentale: spesso è di fatto l'unico tramite culturale con mercati che appaiono quasi sempre incomprensibili e talora minacciosi. Muoversi sulla base di serie informazioni è il primo elemento per prendere decisioni responsabili e, soprattutto, di lungo periodo. E l'importanza di questa azione profonda che devono svolgere gli advisor si vede nei momenti difficili, quando bisogna non lasciarsi travolgere dall'emotività.

A rispondere sul tema sono stati anche questo mese **Marco Bernardi**, vice-direttore generale di **Banca Generali**, **Barbara Calza**, responsabile sviluppo e formazione rete di **Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking**, **Joe Capobianco**, responsabile formazione consulenti finanziari e private banker di **Credem Euromobiliare Private Banking**, **Gianluca Scelzo**, consigliere delegato di **Copernico Sim**, **Nicola Viscanti**, head of advisors di **Banca Widiba**, e **Stefano Volpato**, direttore commerciale di **Banca Mediolanum**.

**Quale ruolo ha il consulente finanziario nel trasmettere cultura finanziaria? Il contatto con l'investitore è anche finalizzato a questo scopo?**

**Marco Bernardi (Banca Generali):**

«Il consulente finanziario gioca e giocherà sempre più un ruolo fondamentale nel trasmettere cultura finanziaria a investitori e risparmiatori. Il suo lavoro quotidiano di confronto con i clienti e di trasmissione della cultura finanziaria è la base per un rapporto di fiducia che deve legare banker e cliente. Certo, il consulente non può essere l'unico attore a svolgere questo ruolo, tuttavia trasmettendo il suo patrimonio di conoscenza sulle tematiche finanziarie, ma anche assicurative e previdenziali, contribuisce a fare crescere il livello di cultura finanziaria e a rafforzare il rapporto di fiducia con le famiglie clienti, generando valore per loro e per tutta la collettività».

**Barbara Calza (Fideuram Ispb):**

«I consulenti finanziari giocano un ruolo centrale nel promuovere l'educazione finanziaria, poiché aiutano i clienti a conoscere e a comprendere gli strumenti



**MARCO BERNARDI**  
vice-direttore generale  
Banca Generali

*«Il consulente finanziario gioca e giocherà sempre più un ruolo fondamentale nel trasmettere cultura finanziaria a investitori e risparmiatori. Il suo lavoro quotidiano di confronto con i clienti e di trasmissione della cultura finanziaria è la base per un rapporto di fiducia che deve legare banker e cliente»*  
**MARCO BERNARDI**

d'investimento, i rischi e le opportunità, spiegano concetti a volte complessi, li affiancano nell'applicare queste conoscenze alla loro personale situazione finanziaria e promuovono comportamenti responsabili e prudenti, quali ad esempio il risparmio e la diversificazione degli investimenti.

**Joe Capobianco (Credem Euromobiliare Private Banking):** «Numerose ricerche di mercato condotte, sia da authority, sia da enti privati, 30 anni fa come oggi, dimostrano che il consulente finanziario è la prima fonte di formazione finanziaria per i suoi clienti. Il contatto con l'investitore è quindi certamente finalizzato a questo scopo, anche perché sono proprio i clienti a chiederlo. Un esempio molto recente riguarda i prodotti e i servizi finanziari che rispondono a criteri di sostenibilità: secondo l'ultimo "Rapporto Consob sulla Relazione Consulente-Cliente", il 78% dei clienti si aspetta

che sia il consulente finanziario la sua prima fonte di informazione e aggiornamento in materia.

Non cito a caso il tema degli investimenti sostenibili. Secondo l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile,

- la pianificazione finanziaria a lungo termine va di pari passo con la gestione sostenibile delle risorse del pianeta;
  - chi ha una buona alfabetizzazione finanziaria è meno a rischio di scivolare sotto la soglia di povertà;
  - l'educazione all'investimento incentiva la scelta di prodotti finanziari sostenibili.
- Per queste ragioni Credem Euromobiliare Private Banking investe molte ore e ampie risorse nella formazione dei suoi consulenti finanziari».



