

# FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 17 - numero 166 - luglio/agosto 2024



L'ERA DELL'OSSESSIONE  
TECNOLOGICA A WALL STREET

ETF, UN TREND ANCORA FAVOREVOLE

## ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER

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

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

seguici



## UNA PICCOLA RIVOLUZIONE IN GRIGIO di Giuseppe Riccardi

Trovo estremamente interessante la ricerca di Invesco che Fondi&Sicav pubblica in questo numero. In concreto, indica le persone anziane (i "longevi", come vengono definiti) investitori molto importanti per le reti di consulenti finanziari. In maniera chiara viene affermato che oggi l'interesse verso le persone di questa fascia d'età è soprattutto per organizzare loro il passaggio generazionale, che in effetti è spesso un problema, ma non è certamente l'unico che ha una persona avanti con l'età e che pensa ancora di lavorare a lungo, di divertirsi e magari di migliorare ulteriormente la sua posizione finanziaria. In pratica anche gli anziani possono essere un target sul quale avviare una politica di marketing.

E, se davvero venisse elaborata una strategia di questo tipo nei confronti dei "longevi", sarebbe un fatto storico, non solamente per il settore finanziario, ma per tutta l'economia. Anche se qualcosa ultimamente si sta smuovendo, il marketing ignora la terza età, considerata poco duttile a ricevere messaggi che implicano un cambiamento dei gusti e delle abitudini. Nella finanza si pensa spesso che gli anziani siano tuttora gli unici clienti fedeli delle banche e che, salvo poche eccezioni, investano prevalentemente nei titoli di stato, quando non lasciano tutta la loro liquidità nei conti correnti. La politica di puntare molto sul passaggio generazionale, anche se risponde



a un'esigenza reale ed estremamente importante, in qualche maniera tende a considerare il longevo una persona che abbastanza presto si dovrà fare da parte. A questo punto, se i consulenti saranno capaci non di cambiare rotta, ma di immaginarne una nuova interamente dedicata a chi non è più giovane (senza ovviamente trascurare il passaggio generazionale) riusciranno a portare una grande novità. E forse l'età veneranda di molti di loro potrà essere la giusta base per realizzare questa piccola rivoluzione in grigio.



## ANCORA 134 ANNI PER LA PARITÀ DI GENERE di Pinuccia Parini

Sapevate che la persona che per prima ha utilizzato e, a questo punto, inventato lo schema Ponzi è stata una donna? È quanto racconta Tim Harford, economista e giornalista inglese, durante una puntata della sua rubrica podcast "Cautionary tales". Il suo nome è Sarah Emily Howe, nata all'incirca nel 1826 e deceduta nel 1892. La sua truffa più famosa è legata alla Ladies' Deposit Company, la prima cassa di risparmio gestita da donne per le donne che fondò nel 1880. Ebbe un grande e rapido successo, ma alcuni giornalisti scoprirono che i lauti tassi d'interesse riconosciuti venivano pagati con i depositi aperti dalle nuove clienti. Un vero e proprio schema Ponzi, come si

direbbe oggi, in anni in cui il tristemente famoso immigrato italiano non era ancora nato. L'ironia della sorte ha voluto che, anche nei casi in cui rivendicare il merito di un'azione non è oggetto di vanto, alle donne non viene riconosciuta nemmeno la possibilità di avere una frode a loro nome.

Quanto raccontato non è una rivendicazione e dai tempi di Sarah Howe la situazione è profondamente cambiata, anche se, guardando ai dati del recente Gender Report del 2024, pubblicato dal World Economic Forum, il quadro non è entusiasmante. L'indice medio globale della parità di genere si attesta al 68,5%, solo +0,1% rispetto alla precedente rilevazione. In base ai dati pubblicati, è stato calcolato che, a questi ritmi, il divario sarà colmato solo tra 134 anni, nel 2158. Sono tre anni in più rispetto a quanto stimato nel 2023.

Nella classifica per paesi l'Italia retrocede, rispetto allo scorso anno, dal 79° all'87° posto tra le 146 nazioni messe a confronto. Il Bel Paese mostra una partecipazione femminile al mercato del lavoro caratterizzata da una disuguaglianza salariale e da una sottorappresentazione nei ruoli di leadership, nonostante i progressi nell'istruzione. Il dato sull'empowerment politico delle donne, sia dal punto di vista della rappresentanza parlamentare, sia in termini di presenza con alti incarichi in istituzioni pubbliche e ministeriali, rivela ancora forti debolezze. Se è vero che l'obiettivo è raggiungere una crescita sostenibile, sono necessarie politiche adeguate che ne permettano il raggiungimento e che siano coerenti con ciò che viene auspicato: la parità di genere è un pilastro da cui non si può prescindere.

# SOMMARIO

Numero 166  
luglio/agosto 2024  
anno 17

editore  
Giuseppe Riccardi

direttore  
Giuseppina Parini

vicedirettore  
Boris Secciani (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione  
Elisa Terenzio, Stefania Sala

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

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

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

direttore responsabile  
Alessandro Secciani

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

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

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

3	<b>EDITORIALE</b>
6	<b>GEOPOLITICA</b> Uganda, tra basso e medio reddito
8	<b>OSSERVATORIO ASIA</b> Hong Kong: la longa manus della Cina
10	<b>FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE</b> <i>Sarang Kulkarni, lead portfolio manager, global credit bond fund, Vanguard</i> «Conta ancora la qualità»
14	<b>L'ERA DELL'OSSESSIONE TECNOLOGICA A WALL STREET</b>
28	<b>COMGEST</b> Investire nell'eccellenza
30	<b>LOMBARD ODIER IM</b> Alla ricerca della "nuova Apple"
32	<b>INVESCO RACCONTA</b> Semplice come una chiave a brugola
34	<b>FLOSSBACH VON STORCH</b> Parola d'ordine: qualità
36	<b>ABRDN</b> La sostenibilità è una filosofia d'investimento
39	<b>FOCUS ETF</b> Uno strumento sempre più indispensabile
46	<b>DIFFERENT FACTORY</b> Mettere ordine negli enormi silos di dati
48	<b>NS PARTNERS</b> Il nostro concetto di qualità
50	<b>BROWN ADVISORY</b> Una comprensione più approfondita di rischi e opportunità
52	<b>GENERALI INVESTMENT</b> Soprattutto diversificazione e flessibilità
54	<b>OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE</b> Terre ancora più rare
57	<b>OSSERVATORIO RISCHIO</b> Diventare investitori darwiniani
60	<b>OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA</b> Attenti al rumore!
62	<b>LA FINANZA E LA LEGGE</b> La prova del corretto operato
65	<b>CONSULENTI&amp;RETI</b> <b>Stefano Manfrone</b>
71	<b>INCHIESTA</b> Longevi, un target da seguire, non solo passaggio generazionale



## ERRATA CORRIGE

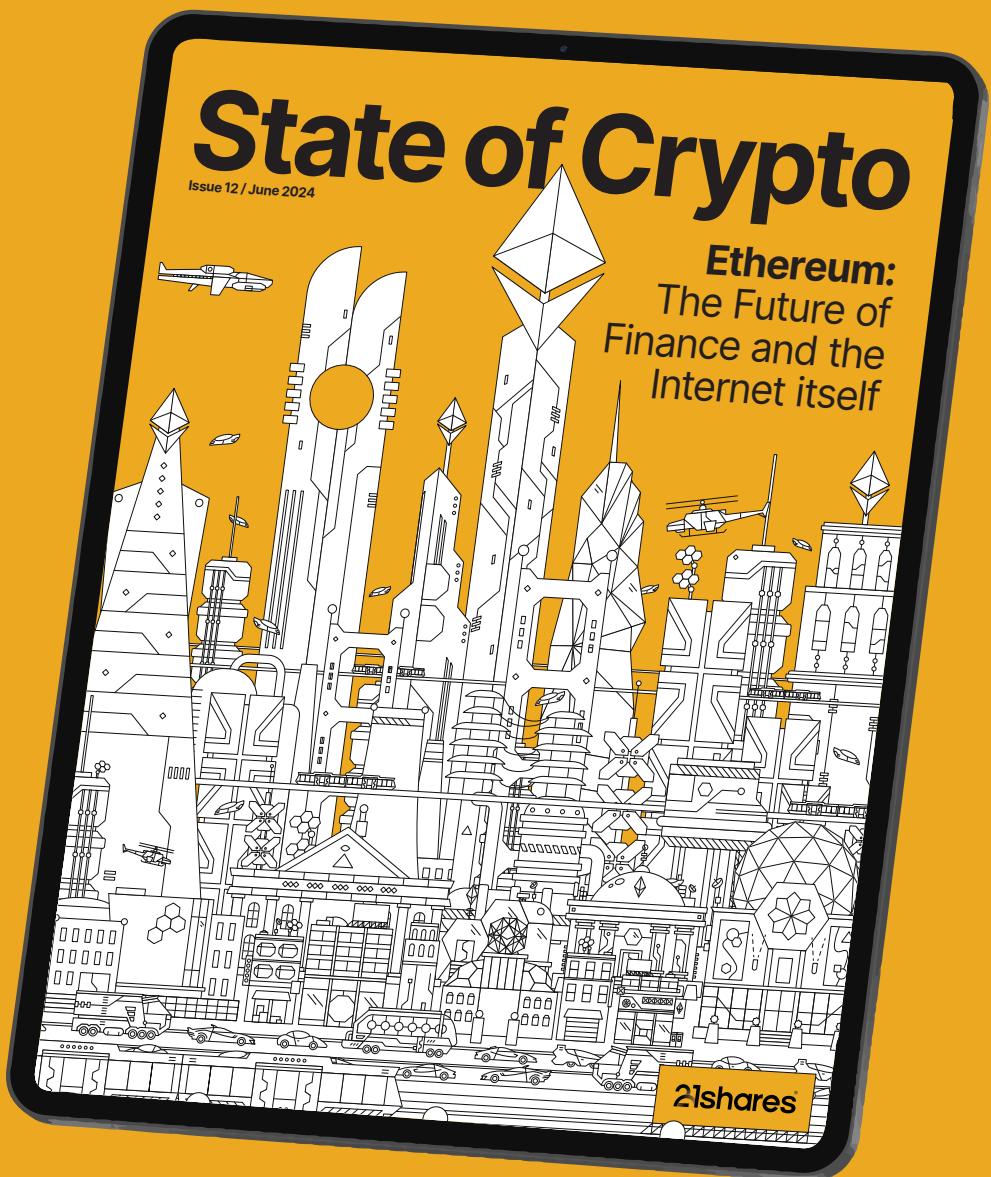
Nel numero 163 di Fondi&Sicav è stata pubblicata, sulla versione cartacea, la foto sbagliata di Christian de Roualle, equity fund manager di Tikehau Capital. Ce ne scusiamo con i lettori e l'interessato.

# Ethereum: Il Futuro della Finanza e di Internet

Scopri di più!