**JOE CAPOBIANCO**  
manager  
Credem Euromobiliare  
Private Banking

*«Numerose ricerche di mercato condotte, sia da authority, sia da enti privati, 30 anni fa come oggi, dimostrano che il consulente finanziario è la prima fonte di formazione finanziaria per i suoi clienti. Il contatto con l'investitore è quindi certamente finalizzato a questo scopo, anche perché sono proprio i clienti a chiederlo»*  
**JOE CAPOBIANCO**



**GIANLUCA SCELZO**  
consigliere delegato  
Copernico Sim

*«Chi fa realmente consulenza deve partire dalle conoscenze e competenze del proprio cliente ed eventualmente aiutarlo nel comprendere le dinamiche di mercato e colmare le eventuali lacune. Nell'adeguatezza dei prodotti, infatti, è estremamente importante che i clienti capiscano e condividano le scelte di investimento che vengono fatte nel suo interesse e nel lungo termine»*  
**GIANLUCA SCELZO**

**Gianluca Scelzo (Copernico Sim):**

«Il consulente finanziario ha un ruolo chiave nella trasmissione della cultura finanziaria, però è il caso di fare un distinguo: qualche anno fa l'albo dei promotori finanziari si è trasformato in quello dei consulenti finanziari. In molti casi è stato un cambio di nome, ma non un cambio di fatto. Chi fa realmente consulenza deve partire dalle conoscenze e competenze del proprio cliente ed eventualmente aiutarlo nel comprendere le dinamiche di mercato e colmare le eventuali lacune. Nell'adeguatezza dei prodotti, infatti, è estremamente importante che i clienti capiscano e condividano le scelte di investimento che vengono fatte nel suo interesse e nel lungo termine».



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

*«Senza alcun dubbio un cliente informato e competente consente al suo consulente finanziario di instaurare un dialogo fattivo e lungimirante, che è alla base della pianificazione finanziaria e patrimoniale»*

**BARBARA CALZA**

**Nicola Viscanti:** «Il consulente finanziario è il primo punto di contatto con la banca: il suo ruolo è quindi fondamentale per aiutare il cliente a fare scelte consapevoli e giuste per raggiungere i propri obiettivi di vita. Nella mia visione, il compito principale del consulente deve essere ascoltare attentamente l'investitore, recepire i suoi bisogni e guidarlo nella ricerca della giusta strategia per raggiungere i suoi obiettivi, attraverso il giusto mix di prodotti (fondi a gestione attiva, Etf e obbligazioni), che punti a massimizzare il rendimento, ad aumentare la diversificazione, a ridurre i rischi e possibilmente anche i costi».

**Stefano Volpato (Banca Mediolanum):** «Credo che di fronte a temi socialmente così importanti ciascuno debba fare la propria parte, soprattutto il consulente finanziario che ha il privilegio di entrare in una famiglia, di guardare con attenzione le persone che ha di fronte e di comprendere quali sono le loro fragilità, i loro bisogni e i loro

## Ma non è meglio il cliente che delega tutto?

Qualche volta, di fronte al cliente che perde la testa nei momenti difficili o, che, al contrario, pensa di sapere tutto, viene un dubbio un po' provocatorio: non è meglio per il consulente l'investitore che ha una piena consapevolezza della sua ignoranza e delega tutto all'advisor? È sempre preferibile il risparmiatore che discute e che ha (o ritiene di avere) la capacità di rapportarsi al professionista anche nelle scelte di portafoglio? Ovviamente il panel di professionisti coinvolti da Fondi&Sicav ha risposto quasi all'unanimità che il cliente consapevole rappresenta sempre la situazione migliore. Anche se qualche volta c'è il dubbio che il lavoro diventi più difficile.

**Marco Bernardi (Banca Generali):** «Il rapporto tra il consulente e il cliente deve essere costruito all'insegna della fiducia, ma fiducia non significa delegare in bianco le decisioni al banker. Crediamo che una persona consapevole sia fondamentale per sviluppare un rapporto costruttivo con il proprio consulente e che aiuti lo stesso advisor a offrire le soluzioni migliori e più adeguate alle esigenze dell'investitore risparmiatore. Con clienti informati e un rapporto di fiducia basato sulla consapevolezza possiamo valorizzare maggiormente quella straordinaria stampella sociale che rappresenta oggi il risparmio e renderne ancora più importante il contributo a supporto dell'economia».

**Barbara Calza (Fideuram Ispb):** «Senza alcun dubbio un cliente informato e competente consente al suo consulente finanziario di instaurare un dialogo fattivo e lungimirante, che è alla base della pianificazione finanziaria e patrimoniale; è attraverso la consulenza patrimoniale che i clienti possono definire i loro obiettivi finanziari, di vita personale e familiare e individuare i modi migliori per raggiungerli».

**Joe Capobianco (Credem Euromobiliare Private Banking):** «Non c'è un cliente ideale, come non c'è un consulente ideale in assoluto. Esistono clienti che amano comprendere, confrontarsi e decidere ogni passo insieme al loro consulente, in taluni casi suggerendo anche titoli specifici, e altri che preferiscono delegare in toto al consulente finanziario. Ci sono persone che hanno bisogno di contatti frequenti, perfino giornalieri, e altre che una volta a trimestre è già abbastanza. Dipende da diversi fattori: il livello di fiducia, la cultura finanziaria e generale, le esperienze precedenti, il ciclo economico, gli aspetti caratteriali. Nella mia esperienza ho comunque notato due elementi che possono completare la risposta. La prima è che clienti e consulenti nel tempo tendono ad assomigliarsi, nel senso che entrambi, con l'andare degli anni,





sono inclini a circondarsi e a rapportarsi rispettivamente con il professionista e con il cliente che più risponde alla propria natura, anche in termini di delega. La seconda è che i clienti più scolarizzati sono proprio quelli che delegano di più, riconoscendo appieno il ruolo consulenziale del professionista».

**Gianluca Scelzo (Copernico Sim):** «La soluzione migliore è certamente quella intermedia. È infatti importante che ci sia condivisione nelle scelte di investimento e, quindi, il cliente deve capire in maniera approfondita il perché delle soluzioni proposte. Allo stesso tempo, però, è il consulente che deve dare il “ritmo” al cliente in funzione delle esigenze di mercato. Nella mia esperienza bisogna sempre stare alla larga, come consulente, dai clienti-trader, che spesso non si rendono conto che non fanno i loro interessi “giocando” con i propri risparmi. Sono convinto che l’investimento deve sempre essere fatto nel lungo termine e con obiettivi chiari, senza farsi influenzare troppo dal pessimismo o dall’euforia: di conseguenza si deve mantenere un certo distacco dalle fluttuazioni del mercato. Solo così il consulente può fare gli interessi dei propri clienti».

**Nicola Viscanti (Banca Widiba):** «Credo che la capacità di informare e di trasmettere le conoscenze ai clienti sia uno dei più grandi valori aggiunti che un consulente possa apportare. Come in ogni rapporto, la fiducia è fondamentale per rispondere in modo puntuale alle esigenze delle persone e lavorare nel pieno rispetto delle normative vigenti, ma, allo stesso tempo, il cliente deve essere sempre consapevole delle operazioni che sottoscrive e deve richiedere una periodica assistenza da parte del professionista».

**Stefano Volpato (Banca Mediolanum):** «Tutti i consulenti sanno che quando un cliente delega è sempre l’anticamera di una relazione critica e quasi mai duratura. È evidente che un cliente consapevole, coinvolto, educato è un investitore che è a bordo rispetto al viaggio che si sta compiendo insieme. Non è spettatore, ma protagonista. Attenzione, però, a distinguere la consapevolezza dalla preparazione. Non possiamo pensare di essere preparati su tutto. Se abbiamo l’umiltà di accettare questa condizione, l’umiltà ci regala sempre il dubbio e il dubbio ci predispone a comprendere le derive che potremmo prendere e ci aiuta a fronteggiarle nella maniera più adeguata. Spesso negli investimenti si cercano complicazioni. Investire, in realtà, è relativamente semplice. Basta diversificare e rimanere investiti a lungo. Spesso le persone si preoccupano di quando entrare nei mercati. In realtà, dovrebbero preoccuparsi di quanto tempo rimanervi. Investire ricorda il ciclo della semina e del raccolto. Se un contadino semina bene, il raccolto arriva sempre, indipendentemente dalla lunghezza del tempo di maturazione. Questa consapevolezza si traduce in un virtuosismo, ovvero in una maggiore permanenza sui mercati che diventa un fattore incrementale di rendimento. La pazienza e la fatica danno senso e valore a ciò che facciamo. Imparare a ricordare e a raccontare queste dinamiche in maniera positiva ridà fiducia e speranza, reinstalla il senso del futuro».