21shares®



# Uganda, tra basso e medio reddito

a cura di **Mark William Lowe**

A metà giugno di quest'anno, durante la presentazione del recente censimento della popolazione, il presidente Yoweri Museveni ha dichiarato che l'Uganda è passata da paese a basso reddito a uno a medio reddito. Il dibattito sulla progressione dell'economia dell'Uganda era iniziato nel 2022, quando, durante il discorso sullo stato della nazione al parlamento, il presidente asserì che, nonostante una serie di crisi negli ultimi tre anni, i dati ufficiali dell'Uganda Bureau of Statistics indicavano che l'economia della nazione era cresciuta al punto da raggiungere lo status di paese a medio reddito.

Qualche giorno dopo, però, la Banca Mondiale annunciò che l'Uganda era ancora un paese a basso reddito. Il rapporto dell'istituzione internazionale rilevava che, sebbene il prodotto interno lordo reale fosse cresciuto del 4,3% nella prima metà del 2022, ciò non era sufficiente a fare entrare la nazione nella fascia media. L'ottantenne presidente, al potere dal 1986, non fu convinto di tale giudizio, ma decise di temporeggiare. In ogni caso, sebbene la sua opinione sul nuovo status del Paese fosse discutibile, l'economia ugandese, nonostante il considerevole debito pubblico, si sta dimostrando straordinariamente resiliente.

## IL RITORNO DELLA CRESCITA

Secondo il ministro delle finanze ugandese Matia Kasaija, l'economia nazionale si è «completamente ripresa dai vari shock esterni e interni che hanno influito sulla performance negli ultimi quattro anni». In effetti, il più grande produttore di caffè

dell'Africa ha ottenuto risultati migliori di molti altri stati dopo la pandemia di Covid-19 e, a quanto dice il governo, l'economia dovrebbe crescere tra il 6,4% e il 7% nell'anno fiscale 2024/25. L'ottimismo questa volta è supportato dalla Banca Mondiale che, nelle sue «Prospettive economiche globali», prevede che con una crescita del Pil al 6,0% nel 2024, l'economia ugandese sarà la seconda per velocità di sviluppo nella comunità dell'Africa Orientale.

L'inflazione, che attualmente si aggira intorno al 3,2%, è una delle più basse del continente, ma la Banca centrale prevede che aumenterà e si assesterà intorno al 5% entro la fine del 2025. Sorprendentemente, lo scellino ugandese è rimasto relativamente stabile rispetto al dollaro Usa, una delle

ragioni principali dei bassi tassi di inflazione. Sebbene tutto ciò sia molto positivo, purtroppo, per quanto riguarda la spesa pubblica, Kampala non è stata molto avveduta e stime recenti calcolano che l'83,5% delle persone tra i 15 e i 29 anni lavora nell'economia informale o è sottoccupato. Quest'ultimo è un elemento che con-

traddice l'opinione di Museveni, secondo il quale lo status di reddito medio è stato finalmente raggiunto.

## IL RISCHIO DEL DEBITO

I paesi contraggono del debito indebitandosi. Se da un lato ciò consente di finanziare

**Secondo il ministro delle finanze ugandese Matia Kasaija, l'economia del Paese si è «completamente ripresa dai vari shock esterni e interni che hanno influito sulla performance negli ultimi quattro anni». In effetti, il più grande produttore di caffè dell'Africa ha ottenuto risultati migliori di molti altri stati dopo la pandemia di Covid-19 e, a quanto dice il governo, l'economia dovrebbe crescere tra il 6,4% e il 7% nell'anno fiscale 2024/25**



importanti programmi di sviluppo, che nel caso dell'Uganda sono urgenti, dall'altro, se si esagera, l'onere del rimborso può sovraccaricare le finanze di una nazione e, nel peggiore dei casi, portare all'insolvenza. Dopo la pandemia, l'Uganda ha ricevuto diversi importanti finanziamenti dalla Cina, dalla Banca Mondiale e dal Fondo Monetario Inter-

nazionale, tra cui un prestito di un miliardo di dollari per la ripresa post-Covid nel 2021. L'ultima parte del finanziamento concesso nel 2021, 240 milioni di dollari, è stata ricevuta da Kampala nel gennaio 2023. Nell'agosto 2023, la Banca Mondiale ha annunciato che avrebbe interrotto i nuovi prestiti all'Uganda, poiché la legge anti-Lgbtq, promulgata nel maggio 2023, è contraria ai valori dell'istituto. Anche altre istituzioni, gruppi civici e stati hanno minacciato di interrompere gli aiuti e i prestiti al Paese, specificando che in futuro i progetti sarebbero stati finanziati su base selettiva.

### **RAPIDO AUMENTO DEI DEBITI**

Dopo la decisione della Banca Mondiale di sospendere i prestiti, l'Uganda ha firmato un accordo con la Banca Islamica di Sviluppo dell'Arabia Saudita per un prestito di 295 milioni di dollari destinato a finanziare la costruzione di strade e altri progetti infrastrutturali. L'accordo con quest'ultima sottolinea la strategia di Kampala di diversificare le fonti di finanziamento esterne. Attualmente, l'Uganda è il secondo più importante destinatario di prestiti provenienti da Pechino tra i paesi dell'Africa Orientale, con quasi il 34% di tutti i finanziamenti cinesi nella regione tra il 2015 e il 2020. Sebbene il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale abbiano classificato l'Uganda come paese a rischio moderato di sofferenza del debito, il rapido aumento dei livelli di indebitamento e la diversità dei creditori preoccupano le istituzioni per l'aumento del rischio di sofferenze.

### **LA MALEDIZIONE DEL PETROLIO**

Kampala prevede che nei 25 anni successivi all'inizio della produzione, i nuovi progetti petroliferi e del gas daranno una spinta di 40 miliardi di dollari all'economia del Paese. Un simile impulso ha il potenziale per fare uscire milioni di persone dalla povertà e di trasformare le sorti di una nazione, ma, come si è visto altrove, non è sempre così. Per contrastare questo rischio, la cosiddetta "maledizione del petrolio", la Petroleum Authority of Uganda studia attentamente le esperienze di paesi come la Norvegia e gli Emirati Arabi Uniti, dove i proventi del greggio e del gas sono stati utilizzati per aumentare la crescita economica a lungo termine investendo nella diversificazione. Lo scorso aprile, Pamela K. Mbabazi, presidente

esecutivo dell'Autorità di Pianificazione Nazionale dell'Uganda, ha presentato la sua visione per il futuro. Secondo Mbabazi, la sfida più grande è indirizzare i profitti del petrolio e del gas verso la costruzione di un'economia forte e diversificata che porti benefici a tutti gli ugandesi nel lungo periodo, finanziando investimenti di capitale, sviluppando il capitale umano, creando posti di lavoro nel settore privato e costruendo e mantenendo lo sviluppo delle infrastrutture. Mbabazi ha sottolineato che i ministeri e le agenzie governative devono fare uno sforzo concertato per collaborare allo sviluppo di un approccio olistico al raggiungimento di questi obiettivi e ha ribadito il concetto di studiare da vicino gli esempi di successo di come altre nazioni hanno gestito la collaborazione tra le agenzie governative. Tuttavia, in un paese che il Barometro globale della corruzione di Transparency International colloca al 141° posto tra i 180 paesi analizzati, la piena e completa collaborazione sarà una sfida.

### **CONCLUSIONI**

Ma, benché essere economicamente resiliente sia un fattore positivo, non equivale a crescere. Per raggiungere il suo pieno potenziale, il Paese deve introdurre una serie di riforme e affrontare e risolvere il problema della corruzione.

Sia il Fondo Monetario Internazionale, sia la Banca Mondiale, hanno citato la necessità di una maggiore trasparenza e responsabilità. Per il momento resta da vedere quali iniziative il governo intenda attuare per affrontare questi due importanti problemi. Le riforme della governance sono urgenti e necessarie per gestire in modo efficiente la spesa pubblica, affrontare l'eccesso di uscite e, per contrastare il rischio di sofferenza del debito, è necessario implementare sistemi efficienti di gestione dello stesso. Infine, per evitare la "maledizione del petrolio", l'Uganda deve compiere uno sforzo concertato per imparare da paesi come la Norvegia e gli Emirati Arabi Uniti. Tuttavia, ciò richiede il pieno impegno di tutte le parti interessate, sia del settore pubblico, sia di quello privato.



# Hong Kong: la longa manus della Cina

a cura di Pinuccia Parini

Sono passati ormai cinque anni da quando un milione di persone ha inondato le strade di Hong Kong per protestare contro la legge draconiana sulla sicurezza. È stata la manifestazione più grande nella storia di Hong Kong: donne, uomini, bambini, giovani e anziani si sono riversati tra i palazzi dell'ex protettorato britannico. Fu una risposta pacifica contro Carrie Lam, a capo dell'esecutivo della regione, affinché ritirasse un disegno di legge sull'estradizione in Cina per coloro che fossero sospettati di essere dei criminali. Un simile evento avrebbe fatto desistere un leader eletto democraticamente dal proseguire nel suo intento, ma Lam era una burocrate voluta da Pechino. Da quel giorno sono iniziati ulteriori scontri e proteste per richiedere elezioni libere, ma la longa manus di Xi Jinping non ha mollato la presa: progressivamente il governo centrale ha ridimensionato le libertà politiche, economiche e sociali di Hong Kong, respingendo le richieste dei movimenti democratici per elezioni a suffragio universale.

## LA MANO PESANTE DI PECHINO

È così avvenuto che, nel 2020, è stata introdotta la legge sulla sicurezza nazionale, che prevede il carcere a vita per la sedizione e la repressione di ogni forma di dissenso politico, seguita da una riforma elettorale che ha ridotto in modo drastico la percentuale dei legislatori che possono essere eletti direttamente dai cittadini e ha aumentato, di fatto, il controllo da parte della Repubblica Popolare. Dei 90 seggi, quasi la metà è scelta dal comitato elettorale pro-Pechino e il resto da gruppi di interesse legati alla capitale cinese. A Carrie Lam, nel 2022, è succeduto John Lee Ka-chiu

quale governatore locale, unico candidato in lizza che ha ricevuto quasi il consenso totale dei 1.428 votanti (solo otto contrari e quattro astenuti) e che ha proseguito la linea politica del suo predecessore. Lee, ex-funzionario della polizia di locale, aveva ricoperto il ruolo di segretario per la sicurezza della Hong Kong Special Administration Region (Hksar) dal 2017 al 2021.

Nel 2023, alle elezioni amministrative, che servono a rinnovare i consigli comunali, ha votato solo il 27,5% degli elettori registrati: un forte calo rispetto al 71,2% del 2019, probabilmente frutto dei cambiamenti introdotti nel 2021 che, sostanzialmente, fanno in modo che solo i fedeli al regime cinese siano eletti. Negli ultimi quattro anni molti dei dissidenti, attivisti e politici critici nei confronti del Dragone sono stati arrestati o hanno lasciato il Paese. La situazione che si è venuta a creare non può non avere conseguenze sul futuro della Hksar, anche da un punto di vista economico.

## OUTLOOK STABILE

Lo scorso aprile l'agenzia di rating Fitch ha confermato Hong Kong a AA- con prospettive stabili, affermando che la revisione dell'outlook sul rating A+ della Cina a negativo non è sufficientemente rilevante per il profilo di credito della regione. I fondamentali del debito risultano in-

variati: «L'economia di Hong Kong dipende in larga misura da quella della Cina continentale, ma il rating AA- rimane sostegnato dalle ampie riserve fiscali, dalle solide finanze esterne e dagli elevati livelli di reddito pro capite del territorio». In base a fonti governative, si apprende che

**Negli ultimi quattro anni molti dei dissidenti, attivisti e politici critici nei confronti del Dragone sono stati arrestati o hanno lasciato il Paese. La situazione che si è venuta a creare non può non avere conseguenze sul futuro della Hksar, anche da un punto di vista economico**

la Hksar ha registrato una crescita moderata nel primo trimestre del 2024. Le esportazioni di servizi sono rimaste un importante motore di crescita, mentre l'export totale di beni è ulteriormente migliorato. I consumi privati e la spesa complessiva per gli investimenti hanno continuato a espandersi. Il Pil reale è cresciuto del 2,7% su base annua, dopo un aumento del 4,3% nei tre mesi precedenti. In un confronto trimestrale destagionalizzato, il Pil reale è aumentato del 2,3%. In prospettiva, l'economia di Hong Kong è accreditata di un'ulteriore

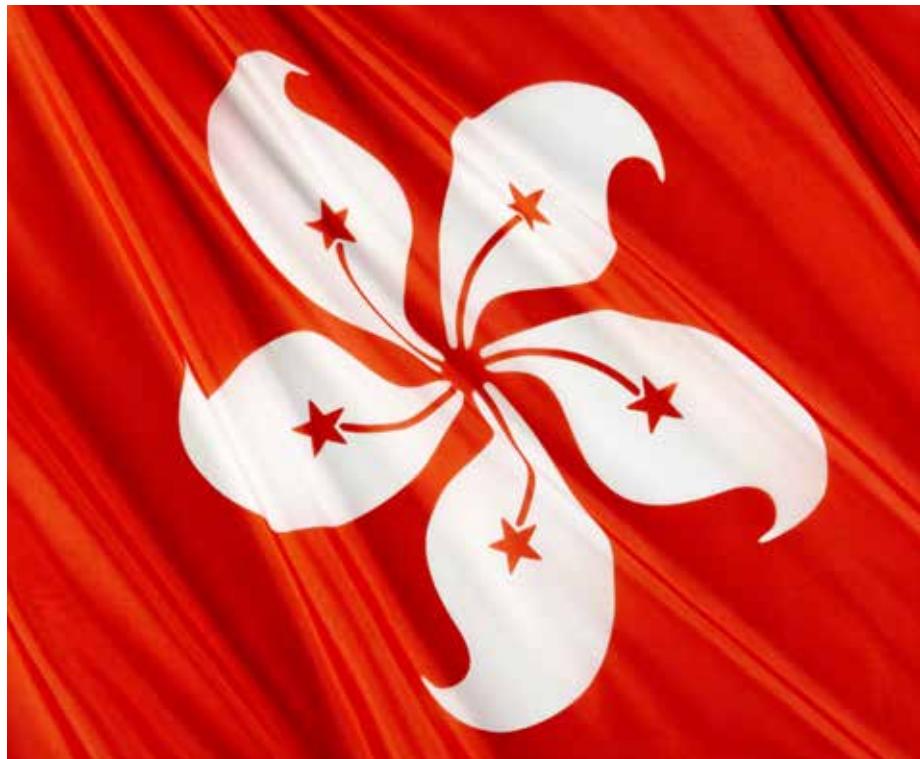
crescita nel resto dell'anno. Le esportazioni di servizi dovrebbero essere sostenute dal rilancio del turismo in entrata, dalla continua ripresa della capacità di movimentazione e dagli sforzi del governo per promuovere un'economia dei mega-eventi. Le esportazioni di beni dovrebbero migliorare ulteriormente se la domanda esterna reggerà; anche se le tensioni geopolitiche porteranno incertezze (...), la previsione di crescita del Pil reale per l'intero 2024 viene mantenuta al 2,5-3,5%. I tassi previsti di inflazione dei prezzi al consumo sottostante e nominale per il 2024 sono mantenuti rispettivamente all'1,7% e al 2,4%<sup>1</sup>. Ma la vera questione di fondo è capire come il ruolo di Hong Kong cambierà nel tempo.

## QUALE FUTURO PER LA HKSAR?

La traiettoria di trasformazione della Hksar mostra una sempre maggiore integrazione con la Repubblica Popolare. Ciò avrà sicuramente pesanti costi per la ex-colonia britannica. Il settore finanziario pesa per circa un quarto del Pil di Hong Kong, un ruolo decisamente importante all'interno di un'economia trainata dai servizi. L'innovazione all'interno di quest'ultima rimane un punto focale, vista la vivacità che ha sempre connotato la piazza; la retorica afferma che Hong Kong avrà sempre un ruolo di ponte tra la "terra ferma" e i mercati internazionali. Di fatto, una maggiore integrazione finanziaria è iniziata grazie anche allo schema "stock connect", che permette l'investimento reciproco transfrontaliero tra la regione amministrativa speciale e i mercati continentali, a riprova della stretta collaborazione tra le diverse autorità competenti da entrambi i lati. Inoltre, a metà del 2023, la borsa di Hong Kong ha introdotto azioni denominate in renminbi, probabilmente uno sforzo per favorire potenzialmente l'internazionalizzazione della divisa cinese.

## GLI INVESTITORI SE NE VANNO

Nel gennaio di quest'anno, l'Autorità monetaria di Hong Kong ha varato nuove misure per approfondire i legami finanziari con la Cina continentale. Tuttavia, vista l'incertezza generale che pesa sulla regione in termini di legislazione, diversi clienti hanno trasferito i loro patrimoni in altri hub dell'area geografica e alcune aziende si sono spostate altrove. Le imprese, gli investitori stranieri e locali hanno espresso il timore che l'articolo 23, ossia la legge per la sicurezza nazionale della regione approvata lo scorso marzo a integrazione di quella del 2020, possa limitare in modo signifi-



cattivo la libertà dei singoli cittadini e, di conseguenza, anche quella di fare impresa.

## PIÙ INTEGRAZIONE CON LA CINA

Per quanto riguarda l'attività economica, Hong Kong ha firmato 250 accordi bilaterali che riguardano il commercio, la fiscalità, la protezione e la promozione degli investimenti e ha fatto domanda per il Partenariato economico globale regionale (Rcep). Indubbiamente, il governo sta portando avanti una maggiore integrazione economica con la Cina continentale, come nel caso della "Greater Bay Area" (Gba), che collega Hong Kong, Macao e nove città del Guangdong. L'area totale è di circa 56 mila km quadrati, con una popolazione che supera 86 milioni di abitanti. Come si legge dal sito dedicato, «allo sviluppo della Gba è stato riconosciuto lo status di pianificazione strategica chiave nel piano di espansione del Paese, avendo grande importanza nell'attuazione della crescita guidata dall'innovazione e nell'impegno per la riforma e l'apertura». L'approccio adottato sembra riflettere lo slogan "un paese, due sistemi".

Come rilevato in uno studio del Center for Strategic and International Studies, "The Erosion of Hong Kong's Autonomy since 2020: Implications for the United States", «Pechino è stata esplicita nel volere sfruttare la reputazione e il posizionamento internazionale di Hong Kong per promuovere le priorità nazionali, come il potenziamento industriale e

tecnologico. Il Gba intende infatti incubare imprese tecnologiche e istituti di ricerca in aree critiche per la visione high-tech di Xi, come i semiconduttori, l'intelligenza artificiale, l'aerospazio e la tecnologia biomedica». Da ciò che emerge dall'analisi fatta dal think tank è chiaro che sarà Pechino a coordinare il funzionamento dell'iniziativa.

## 27 ANNI FA

Il primo luglio del 1997 ci fu l'handover di Hong Kong alla Cina, con l'impegno di quest'ultima a non cambiare il sistema sociale ed economico, compreso lo stile di vita della ex-colonia britannica per almeno 50 anni, ossia nel 2047, l'anno entro cui è prevista la fine della regione amministrativa a statuto speciale. La situazione attuale, però, mostra già una netta e non sorprendente evoluzione: il peso di Pechino, soprattutto con la leadership in carica, sarà sempre maggiore. Nel frattempo, lo scorso 30 maggio, dei 47 più importanti attivisti politici arrestati circa tre anni fa, 14 sono stati condannati da un tribunale di Hong Kong e ritenuti colpevoli di cospirazione a scopo di sovversione. Due sono stati assolti, ma ci sarà un ricorso in appello da parte dell'accusa. Gli altri 31 imputati si sono dichiarati colpevoli e saranno giudicati in un secondo momento. Non è un segnale incoraggiante per chi vive a Hong Kong, ma neppure per chi vuole svolgervi un'attività.

1. (<https://www.hkeconomy.gov.hk/en/situation/development/index.htm>)

**SARANG KULKARNI**

LEAD PORTFOLIO MANAGER, GLOBAL CREDIT BOND FUND  
VANGUARD

# Conta ancora la qualità

a cura di Pinuccia Parini

**Il credito sembra godere di buona salute, visto il contesto macroeconomico generale e i mercati, ma non è ancora chiaro quanto continuerà la forza dell'economia americana e su quali livelli si stabilizzerà l'inflazione. Che cosa ne pensa?**

«Il nostro stile d'investimento non si focalizza sul timing di mercato, ma piuttosto sull'individuazione di titoli sottovalutati che possano aiutarci a sovrapreformare in qualsiasi contesto. Ovviamente, le decisioni delle banche centrali, la crescita e l'andamento dell'inflazione sono fattori che contribuiscono allo scenario nel quale si operano le scelte, ma la nostra attenzione si concentra sui singoli emittenti e su come si articola la loro attività. E credo che, da questo punto di vista, le condizioni del mercato siano piuttosto buone. Anche se i costi sono aumentati da tutti i punti di vista, i margini delle aziende sono ancora forti,

trainati dall'innovazione, dalla produttività e dall'avere tratto vantaggio dai bassi tassi degli anni passati che hanno permesso di contenere gli oneri finanziari. Se anche i policy rate dovessero rimanere elevati per un periodo più lungo non ci dovrebbero essere grandi problemi, poiché ci vorrà tempo prima che i rendimenti più alti si ripercuotano sui costi complessivi di finanziamento: negli Usa, le famiglie hanno stipulato mutui a tasso fisso a 30 anni e le aziende hanno una scadenza media delle emissioni di credito di circa 10 anni. E un analogo commento può essere fatto anche per l'Europa. Direi, quindi, che, per quanto riguarda il credito, al momento non ci sono particolari preoccupazioni, bensì opportunità da cogliere».