**NICOLA VISCANTI**  
head of advisors  
Banca Widiba

*«La fiducia è fondamentale per rispondere in modo puntuale alle esigenze delle persone e lavorare nel pieno rispetto delle normative vigenti, ma, allo stesso tempo, il cliente deve sempre essere consapevole delle operazioni che sottoscrive e deve richiedere una periodica assistenza da parte del professionista»*  
**NICOLA VISCANTI**

progetti di vita. Il ruolo imprescindibile di un consulente finanziario è favorire un cambio di paradigma, sostituire una visione statica della vita, spesso rivolta al passato, con una visione dinamica, che guarda al futuro e alle discontinuità che andremo ad affrontare. Ma anche il consulente finanziario, come essere umano, è soggetto alle stesse pressioni emotive cui è sottoposto il cliente. È chiaro che per potere essere un contrappeso razionale all’emotività delle persone deve nutrirsi diversamente dal cliente: se si alimenta delle stesse informazioni, difficilmente reagirà in maniera diversa. È molto importante quindi l’attività formativa e comunicativa che organizziamo internamente, sia attraverso i percorsi formativi di Mediolanum Corporate University, sia attraverso l’attività quotidiana della nostra corporate tv. Due



mezzi di comunicazione continuativa con la rete di professionisti in grado di intervenire nei momenti più delicati per posizionare correttamente i family banker rispetto a quelle ondate di emotività che destabilizzano i clienti, ma anche i consulenti, se non opportunamente preparati, aggiornati, informati e formati su come gestire queste situazioni».

**Si è sempre detto che la cultura finanziaria in Italia è molto modesta. È ancora vero? Ci sono stati cambiamenti in positivo negli ultimi 10 anni o per i consulenti è sempre molto difficile fare passare i concetti finanziari base?**

**Marco Bernardi (Banca Generali):** «Nel complesso è ancora vero. Le classifiche internazionali ci collocano come fanalino di coda tra i paesi Ocse nella comprensione degli strumenti e delle dinamiche economico-finanziarie. Purtroppo, secondo i dati del Rapporto Edufin 2023 commissionato dal Ministero della pubblica istruzione, le conoscenze finanziarie, così come quelle assicurative e previdenziali, continuano a essere basse nella popolazione (meno della metà dei decisori economici delle famiglie italiane conosce tre concetti di base di finanza) e ancora di più tra i gruppi vulnerabili, quali i giovani, le donne, le famiglie con basso livello di reddito e istruzione e i residenti al Sud e nelle isole. Guardando ai cambiamenti in positivo, dalla stessa ricerca emerge che la domanda di educazione finanziaria continua a crescere, con ormai quasi la totalità degli intervistati (il 91%) che vuole la materia insegnata nelle scuole».

**Joe Capobianco (Credem Euro-mobiliare Private Banking):** «La cultura finanziaria in Italia continua a essere molto modesta. I rapporti sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, pubblicati ogni anno da Consob, confermano che gli italiani che non hanno un consulente finanziario proseguono ad avere in parenti, amici e colleghi i principali consiglieri in materia di investimenti finanziari. Stupisce che l'ultima pubblicità televisiva sul Btp valore, un autentico bombardamento mediatico peraltro, rappresentava un'affiatata sim-



patica coppia consigliare di fatto a un'altra coppia altrettanto agée di acquistare il citato titolo di stato. Molto preoccupanti anche i risultati dell'ultima ricerca Ocse-P.i.s.a. sulla financial literacy dei giovani adolescenti italiani che, nel misurare l'alfabetizzazione finanziaria degli studenti nel mondo, colloca l'Italia al 12° posto su un campione di 20 paesi, con il 21% dei giovani italiani che ha una conoscenza finanziaria insufficiente (la media Ocse è del 14,7%) e solamente il 4,5% che si posiziona al livello più alto (media Ocse 10,5%). Un cambiamento è rappresentato dall'istituzione del Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, avvenuta in realtà nel 2017, al quale partecipano anche il Ministero dell'istruzione, il Ministero dell'economia e delle finanze e il Ministero dello sviluppo economico. Tra i suoi obiettivi, ci si aspetta molto dall'impegno a inserire l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale come materia curricolare nei percorsi di istruzione obbligatoria».