**Da quale punto di vista?**

«Alcuni settori, come quello delle compagnie aeree, si stanno ancora riprendendo dagli im-



patti della pandemia. Alcune aviolinee, passate da un rating Ig a uno Hy nel momento di massima crisi, stanno riguadagnando ora il precedente status. Il nostro lavoro è ricercare all'interno del mercato simili opportunità, nel momento in cui si presentassero, e individuare chi ha la possibilità di migliorare il proprio merito creditizio e chi ha valutazioni attraenti che non prezzano in modo adeguato i fondamentali».

### **Ma non ritiene che gli spread sul mercato del credito si siano già ristretti molto?**

«Difficile dirlo, anche perché si è passati attraverso un periodo, dalla crisi finanziaria globale in poi, che non può essere definito "normale". I trascorsi 15 anni, salvo gli ultimi, sono stati caratterizzati da livelli minimi di inflazione e tassi bassi. Comunque, nel periodo 2004-2007, mentre i tassi base erano rimasti elevati, gli spread erano più stretti rispetto al livello attuale (20-30 punti base) e a lungo sono rimasti tali, con un'economia stabile. Direi che se il quadro macroeconomico non cambiasse, anche tassi più alti più a lungo non dovrebbero portare sconvolgimenti e, quindi, gli spread potrebbero avere ancora margine per restringersi gradualmente. Inoltre, ed è un altro aspetto da tenere in considerazione, nel passato molti investitori non erano esposti al fixed income a causa dei rendimenti estremamente contenuti. Oggi la situazione è diversa, soprattutto per il credito, che diventa una vera e propria opportunità in termini di total return. Dovremmo assistere al passaggio dalla liquidità alle obbligazioni da parte degli investitori, soprattutto se le banche centrali tagliano i tassi. Ovviamente è nostro compito analizzare i diversi scenari all'interno dei quali c'è anche un rischio di coda. Se, ad esempio, l'inflazione si riaccerdesse e le banche centrali rialzassero il policy rate, sarebbe inevitabile un deterioramento del quadro complessivo dei mercati finanziari. In questo caso, però, la maggior parte delle classi di attivo verrebbe penalizzata, e, in termini di ritorno aggiustato per il rischio, sarebbe comunque meglio avere esposizione al reddito fisso. Tuttavia, in uno scenario di costo del denaro più elevato, con condizioni stabili e cedole interessanti, si afferma una sorta di scenario "cash plus return"».

### **Tassi più elevati non fanno aumentare i costi di finanziamento?**

«Certamente, il potere d'acquisto delle famiglie verrebbe impattato; infatti, in alcuni ambiti,

per i consumatori cominciano a vedersi gli effetti dei rialzi che si riflettono a loro volta su alcune società della grande distribuzione (vedi Target e Wall Mart). Ciò, però, sta avvenendo molto gradualmente, come già menzionato in precedenza. Comunque, vi sono segmenti del mercato Hy, tra i quali società del private equity di minori dimensioni, che hanno un'elevata dipendenza dai prestiti e dal mercato del credito privato: una situazione che potrebbe degenerare in maniera critica a causa della natura a tasso variabile del mercato e delle scadenze più brevi e del continuo bisogno di rifinanziare queste passività».

### **Preferite quindi le emissioni investment grade?**

«Sì, sicuramente. Perché considerare solo il carry, particolarmente più elevato per le emissioni di rating inferiore, è un trade che funziona se va tutto bene, ma se si prende in esame la convessità in presenza di un rischio di coda, quest'ultima ha un maggiore impatto negativo sui titoli Hy rispetto a quelli Ig. In un contesto di rallentamento economico, i ritorni dei titoli investment grade sono più sensibili ai tassi rispetto a quelli dei titoli high yield. Quindi, da un punto di vista total return, i rendimenti possono comunque essere interessanti, perché, se anche lo spread si allargasse, si sarebbe compensati da un calo generalizzato dei rendimenti. È d'uopo infatti ricordare che la duration media dell'Ig è superiore a quella dell'Hy. Inoltre, i flussi verso le obbligazioni provenienti da investitori posizionati in liquidità o in governativi sono stati uno dei fattori che hanno trascinato la performance quest'anno dell'asset class».

### **In quali settori o aree geografiche indirizzate i vostri investimenti nel credito?**

«Adottiamo un processo bottom-up dal quale, poi, come risultato finale, emerge un'allocazione geografica. In Europa, ad esempio, riteniamo interessante il settore immobiliare, perché, nonostante alcune società siano ancora a rischio di declassamento, pensiamo che i fondamentali, quali i tassi di sfitto o la possibilità di trasferire agli affittuari gli aumenti dei prezzi, siano robusti. A ciò vanno aggiunti due fattori: i rendimenti presenti nel real estate e i capitali che stanno arrivando in Europa da parte di player del private equity. Questi ultimi stanno offrendo maggiori opportunità alle aziende di vendere alcuni dei loro asset e utilizzare i proventi non solo per ridurre il debito, ma anche per riposizionare i loro portafogli puntando su edifici

più efficienti dal punto di vista delle emissioni di carbonio che si affittano a prezzi più elevati. Inutile dire che all'interno del comparto bisogna essere selettivi, perché ci sono società di settori interessanti come quello industriale e della logistica che hanno già raggiunto il fair value».

### **E negli Stati Uniti?**

«Ci piacciono le banche regionali. Anche in questo caso bisogna prestare attenzione ai tassi di interesse ed essere cauti perché i tassi elevati potrebbero creare problemi di liquidità e rendere alcuni istituti di credito più vulnerabili di altri. Tuttavia, non si può ignorare che vi siano alcuni player regionali davvero forti che hanno imparato dalla crisi precedente e hanno bilanci in grado di affrontare contesti anche meno favorevoli».

### **Avete esposizione ai mercati emergenti?**

«Abbiamo attualmente un'esposizione inferiore rispetto a quella passata, ma soprattutto per motivi legati alle valutazioni. Alcuni di questi paesi hanno una disciplina fiscale migliore di quella dei mercati sviluppati. Molti di loro hanno sviluppato un mercato obbligazionario domestico decisamente sano, un ottimo modo di compensare la dipendenza dai flussi provenienti dall'estero. Ci piacerebbe avere un'esposizione, ma pensiamo che nello spazio investment grade sia difficile perché oggi le emissioni appartenenti a questa classe di credito trattano alla pari o addirittura sopra, con valutazioni più elevate delle società americane. Per quanto riguarda, invece, i titoli Hy dei mercati emergenti, riteniamo che sia un asset molto idiosincratico e siamo estremamente cauti nella scelta delle emissioni, perché, quando le valutazioni sono già ben riflesse nei titoli, basta veramente poco per scatenare forti reazioni sulle piazze finanziarie. Siamo quindi al momento un po' più prudenti su questo segmento, ma positivi in un'ottica di più lungo periodo».

### **Pensa che vi sia ancora una forte domanda da parte degli investitori per i titoli Ig?**

«Gli investitori sono stati venditori netti di bond nel 2022 e, guardando al 2024, crediamo che la domanda di titoli di qualità sia superiore all'offerta presente sul mercato, soprattutto in Europa, dove la Bce ha iniziato a tagliare i tassi di interesse. È presumibile supporre che della liquidità esca dai governativi per posizionarsi sull'Ig».

**MARIO ROMANO**  
CEO  
SELLA SGR

# Geopolitica e gestione attiva: come cogliere le opportunità

a cura di Pinuccia Parini

## **Ci siamo lasciati alle spalle la prima metà del 2024. C'è qualcosa che l'ha colta di sorpresa?**

«Direi che ci ha stupito la tenuta del ciclo economico: non c'è stato rallentamento nel primo semestre e neppure recessione in alcuni paesi, come qualcuno aveva previsto o temeva che avvenisse. Tale contesto spiega le decisioni di politica monetaria delle banche centrali e la loro tempistica

che, devo dire, non ci ha sorpresi moltissimo, visto che eravamo più cauti rispetto al numero dei tagli dei tassi. Per quanto riguarda l'Eurozona, ci attendevamo un punto circa e penso che si vada in questa direzione, mentre per gli Usa devo ammettere che eravamo più ottimisti, perché si pensava che lì ci sarebbero stati i segnali più tangibili di un indebolimento economico. Così non è stato».



## **A suo parere, la resilienza degli Stati Uniti a che cosa è ascrivibile?**

«L'aumento della produttività ha inciso, ma anche il posizionamento rispetto al commercio estero. Il mercato del lavoro sta tenendo molto bene ed è anche aumentata la mano d'opera importata dall'estero: è il fenomeno del reshoring che sta producendo i propri effetti e ridisegna le filiere di produzione. Gli Usa, che per una serie di ragioni possono essere considerati una nazione potenzialmente autonoma da un punto di vista economico, stanno rafforzando ulteriormente questo aspetto e dirottando le loro importazioni, là dove non è possibile la produzione dei beni sul mercato domestico, a paesi "più vicini": meno Cina e più Messico. È una tendenza che, se Trump fosse eletto presidente, potrebbe aumentare. Indubbiamente, qualche segnale di rallentamento sta emergendo, soprattutto dal lato dei consumi privati, visto il venire meno delle politiche di incentivi fiscali elargiti durante la pandemia, e sta diminuendo la spesa delle famiglie. Anche il settore immobiliare, a onor del vero, sta mostrando una moderazione».

## **Sono segnali che la preoccupano?**

«Non particolarmente, perché, se fossero poco intensi e non portassero a una recessione, potrebbero essere una spinta per la Fed a essere più disponibile a una riduzione dei tassi d'interesse».

## **Qualche indicazione migliore delle attese sta però emergendo anche in Europa. Che cosa ne pensa?**

«Persino dal Vecchio Continente è arrivata qualche sorpresa, perché, guardando al contesto europeo e alla sua maggiore esposizione alla geopolitica, ci saremmo aspettati alcuni dati peggiori di quelli riportati. Invece, negli ultimi mesi, ci sono state revisioni al rialzo delle stime di crescita da parte di alcune istituzioni internazionali».

## **Prima accennava a possibili cambiamenti negli Usa se Biden non fosse riconfermato. Nell'Unione Europea si sono appena tenute le elezioni. Si attende qualche cambiamento?**

«L'esito elettorale, al di là della composizione del Parlamento, del Consiglio e della Commissione Europea, rivela la possibilità che la coesione dell'Unione possa

indebolirsi. Il progetto che ha portato alla realizzazione di quest'ultima si basava sulla creazione di un sistema di interdipendenza tra gli stati membri e sul progressivo trasferimento dell'autonomia decisionale agli organi comunitari. Ora intravedo il rischio che la realizzazione di ciò possa diventare più difficoltosa per l'emergere di particolarismi: i risultati delle elezioni mostrano che i partiti più populisti e meno europeisti hanno conseguito un forte consenso. L'Unione Europea non è una macchina perfetta e i suoi meccanismi legislativi e regolamentari hanno bisogno di essere snelliti e migliorati, ma ciò richiede un'unità d'intenti che potrebbe venire meno se, al suo interno, aumentassero le posizioni euroscettiche. In un mondo in cui si stanno ridisegnando gli equilibri, non essere un protagonista attivo è un problema e l'Unione non può diventare ancora di più un vaso di cocci tra Stati Uniti e Cina: lo scenario economico competitivo richiede risposte forti e ferme da assumere in tempi ristretti per essere il più possibile efficaci».

## **Ciò vale ancora di più in un contesto globale dove sta prendendo piede il multilateralismo....**

«L'Occidente non ha più la supremazia del passato e ci sono nuovi soggetti che sono emersi o stanno emergendo, con una forza economica che non può essere ignorata. Il commercio mondiale sta crescendo attraverso rotte che non sono più quelle tradizionali e la forza della regione dell'Indo-Pacifico ne è un esempio».

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

«La magnitudo del movimento dei titoli legati all'intelligenza artificiale è stata decisamente forte e superiore alle previsioni: il +20% del Nasdaq ne è la dimostrazione. Sono stati scritti fiumi di parole sul fatto che il rialzo sia da ascrivere a un numero molto ristretto di azioni, ma l'elemento che ci conforta è che il rialzo è corroborato dai risultati delle aziende. La differenza rispetto alla bolla dot-com è che allora si acquistavano i titoli in attesa degli utili futuri, oggi la redditività di queste società è tangibile e si riflette sulla loro solidità».

## **C'è il rischio di un'eccessiva concentrazione su questi titoli?**

«Certamente c'è, ma non so individuarne

i tempi e non so collocarla. Basta che un'azienda deluda nei suoi annunci e subito si genera volatilità, ma penso che ciò sia da annoverare nell'arco delle probabilità. Credo, però, che una gestione attiva aiuti a navigare anche situazioni più difficili, nonostante possa risultare sub-ottimale nei periodi di elevata concentrazione. Replicare gli indici, infatti, rischia di non offrire i risultati attesi nel momento in cui il mercato cambiasse direzione o diventasse più diversificato. Si è assistito a una forte crescita di soluzioni d'investimento passivo che hanno attirato molti flussi di denaro e ritengo che, complessivamente, non sia un segnale rincuorante: sono posizioni che hanno accentuato la concentrazione su un numero ristretto di titoli e che lascerebbero l'investitore sguarnito nel caso che la direzionalità o la caratteristica del corso dei titoli dovesse mutare. E poi ritengo che il lavoro di un gestore sia individuare le società che diventeranno le Nvidia di domani e che al momento non sono così attenzionate».

## **Qual è la sua strategia sul versante obbligazionario?**

«Preferiamo la componente a spread rispetto a quella governativa ed è quanto abbiamo proposto ai clienti che volevano avere un'esposizione al reddito fisso. Abbiamo iniziato a farlo due anni fa, con il lancio di una soluzione obbligazionaria dopo anni in cui ciò non accadeva. Pensiamo che questa scelta sia ancora valida, perché l'asset class del credito, oltre al carry, beneficia del contesto economico descritto che ha fatto scendere gli spread. A questo proposito abbiamo di recente lanciato un altro fondo corporate europeo: si focalizza sulle emissioni investment grade, preferendo le società che hanno una più bassa emissione di CO2».

## **Come vede, quindi, i mercati nei prossimi sei mesi?**

«È verosimile pensare che vi sarà qualche fase di debolezza, anche se si potrebbe assistere a una prosecuzione dell'attuale trend di mercato, seppure con diverse modalità. Nell'ambito azionario, l'Europa è l'area più sottovalutata, ma non per questo motivo è più interessante, guardando la storia pregressa. L'idea di fondo è di essere molto diversificati, anche in termini regionali e, di conseguenza, di considerare pure i singoli paesi emergenti. Da questo punto di vista, credo che la geopolitica avrà un peso nell'indirizzare le scelte d'investimento».

# Azioni alle stelle, ma non è una bolla

di Boris Secciani



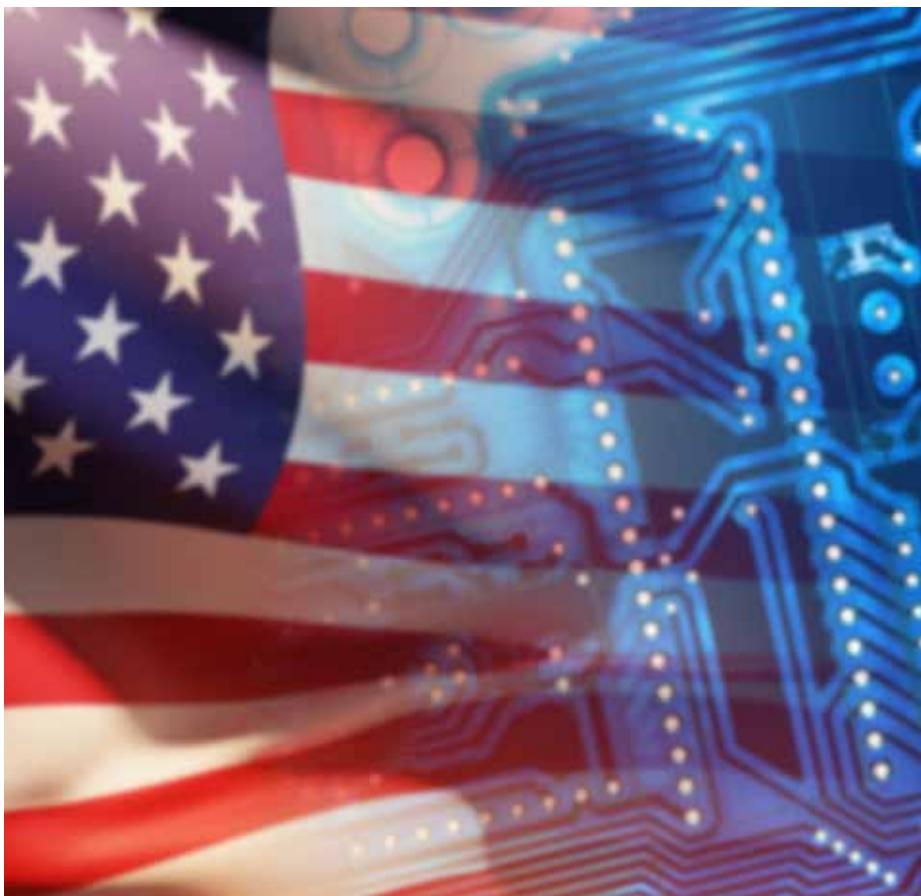
**I primi sei mesi dell'anno, soprattutto sul mercato azionario Usa, sono stati caratterizzati da una consistente performance al rialzo dei titoli tecnologici, in particolare quelli legati all'intelligenza artificiale. Infatti, dalle grandi capitalizzazioni dell'economia digitale nel suo complesso si è passati a uno stile prettamente tematico che attraversa una specifica filiera produttiva. Il consenso è così diffuso che è lecito interrogarsi se vi siano i rischi che si trasformi tutto in una mera speculazione, ma gli utili del settore It sono stati consistenti per la rapida diffusione dell'intelligenza artificiale (Ai) che ha visto una massiccia spesa in conto capitale da parte degli "hyperscaler" globali e per la sempre maggiore richiesta di semiconduttori. Inoltre, il boom dell'intelligenza artificiale sta coinvolgendo un insieme di fornitori (non solo americani), che stanno raccogliendo grande consenso per la loro capacità innovativa, tecnologica e di leadership. Di questo insieme di titoli, però, sarà indispensabile monitorare le valutazioni**

La prima metà del 2024 ha visto, sul mercato equity statunitense, apparentemente una continuazione del trend sull'hi tech più

accentuata rispetto a quanto è avvenuto l'anno scorso. Infatti, il primo semestre del 2024 è stato caratterizzato da una concentrazione di capitali sulla tecnologia ancora più imponente rispetto al già robustissimo bull market del 2023. Detto ciò, però, alcune differenze stanno emergendo. Un anno fa a dominare erano le performance dei "magnifici sette", mentre allo stato attuale essenzialmente l'andamento delle azioni americane viene trainato non più dalle mega-cap dell'It, bensì da uno specifico segmento di questo complesso: l'intelligenza artificiale. È un trend che si sta configurando come la classica fase di entusiasmo da parte degli investitori per una tecnologia potenzialmente rivoluzionaria, con il rischio, però, che assuma i contorni di una bolla speculativa, se non di un'autentica mania.

## MOLTI PUNTI INTERROGATIVI

Si tratta di un movimento tante volte visto in America: per certi versi sicuramente ciò costituisce una testimonianza della vitalità economica degli Usa e del sistema capitalista globale in genere, dall'altra parte, però ci si trova di fronte a non pochi punti interrogativi e a potenziali rischi. L'elemento fondamentale è che la concentrazione dei rendimenti ha subito un'ulteriore intensificazione, la cui portata è riassunta da **Rahul Bhushan**, managing director, global head of index di **Ark Invest Europe**: «Il bull market recente è stato indubbiamente limitato in termini di ampiezza.



Le sei maggiori aziende tecnologiche dell'S&P 500 hanno visto aumentare la loro capitalizzazione per un totale di 3,8 trilioni di dollari nel 2024. Il dato equivalente per le rimanenti 494 si è invece fermato a 1,8 trilioni. Sebbene l'indice abbia mostrato una crescita del 12% da inizio anno, solo il 30% dei suoi componenti ha messo a segno delle sovrapreformance. Si tratta di una percentuale molto bassa rispetto al valore mediano storico del 49%. Quest'ultima cifra potrebbe essere utilizzata come indicatore di un mercato sano e normale e ciò permette di comprendere quanto ristretto sia questo bull market».

Sullo stesso argomento, le parole di **Marco Pirondini**, chief investment officer di **Amundi Us**, permettono di evidenziare un profondo slittamento rispetto ai modelli di un decennio fa: «Nel 2024, i principali vincitori saranno le società di semiconduttori che vendono prodotti abilitanti per l'Ai. Dal punto di vista settoriale, i migliori risultati da inizio anno sono stati registrati dai servizi di comunicazione e dall'informatica. La performance del mercato è stata estremamente concentrata, con poche azioni a grande capitalizzazione che hanno guidato gran parte del rendimento dell'indice S&P 500. L'azione media misurata dall'indice S&P 500 Equal

Weighted ha registrato un ritardo del 10% rispetto all'indice S&P 500 ponderato per la capitalizzazione».

Dunque, negli ultimi sei mesi si è verificato un cambiamento nelle preferenze, sia degli istituzionali, sia dei privati: da un segmento di una specifica asset class, ossia le mega cap dell'economia digitale in genere, viste come l'insieme più promettente del growth, si è passati a uno stile prettamente tematico che attraversa una specifica filiera produttiva.