**Barbara Calza (Fideuram Ispb):** «I dati pubblicati dalla Banca d'Ita-

lia nell'ambito dell'indagine triennale sull'alfabetizzazione finanziaria nel nostro Paese ("Indagine sull'alfabetizzazione finanziaria e le competenze di finanza digitale in Italia: adulti", ed. 2023) ci dicono che il grado di educazione finanziaria negli ultimi anni ha mostrato un lieve miglioramento, ma continua a restare su livelli non adeguati per una corretta consapevolezza di queste tematiche (il punteggio è passato da 10 del 2017 a 10,6 del 2023 nella scala da 0 a 20). Dal 2023 viene approfondito anche il tema della finanza digitale in termini di conoscenza, di comportamenti e di atteggiamenti: dall'analisi emerge un quadro di non adeguata consapevolezza del tema e dei rischi connessi. In questo specifico ambito Fideuram Ispb e, più in generale, il Gruppo Intesa Sanpaolo sono da tempo impegnati in campagne di divulgazione e di sensibilizzazione sui temi della sicurezza informatica e della prevenzione di frodi e truffe online. Queste iniziative sono rivolte non solo ai dipendenti del gruppo e ai consulenti finanziari delle nostre reti, ma anche ai clienti, attraverso la pubblicazione di materiale formativo sui siti istituzionali e sui canali social.



**STEFANO VOLPATO**  
direttore commerciale  
Banca Mediolanum

*«Data per assodata la bontà di una notizia, spesso manca il tempo o la necessità di comprenderne la priorità, di andare in profondità, di capire quale impatto può avere sulla mia vita. Anche in questo caso credo che un consulente finanziario possa fare la differenza nel fare riguadagnare la giusta prospettiva verso il futuro. Per farlo, però, bisogna imparare a guardare con la giusta profondità il passato»*

**STEFANO VOLPATO**

**Gianluca Scelzo (Copernico Sim):**

«Qualche miglioramento c'è stato, ma siamo ancora lontani da un livello di sufficienza. Notiamo, con estremo piacere, che spesso coloro che si addentrano in queste tematiche sono i più giovani e ciò ci induce farci ben sperare».

**Nicola Viscanti (Banca Widiba):**

«Negli ultimi anni abbiamo sicuramente visto un miglioramento delle competenze e della cultura finanziaria in Italia, così come una maggiore sensibilità del sistema finanziario che si impegna maggiormente in tal senso, ma siamo ancora a livelli troppo bassi, se facciamo un paragone con gli altri paesi europei. Gli

ultimi dati della Commissione europea confermano, infatti, lo scarso livello di conoscenze degli adulti italiani nella gestione del denaro, che ci posiziona al di sotto della media degli stati membri. La strada da percorrere è ancora lunga e dobbiamo essere sempre più efficaci nel coinvolgere soprattutto le nuove generazioni. In tutto ciò, possono avere un ruolo positivo le iniziative che aziende e istituzioni stanno portando avanti recentemente, coscienti che un pubblico più consapevole degli strumenti a sua disposizione e delle opportunità che possono generare sia centrale per un ulteriore sviluppo del settore».

**Stefano Volpato (Banca Mediolanum):**

«Farei una premessa. Con il moltiplicarsi delle fonti, alle quali i social hanno dato un forte impulso, assistiamo a un rimbalzo delle notizie da un mezzo all'altro con un conseguente amplificarsi del messaggio. Spesso, però, sui media trovano maggiore spazio notizie di corto respiro, concentrate sul breve termine, negative, che alimentano un clima di sfiducia verso il futuro, una modalità secondo me contraria allo scopo dell'informazione, ossia dare forma alla mente. Attenzione, però, non parlo di disinformazione in senso stretto. Data per assodata la bontà di una notizia, spesso manca

il tempo o la necessità di comprenderne la priorità, di andare in profondità, di capire quale impatto può avere sulla mia vita. Anche in questo caso credo che un consulente finanziario possa fare la differenza nel fare riguadagnare la giusta prospettiva verso il futuro. Affinchè ciò sia possibile, però, bisogna imparare a guardare con la giusta profondità il passato. Proviamo a prendere gli ultimi 60 anni, nei quali abbiamo vissuto perennemente immersi nelle crisi: una degna di nota ogni due anni. Eppure, durante questi sei decenni, immersi nelle crisi, il Gdp mondiale è aumentato, al netto dell'inflazione, di otto volte. Ciò vuole dire che non progrediamo in assenza di crisi, ma in costanza di crisi, anzi grazie alle crisi, perché diventano acceleratori del progresso. Tutto ciò che cosa ci insegna? Che la più straordinaria macchina per produrre ricchezza è l'economia reale. Se avessimo investito 100 euro nel Msci nel 1960 oggi avremmo 30.247 euro, 300 volte più dell'investimento iniziale. Dobbiamo imparare a reinstallare il futuro perché, se non raccontiamo speranza e fiducia, perdiamo di vista la strada per risolvere i problemi che incontreremo. Attenzione, non si tratta di una fiducia cieca, aprioristica, ma di un atteggiamento ragionato che nasce da un'attenta osservazione del passato».