#### **GLI ELETTI DEL CAPEX GLOBALE**

In primo luogo, l'ossessione per l'Ai si è sostanzialmente tradotta in un interesse spasmodico per il trittico Alphabet, Amazon, Microsoft, in quanto dominatori assoluti dell'industria del cloud. Quest'ultima sta vivendo una seconda giovinezza a causa delle necessità di calcolo dei modelli generativi, la cui crescita nella base di utenti e di servizi offerti appare senza precedenti. A questo ventaglio di nomi si deve aggiungere ciò che potremmo definire come l'ecosistema Nvidia all'interno dell'industria dei microchip. Questa azienda di recente ha sfondato per la prima volta la soglia dei 3 trilioni di dollari di capitalizzazione, portandosi al primo posto globale in termini di valore borsistico. Si



**MARCO PIRONDINI**  
chief investment officer  
**Amundi Us**

*Nel 2024 i principali vincitori saranno le società di semiconduttori che vendono prodotti abilitanti per l'Ai. Dal punto di vista settoriale, i migliori risultati da inizio anno sono stati registrati dai servizi di comunicazione e dall'informatica*

tratta di un avvenimento rivoluzionario per Wall Street, assimilabile solo all'ascesa di Cisco alla fine degli anni '90, un paragone che è ben presente nella testa di molti gestori. La parabola dirompente nei corsi di queste due società rappresenta, infatti, un caso molto raro, in cui a dominare sono gruppi che operano nell'ambito dell'hardware b2b. Infrastrutture di calcolo e componenti come i semiconduttori sembrano, perciò, detenere, per il momento, la pole position nella corsa all'oro dell'Ai, sbalzando i protagonisti del software e del settore consumer. Sono infatti questi ultimi di solito a mostrare i multipli più elevati e a fregiarsi dell'etichetta growth nella sua accezione più pura.

Il gigante fondato da Jensen Huang, invece, ha



*La rapida diffusione dell'intelligenza artificiale ha comportato una massiccia spesa in conto capitale da parte degli "hyperscaler" globali, per un ammontare di 200 miliardi di dollari quest'anno. Tutto ciò ha favorito la crescita dei profitti delle aziende la cui tecnologia e i cui processi sono essenziali per l'ecosistema dell'intelligenza artificiale*



**DENNY FISH**  
portfolio manager  
Janus Henderson Investors

‘ ’

ribaltato in parte gli assunti più consolidati, trascinando con sé una galassia di società che da questa crescita secolare stanno traendo lauti profitti trainati da un'ondata di capex immensa (e inusuale in quest'era di bracci di corti aziendali). Quest'ultima viene quantificata nella sua impressionante portata da **Denny Fish**, portfolio manager di **Janus Henderson Investors**: «Gli utili del settore tecnologico sono stati consistenti per

ottime ragioni. La rapida diffusione dell'intelligenza artificiale ha comportato una massiccia spesa in conto capitale da parte degli "hyperscaler" globali, per un ammontare di 200 miliardi di dollari quest'anno. Tutto ciò ha favorito la crescita dei profitti delle aziende la cui tecnologia e i cui processi sono essenziali per l'ecosistema dell'intelligenza artificiale. Molti investitori ancora non comprendono l'importanza della catena di fornitura dei se-

miconduttori: è essenziale per molti prodotti che utilizziamo quotidianamente. L'intelligenza artificiale non fa che accrescere la sua importanza. L'economia globale dipende da una manciata di aziende all'avanguardia nel campo della progettazione elettronica e dell'automazione, delle attrezzature per semiconduttori e delle industrie di fonderia. Molte di queste aziende sono quasi monopoli o duopolii».

#### PROTAGONISTI NON SOLO USA

L'analisi di Fish è particolarmente pregnante, perché permette di comprendere come è avvenuto un trasloco da un paradigma incentrato sui consumi digitali, che ha trovato il suo zenith nel biennio della pandemia 2020-21, a uno che sta puntando tutto sulla costruzione di una nuova infrastruttura. È un fenomeno paragonabile all'avvento delle ferrovie nel diciannovesimo secolo o, appunto, al gigantesco upgrading, fra gli anni '90 e l'inizio dei 2000, delle reti di telecomunicazione che dovevano sostenere l'espansione di internet. Su questo punto è interessante l'approfondimento elaborato da **Kristofer Barrett**, gestore di **Carmignac Patrimoine** e **Carmignac Investissement**, che porta all'attenzione un'ulteriore rottura con il recente passato: «L'intelligenza artificiale e il computing restano i grandi motori della crescita. I massicci impieghi di capitali delle aziende del cloud e di altre imprese stanno determinando un boom di investimenti nell'hardware Ai. Il principale vinci-



# Cisco 2.0? Forse no

Nella situazione attuale, nella quale molti ricordano la bolla delle dot-com, vale la pena approfondire ulteriormente il discorso, concentrandosi proprio su un'analisi comparata dei numeri di Nvidia con quelli di Cisco una generazione fa. Questo esercizio, che tanto ha colpito la fantasia dei mercati, porta tutto sommato a risultati rassicuranti. Infatti, allo stato attuale stiamo assistendo, per alcuni gruppi, tra i quali la creatura di Huang, alla pubblicazione di una serie di trimestrali strepitose in termini di flussi di cassa, utili e marginalità.

## «UN CONFRONTO IMPROPRI»

Rahul Bhushan, di Ark Invest Europe, si concentra proprio su questi aspetti: «Alcuni fanno il paragone fra Nvidia oggi e Cisco nel 1999, all'apice della bolla delle dot-com. A nostro avviso si tratta di un confronto improprio, poiché indicatori chiave come i P/E e i margini netti di profitto mostrano molte differenze. Nel primo caso le valutazioni si giustificano grazie a una possente performance finanziaria».

## UNA POSIZIONE TOTALMENTE DOMINANTE

Interessante al riguardo è anche il discorso di **Christopher Jeffery**, head of macroeconomics, asset allocation di **Lgim**, che scende nel dettaglio del confronto fra il titano di ieri e quello di oggi: «Siamo tuttora lontani dalle valutazioni registrate al picco delle bolle del passato. Nvidia scambia a 45X i profitti futuri e si tratta naturalmente di un valore elevato rispetto al 21x dell'S&P 500 nella sua interezza. Se guardiamo, però, ai cosiddetti leader delle precedenti bolle, come ad esempio Cisco, scopriamo che quest'ultima ai massimi mostrava un P/E forward di 110X. Vi sarà una rotazione? Al momento la posizione dell'azienda guidata da Jensen Huang è talmente dominante che non è chiaro chi potrebbe essere il catalizzatore di una rotazione, a parte i risultati deludenti nella prossima trimestrale di agosto».

tore è Nvidia, ma anche alcune società nel settore del networking It, come Broadcom e Arista, e altri comparti tech. Grandi vincitori sono anche i fornitori di Nvidia, come Tsmc o Asml, e altre aziende di apparecchiature semi-cap. Ulteriori protagonisti sono i produttori di dispositivi di memoria, come Sk Hynix e Micron, dato che la domanda di memoria ad alta larghezza di banda sta aumentando in modo vertiginoso nell'impiego dell'Ai. Per contro, i principali vinti sono le imprese di software non essenziali, la cui domanda è influenzata dalle incertezze macroeconomiche».

## LA LIQUIDITÀ SI È SPOSTATA

Dalle parole appena riportate si può notare che il boom apparentemente senza fine dell'intelligenza artificiale si sta irradiando da alcune mega-cap storiche statunitensi e da Nvidia a un insieme di fornitori che include anche soggetti quotati in Europa e persino in mercati, come quello coreano, generalmente associati a caratteristiche cicliche e a quotazioni a sconto. In pratica, la liquidità sembra essersi spostata da una precisa area geografica (ovviamente gli Usa) a uno specifico tema, riassumibile in buona parte nell'alveo dei semiconduttori. All'interno di esso, sicuramente gli Stati Uniti vantano diversi protagonisti di primissimo livello, ma a questa cuccagna partecipano anche aziende fino a pochi anni fa poco note a livello popolare al di fuori della prima





**TOBIAS ROMMEL**  
senior portfolio manager equity  
Dws



*Prevediamo una forte crescita degli utili, oltre il 20% per i titoli tecnologici nel 2024E e nel 2025E. Questo incremento è significativamente superiore a quello del mercato in generale, grazie ai venti di coda dell'Ai e alla ripresa dei profitti nelle aree più cicliche del settore*



economia del mondo. Si tratta di uno smottamento estremamente importante, perché è la spia, a livello globale, di una frattura sempre più profonda nelle valutazioni tra un variegato, ma ristretto gruppo di eletti, e il grosso dei protagonisti dell'economia mondiale. Questi ultimi, sostanzialmente, vanno di pari passo con numeri, in termini di crescita, complessivamente stagnanti o poco più. Nel primo caso, invece, si ha a che fare con realtà magnifiche dal punto di vista della capacità imprenditoriale e di gestire la propria leadership. Senza citare il



livello di competitività tecnologica. Come però nell'era pionieristica di internet nei tardi anni '90, vi è un innegabile problema di valutazioni che hanno raggiunto valori giustificabili solo con il rispetto (se non il superamento) delle più rosee prospettive di crescita.

Di conseguenza, vale la pena cercare di rispondere a una serie di interrogativi, per capire quale potrà essere la direzione futura di un boom industriale che sta forse ridefinendo il modo di vivere del genere umano. Il primo di essi, non sorprendentemente, riguarda proprio i corsi e le prospettive di utile nell'ambito dell'intelligenza artificiale e l'elemento fondamentale è quantificare l'andamento dei profitti nel 2024 e l'anno prossimo. E in questo biennio si dovrebbero registrare risultati decisamente incoraggianti, riassunti da **Tobias Rommel**, senior portfolio manager equity di **Dws**. «Prevediamo una forte crescita degli utili, oltre il 20% per i titoli tecnologici nel 2024E e nel 2025E. Questo incremento è significativamente superiore a quello del mercato in generale, grazie ai venti di coda dell'Ai e alla ripresa dei profitti nelle aree più cicliche del settore». La questione dei conti aziendali è in effetti semplicemente fondamentale e probabilmente uno dei maggiori fattori di differenziazione rispetto a 25 anni fa. Infatti, all'epoca molte stime si rivelarono irrealistiche, se non completamente cervellotiche. Attualmente,

invece, vi sono diversi elementi per sostenere che siamo di fronte a un grappolo di azioni care, ma non a livello di bolla.