## Non è solo la somma dei portafogli

a cura di **Alessandro Secciani**

È l'unico team di **Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking** in Sardegna e lavora principalmente a Cagliari, ma ha clienti in quasi tutta l'isola. A farne parte sono **Emmanuel Cau**, 47 anni, team leader e consulente con circa 20 anni di esperienza, e **Silvia Corda**, 50 anni, associata al team, che dopo circa 30 anni di collaborazione come impiegata amministrativa, è diventata consulente finanziaria da inizio 2024. A parlare di questa esperienza è Cau.

### Come è nata l'idea di mettervi in team?

«L'idea del team è nata un po' per caso ed è maturata negli ultimi tre anni, in quanto io e Silvia Corda abbiamo intercettato il passaggio generazionale di un consulente finanziario storico di Fideuram: Massimo Buzzanca. Con lui siamo riusciti a instaurare un rapporto di collaborazione fruttuoso: è stato facile perché ha mantenuto un grande entusiasmo nello svolgimento del suo lavoro fino a quest'anno, quando ha deciso di lasciare completamente per raggiunti limiti di età. Dal nostro rapporto era nata una collaborazione a tre: due consulenti e una persona che ci aiutava sul piano amministrativo. Ci siamo resi conto che si riusciva a lavorare molto bene e anche i numeri sono stati molto positivi, perché abbiamo incrementato il nostro portafoglio originario. Si è partiti dall'idea di costituire un vero e proprio team con me e la mia collega che alla fine del 2023 aveva dato l'esame da consulente e, da dipendente, è stata messa in condizione di diventare una professionista affermata. Lavorare in team è un modello che alimenta la motivazione dei componenti e completa gli ambiti delle di-

verse professionalità. Si riesce a essere più efficienti e a ottenere un risultato ancora migliore sul piano della consulenza per la clientela».

### Le persone che entrano in un team generalmente lo fanno per necessità, non perché hanno voglia di lavorare in maniera diversa.

«Esatto. Io ho iniziato a lavorare con Buzzanca circa tre anni fa, con un team fatto su un patto generazionale a mio favore. Avevo il ruolo di team partner. Dall'esperienza del patto generazionale, che era a tre, perché Silvia di fatto ci aiutava, e dal piacere di lavorare insieme è emersa la volontà di costituire un ulteriore team di sviluppo, che riconoscesse i meriti alla collega che ci ha aiutati per anni».

### Come hanno preso i clienti il fatto di trovarsi di fronte due nuovi professionisti?

«Per tutta una serie di motivi noi eravamo già intercambiabili: la parte tecnologica e digitale, nel passaggio generazionale è stata demandata più a me, insieme ovviamente alla parte consulenziale. Per la componente amministrativa ai clienti è stata presentata la nostra collega e per loro è stato un grosso valore aggiunto: ognuno di noi tre aveva le proprie aree di eccellenza. Su questa base per gli investitori è stato facile trovarsi a operare con più persone e non solo con il consulente con il quale avevano la relazione principale».

### Si dice che il cliente racconti al consulente anche ciò che non ha



**EMMANUEL CAU**  
team leader e consulente  
Fideuram Intesa Sanpaolo  
Private Banking

### il coraggio di dire neppure al confessore. In un rapporto del genere si riesce a inserire una persona di fatto sconosciuta. Si riesce a fare diventare due i confessori?

«Nel momento in cui i clienti si fidano di me o della mia collega, sono contenti che venga inserita una persona in più. Certo, è un processo che richiede un notevole impegno, che non si limita alla semplice presentazione di una persona. L'inserimento deve essere graduale, non costituire un elemento che urti la sensibilità dei clienti. È un processo che per noi sta avvenendo con molta serenità, con molta complicità, perché comunque abbiamo una condivisione di valori che ci guidano nell'attività. Ci conosciamo da 25 anni e ciò agevola molto il nostro rapporto di fiducia e di stima e ci permette di presentarci ai clienti con la stessa modalità».

### Lavorare in team con Buzzanca, ha portato a una somma dei portafogli o a qualcosa di più?

«Posso dare una risposta molto franca. Oggi il nostro patrimonio complessivo in gestione è quasi raddoppiato. Il fatto di lavorare in team porta un valore aggiunto, che va oltre la semplice somma dei portafogli».

### Il team si allargherà ancora?

«Non lo escludo. Il nostro obiettivo vero è aumentare le masse del nostro portafoglio nei prossimi quattro-cinque anni. Perciò è molto probabile che il team si allarghi. In linea di massima potrebbe esserci l'obiettivo di inserire qualche figura giovane, ma non disdegniamo di certo la possibilità che si possa collaborare in futuro anche con colleghi anziani».

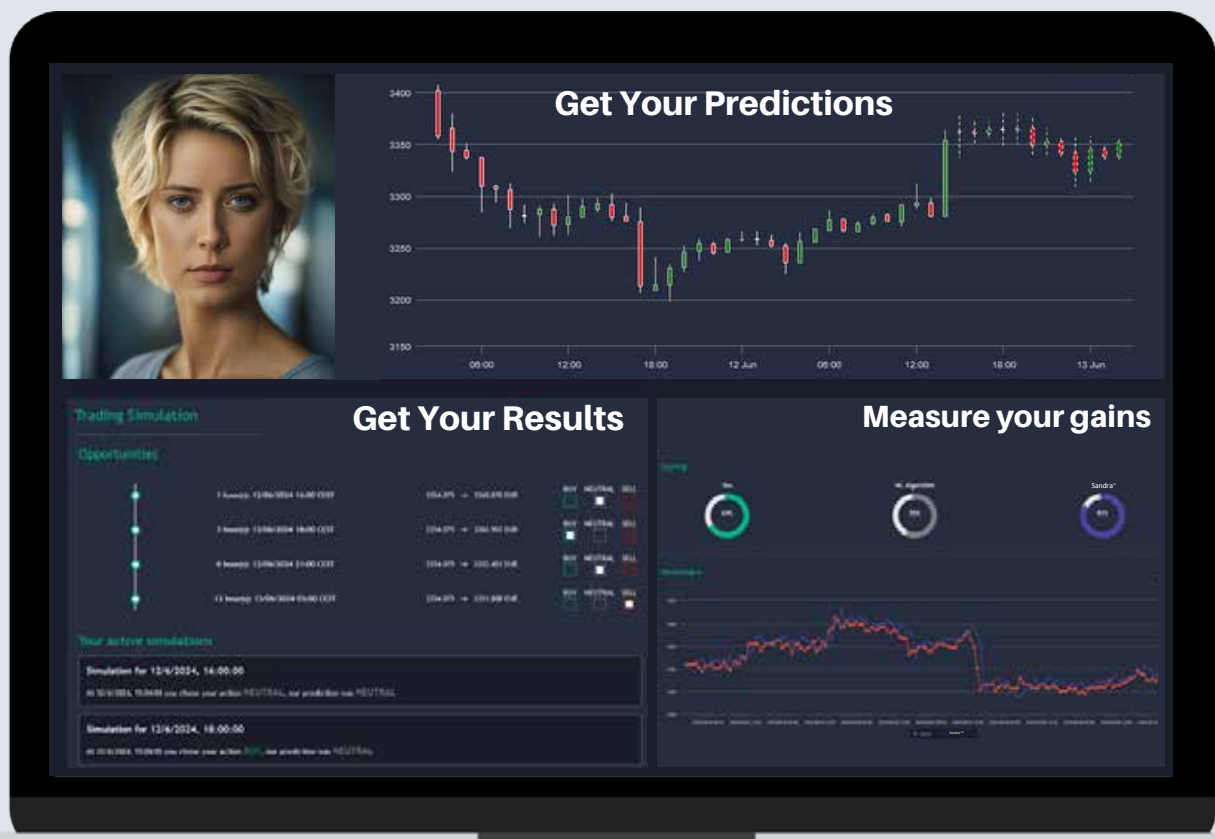


# KELONY<sup>®</sup>

*Deep-math for Good*

Introducing **Sandra**<sup>™</sup>

Predictive **Artificial Intelligence**  
for Finance



***AI for competitive advantage***



Trusted by renowned  
market players



hello@kelony.com



KELONY<sup>®</sup>

# Il modo migliore per investire nei semiconduttori

## CT (Lux) Global Technology

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

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

### Rischi di cui tenere conto

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

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



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

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