#### **CRESCITA DEI PROFITTI GIÀ OGGI**

È di questa opinione **Marco Piersimoni**, co-head euro multi asset di **Pictet Asset Management**, che specifica che la situazione alla fin fine non è oggi così diversa sul Nasdaq rispetto a quanto sperimentato da circa 10 anni a questa parte. In pratica, siamo di fronte a un listino non certo a prezzo di saldo, ma comunque in linea con quanto è lecito attendersi da azioni squisitamente growth: «La crescita dei titoli tecnologici avviene a un ritmo inferiore rispetto all'avanzata dei profitti e, paradossalmente, queste azioni sono diventate meno care. Negli Stati Uniti, il rapporto tra prezzo e utili è vicino a 21, un valore che si colloca largamente al di sopra della media degli ultimi 10 anni. L'extra rendimento che si può ottenere investendo in azioni rispetto alle obbligazioni governative reali decennali è sui minimi degli ultimi due decenni. Ciò significa che le valutazioni azionarie sono elevate, ma comunque a livelli inferiori rispetto a quanto osservato nel 2000. La differenza è che le attuali quotazioni dei titoli tecnologici del Nasdaq sono supportate da una crescita dei profitti che procede di pari passo, in quanto entrambi hanno registrato un incremento di 11 volte negli ultimi 20 anni. Questo aspetto ha permesso

# Stock picking e diversificazione ancora essenziali

Indubbiamente si pone una questione fondamentale: l'eventualità di un passaggio di leadership a Wall Street, anche se ora si fa una certa fatica a immaginare un simile mutamento. Quanto detto non deve essere però una scusa per abbandonarsi all'acquisto indiscriminato di qualsiasi asset sul quale sia stata appiccicata l'etichetta di cloud, data centre o microchip: proprio perché veniamo da una corsa a perdifiato, conviene tornare a basarsi su solidi principi bottom-up improntati a una severa selettività.

## UN'APPROFONDITA DUE DILIGENCE

Su questa linea si muove **Paul Wick**, gestore del fondo **Ct (Lux) Global Technology** di **Columbia Threadneedle Investments**: «Sul fronte finanziario, l'entusiasmo per l'Ai sta portando alcune aziende a esagerare il loro potenziale, analogamente a quanto successo alla fine degli anni '90. In momenti di incertezza, come quello attuale, un'approfondita due diligence delle società rispetto al loro potenziale tecnologico, ai modelli di business, ai mercati finali e ai competitor è essenziale per tutelare gli investitori. Inoltre, è opportuno analizzare dettagliatamente le possibilità di crescita futura e di apprezzamento del capitale delle imprese, confrontandole con la loro valutazione corrente e tenendo anche conto della capacità di generare flussi di cassa liberi e del vantaggio competitivo di ciascuna».

## UN TERRITORIO INESPLORATO

Inoltre, va tenuto presente un ulteriore elemento: per i semiconduttori nel loro complesso siamo in un territorio de facto inesplorato per quanto riguarda il loro peso in termini di quota della capitalizzazione totale della tecnologia. Stiamo parlando di un comparto che tipicamente è sempre stato sottoposto a movimenti ciclici decisamente intensi. Periodicamente si è ipotizzato per i chip un nuovo paradigma di crescita costante e non sottoposto alla volatilità tipica che li caratterizza. L'ultima volta è stato durante gli anni della pandemia, ma si è visto come è finita nel 2022.

## UN PO' DI BUON SENSO

Alla luce di ciò, le parole di **Fares Benouari**, senior portfolio manager swiss and global equities di **Union Bancaire Privée**, mostrano un elevato grado di buonsenso: «Secondo il consensus di Bloomberg, il trend degli utili del settore tecnologico statunitense è destinato ad accelerare, sia nel 2024, sia nel 2025, rispettivamente al 18% e al 20%. A contribuire maggiormente nel 2025 dovrebbe essere il settore dei semiconduttori, con una crescita più che doppia rispetto a quella dei produttori di software. Tuttavia, si pensa che il divario di espansione si riduca nel corso dell'anno, con entrambi i segmenti che dovrebbero registrare un incremento tra il 15% e il 20% nell'anno successivo. Guardando oltre il 2025, lo sviluppo dell'intero settore dovrebbe continuare a beneficiare della sempre più elevata adozione di soluzioni cloud, di sicurezza informatica, di gestione dei dati e di analisi, il tutto accelerato dalle innovazioni dell'Ai generativa. Tuttavia, ci aspettiamo anche che il settore diventi più ciclico, dato che il segmento dei semiconduttori, che è il meno prevedibile, rappresenta oggi il 40% dell'It globale rispetto a meno del 25% di due anni fa».

al rapporto prezzo-utili di rimanere sostanzialmente stabile in questo arco temporale considerato».

In definitiva, siamo forse agli albori di uno dei più grandi trend di sempre destinato a creare nuovi equilibri, nuovi protagonisti e un mondo completamente diverso. Non sarebbe però la prima volta che simili promesse finiscono male per chi ci crede ciecamente. Per questo motivo viene evidenziata una serie di interrogativi cui bisogna rispondere. Oltre alla questione dei corsi e dei rischi di bolla, altri due appaiono di particolare urgenza: ossia tentare di capire come il rally dell'intelligenza artificiale potrebbe allargarsi all'esterno della cerchia dei dominatori attuali e se c'è comunque vita nella tecnologia al di fuori di questo tema. Il tutto per potere continuare sì a puntare su portafogli decisamente growth, ma quanto meno dotati dei requisiti minimi di diversificazione.



# Non solo data centre e Nvidia

**Siamo ancora nella fase iniziale di sviluppo dell'intelligenza artificiale (Ai) e, anche se l'evoluzione sarà complessa, è presumibile supporre che la concentrazione su un numero ristretto di titoli vada affievolendosi. La ragione di ciò va ricercata nell'ingente mole di investimenti fatti che alimenterà un'ampia serie di applicazioni all'interno di diversi comparti. È quindi possibile che, da una situazione di oligopolio, come l'attuale, l'interesse degli investitori si allarghi ad altri protagonisti che non sono attualmente annoverati nella ristretta cerchia di Nvidia. Nello specifico, oltre all'hardware e ai semiconduttori, l'innovazione in corso dovrebbe essere foriera di uno sviluppo dell'industria del software legato all'intelligenza artificiale, per poi allargarsi ad altri settori, come il marketing, l'agricoltura e l'assistenza sanitaria, per arrivare sino alle società di pubblica utilità**

Indubbiamente, il consensus attuale prevede la continuazione sui mercati del trend dell'intelligenza artificiale ancora a lungo. Detto ciò, bisogna capire in quali termini tale fenomeno si manifestera a livello di performance borsistiche. Per il momento, infatti, siamo ancora nella fase iniziale, nella quale a dominare è il

business della costruzione dell'infrastruttura. Da qui in poi diversi scenari potrebbero realizzarsi, anche se prevedere il futuro in un periodo di transizione storico come quello attuale è particolarmente complesso. Tuttavia, difficilmente si continuerà ad avere una concentrazione di extra-rendimenti in un numero così ristretto di titoli. Infatti, affinché tutti questi sforzi in termini di capex abbiano senso, occorre che questa tecnologia innervi una serie di applicazioni in grado di aumentare i profitti e/o diminuire le spese in un ambito estremamente ampio di comparti. Di conseguenza, la portata dell'impatto della disruption tecnologica in atto potrebbe fare saltare equilibri consolidati in quasi tutto il sistema economico globale. Per il momento, però, come ricorda **Tobias Rommel**, senior portfolio manager equity di **Dws**, stiamo ancora parlando di una storia che potremmo definire come un oligopolio industriale, per quanto in senso lato: «L'Ai è un tema centrale e lo rimarrà ancora per un po'. Come tecnologia di uso generale, cambierà radicalmente le nostre economie e le nostre società nei decenni a venire, analogamente a invenzioni storiche come la stampa o la macchina a vapore. Prevediamo, quindi, un prolungato sviluppo dell'infrastruttura dell'Ai nell'arco di diversi anni. Le aziende che forniscono componenti come i semiconduttori o le reti per queste "fabbriche di Ai" continueranno a trarne vantaggio. Inoltre, ne beneficerà l'intera catena di fornitura, comprese le aziende



che offrono attrezzature per la produzione di semiconduttori».

## UN BIZZARRO RIBALTIMENTO

I prossimi anni, però, se la storia è almeno parzialmente magistra vitae, dovrebbero evidenziare una diffusione dell'interesse degli investitori al di fuori dei tre grandi dominatori del cloud statunitense e di quello che è stato definito come l'ecosistema Nvidia. L'attuale boom dell'Ai ha portato a un prolungamento e a un'intensificazione del trend di sovraperformance delle mega-cap tecnologiche rispetto alle capitalizzazioni minori, oltre ad avere trasformato buona parte dell'industria del software statunitense quasi un'occasione value, con un bizzarro ribaltamento di equilibri ritenuti consolidati. Ma il ritorno a un minimo di rispetto per i principi di diversificazione impone di cercare opportunità di profitto oltre gli ambiti dell'ultimo anno e mezzo. Probabilmente, il primo passo in questa direzione avverrà, sempre rimanendo all'interno dell'attuale tema dominante, con il tentativo di posizionarsi su player a minore capitalizzazione che finora sono stati relativamente tralasciati. Su questa lunghezza d'onda si muove **Kristofer Barrett**, gestore di **Carmignac Patrimoine** e **Carmignac Investis-**

**gement:** «È probabile che la proliferazione dell'Ai si diffonda in modo simile alle tecnologie che l'hanno preceduta. Sebbene il ritmo di adozione dell'hi tech disruptive sia accelerato nel tempo, siamo consapevoli che ciò non avverrà dall'oggi al domani. Tuttavia, vediamo una naturale evoluzione del panorama tecnologico e dell'intelligenza artificiale da qui a qualche anno e sul tema dell'Ai siamo alla ricerca di vincitori non scontati. Ad esempio, le aziende di progettazione elettronica e di chip beneficeranno intrinsecamente di questa tendenza secolare generale. Allo stesso modo, le società produttrici di dispositivi di memoria e quelle che realizzano componenti di nicchia per i data center o moduli di alimentazione operano in settori che a nostro avviso parteciperanno a questo megatrend».

## INTEGRARE L'AI NEI SOFTWARE

In realtà, l'evoluzione naturale dell'innovazione tecnologica dovrebbe lasciare spazio all'ascesa di una fiorente industria del software dell'intelligenza artificiale. In questo comparto, **Rahul Bhushan**, managing director, global head of index di **Ark Invest Europe**, propone un interessante approccio all'investimento, che prescinde dai rischi che comporta puntare su piccoli e relativamente



**KRISTOFER BARRETT**  
**gestore**  
**Carmignac Patrimoine**  
**e Carmignac Investissement**

*Vediamo una naturale evoluzione del panorama tecnologico e dell'intelligenza artificiale da qui a qualche anno e sul tema dell'Ai siamo alla ricerca di vincitori non scontati*

oscuri player. Essenzialmente, dalla lista dei nomi di seguito proposti, si può evincere che oggi diverse possenti large cap di Wall Street, già leader nel loro ambito, sono in grado di operare con successo la transizione verso il nuovo mondo e raggiungere l'empireo dei titani. Tutto ciò grazie alla capacità di fare leva, per sviluppare soluzioni Ai all'avanguardia, sulla propria expertise nel settore del software e dei dati e sull'enorme disponibilità di essi: «Se finora Nvidia e OpenAi sono stati gli unici vincitori dell'intelligenza artificiale che si sono aggiunti al club delle grandi società tech, riteniamo che bisognerebbe prestare attenzione anche ad altre realtà nei prossimi anni. Fra esse ricordiamo Palantir: man mano che le aziende si baseranno sempre di più sull'Ai per le proprie decisioni strategiche, la necessità di sofisticati strumenti per l'analisi e l'in-



tegrazione dei dati diventerà cruciale. Palantir è posizionata in maniera ideale per fare fronte all'incremento di questa domanda. Con i volumi e la complessità dei dati in continua espansione, le piattaforme del gruppo, in particolare Gotham e Foundry, stanno diventando indispensabili per un numero crescente di organizzazioni. Un altro titolo sul quale puntiamo è Meta, dato che lo sviluppo in corso della sua piattaforma open source Llama promette di guidare un forte processo di innovazione nel-

la generazione di contenuti da parte dell'Ai; un forte ruolo è previsto anche nel lavoro di moderazione dei social e nel fornire servizi di assistenza alla clientela. Infine, un altro nome importante è UiPath: la crescente adozione da parte delle imprese del cosiddetto Rpa (Robotic process automation) sottolinea il ruolo fondamentale di questa società per ridurre i costi e aumentare l'efficienza operativa. L'integrazione dell'intelligenza artificiale nei prodotti di UiPath aumenta le capacità

delle aziende in diversi campi, tra i quali l'automazione e l'analisi dei dati. Ciò dà la possibilità ai clienti di semplificare flussi di lavoro complessi e aumentare la produttività».

## VINCITORI E VINTI

Certamente, data la dimensione in senso assoluto e il fatto di possedere i social media più iconici del pianeta, fa una certa impressione vedere un colosso del calibro di Meta elencato, se non come un'occasione dal profilo value, quanto meno fra i beneficiari di una possibile rotazione. Proprio le parole di Bhushan aiutano a comprendere che stiamo assistendo una rivoluzione b2b più che a livello di consumi. Di conseguenza, man mano che l'Ai maturerà ed entrerà in un numero sempre più ampio di processi aziendali, si creerà un'ulteriore spaccatura nella traiettoria di margini e cash flow e nelle performance delle azioni, a favore dei settori più e meno rapidi ad abbracciare il cambiamento. Inoltre, all'interno di ciascun comparto, nasceranno nuove star; mentre chi non si adeguerà andrà incontro a un declino disastroso. Di questo fenomeno è convinto **Denny Fish**, portfolio manager di **Janus Henderson Investors**: «Proprio come è accaduto negli ultimi 20 anni con la digitalizzazione dell'economia globale, prevediamo che nel prossimo decennio le aziende e le famiglie continueranno a rivolgersi alla tecnologia per ottenere efficienza e convenienza. Le opportunità, tuttavia, di solito non sono prive di rischi associati. Nel settore del software, ad esempio, l'avvento dell'intelligenza artificiale ha ampliato la gamma dei risultati. Alcune aziende potrebbero registrare un'accelerazione degli utili grazie all'integrazione dell'Ai, mentre altre potrebbero essere disintermediate».

## UNA TESI PROVOCATORIA

Vale dunque la pena approfondire il discorso sulla disruption in divenire sulle filiere produttive. Al riguardo **Christopher Jeffery**, head of macroeconomics, asset allocation di **Lgim**, riporta una tesi provocatoria e decisamente stimolante: «Chi davvero crede nell'intelligenza artificiale, ritiene che il suo potenziale possa aumentare in maniera esponenziale rispetto al livello attuale, che è paragonabile all'intelletto di uno studente delle superiori. In pochi anni, infatti, si potrebbe arrivare a superare anche gli esseri umani più intelligenti. Elon Musk, ad esempio, una persona che ha spesso individuato e contribuito a delineare vari trend, è fermamente convinto



*Chi davvero crede nell'intelligenza artificiale, ritiene che il suo potenziale possa aumentare in maniera esponenziale rispetto al livello attuale, che è paragonabile all'intelletto di uno studente delle superiori. In pochi anni, infatti, si potrebbe arrivare a superare anche gli esseri umani più intelligenti*



**CHRISTOPHER JEFFERY**  
head of macroeconomics,  
asset allocation

Lgim



che i robot umanoidi costituiranno la prossima grande novità. Di conseguenza, Tesla sta sviluppando un robot chiamato Optimus per fare «tutto ciò che il genere umano non vuole fare». A suo avviso, questo business in futuro supererà l'importanza dell'auto per il gruppo».

Al di là del marketing immaginifico di cui il controverso miliardario statunitense è maestro, Jeffery rimarca un concetto che forse allo stato attuale ancora non è stato del tutto inquadrato. Ossia che, se le promesse fossero mantenute, si ribalterebbero in maniera ancora più profonda le gerarchie consolidate in ambito di piramide del valore aggiunto e di ciò che costituisce l'asset class growth. Interessanti, da questo punto di vista, le scelte di **Paul Wick**, gestore del fondo **Ct (Lux) Global Technology** di **Columbia Threadneedle Investments**: «Nel medio e lungo termine, oltre alle applicazioni hardware, software e al settore dei semiconduttori, vediamo opportunità di trarre beneficio dall'Ai generativa anche in altri settori, come ad esempio il marketing, l'agricoltura e l'assistenza sanitaria».

## UN PARADIGMA PIÙ RADICALE

Le indicazioni di Wick, però, tutto sommato rientrano in una visione di progressione abbastanza naturale nella diffusione di nuove tecnologie. I tre compatti citati sono infatti già adesso decisamente technology-intensive. Si tratta, perciò, di un paradigma, per così dire, moderato che potrebbe cedere il passo a uno ben più radicale. Entro un decennio potremmo avere catene di fast food discount o società di fornitura di pulizie e altri servizi di base in grado di generare utili e Roe oggi impensabili. Non deve quindi sorprendere che, ad esempio, **Marco Piersimoni**, co-head euro multi asset di **Pictet Asset Management**, renda ulteriormente chiaro quanto esposto finora citando fra le proprie scelte le utility, aziende che generalmente non offrono grandi potenzialità di crescita e che di solito non vanno bene in un ambiente di tassi sostenuti: «A livello di singoli titoli, non si possono non menzionare società come Nvidia, Alphabet e Netflix. Nvidia ha riportato utili e prospettive ben superiori alle attese, inducendo gli analisti a rivedere al rialzo i ricavi per l'esercizio finanziario 2025, soprattutto dopo le affermazioni del ceo

Jensen, che ha ricordato che gli hyperscalar rappresentano solo il 45% dei ricavi dei data centre e rassicurando sul fatto che la domanda dovrebbe continuare a superare l'offerta. Alphabet si riconferma una realtà solida, forte del suo posizionamento nell'Ai generativa e dei miglioramenti dei margini sulla scia delle misure di tagli dei costi. Per quanto riguarda i settori, invece, i semiconduttori continuano a performare molto bene. Altri segmenti che potrebbero rivelarsi interessanti sono le utility, poiché stanno beneficiando del rafforzamento e dell'utilizzo dei data center legati all'intelligenza artificiale, le tecnologie abilitanti e i beni di consumo. Al contrario, società nell'ambito dei software applicativi

stanno riscontrando alcune difficoltà in più, principalmente legate a una domanda debole».

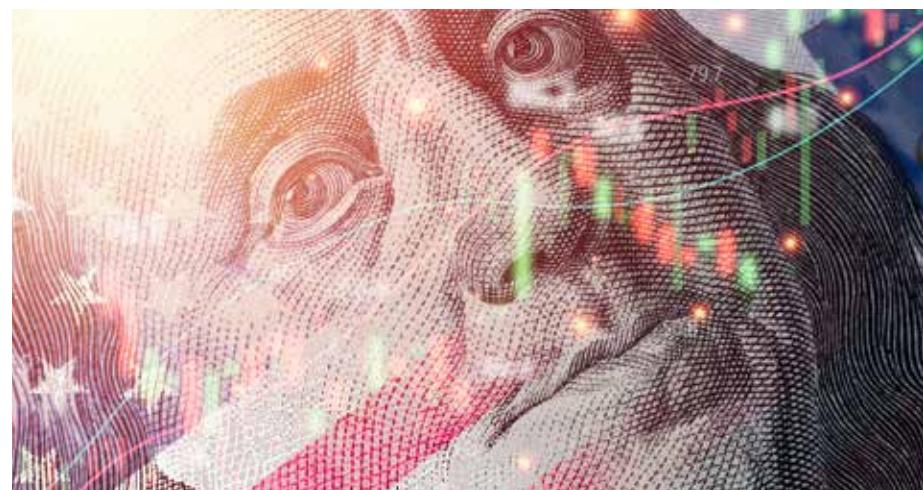
È un mondo potenzialmente nuovissimo, sul quale, però, non deve essere puntato tutto. Per questa ragione vale la pena considerare anche come posizionarsi all'interno di altre tecnologie oggi all'improvviso divenute meno sexy. Infatti, bisogna sempre tenere a mente che anche un breve ritardo nel passo di nuove disruption epocali può portare a conseguenze disastrose per i propri investimenti. L'economia globale rimane comunque un'entità più complessa, contraddittoria e meno mono-tematica rispetto a quanto suggerisce l'andamento di Wall Street negli ultimi 18 mesi.



**Nel medio e lungo termine,  
oltre alle applicazioni hardware,  
software e al settore  
dei semiconduttori, vediamo  
opportunità di trarre beneficio  
dall'Ai generativa anche in altri  
settori, come ad esempio  
il marketing, l'agricoltura  
e l'assistenza sanitaria**

„ „

**PAUL WICK**  
gestore del fondo  
**Ct (Lux) Global Technology**  
**Columbia Threadneedle**  
**Investments**



# Mai dare il software per morto

**L'interesse degli investitori nei confronti dei titoli tecnologici legati all'intelligenza artificiale si è concentrato in particolare sui semiconduttori e un numero limitato di titoli. Se, da un lato, i chip hanno mostrato margini decisamente superiori rispetto al segmento hardware, rimangono meno profittevoli in rapporto a quello del software. Ciò nonostante, emergono alcune discrepanze in termini di valutazione tra i vari comparti dell'It che potrebbero diventare un'opportunità d'investimento. Non privilegiare più solo i semiconduttori legati all'intelligenza artificiale (Ai) potrebbe così diventare un nuovo approccio nei confronti del settore tecnologico, soprattutto tenendo conto della ripresa del capex da parte delle aziende. Le nuove aree da considerare potrebbero essere quelle che traggono benefici dall'integrazione con l'Ai, come ad esempio la sicurezza informatica. In sintesi, è possibile ipotizzare che ci possa essere una rotazione nei confronti del segmento software, soprattutto alla luce della normalizzazione degli investimenti in questo ambito da parte delle società, dopo un biennio trainato dall'Ai**

I mercati finanziari sono strani e volubili e

spesso succede che le stelle di poco tempo prima lascino il passo a nuovi idoli. Il tutto con una dinamica che ricorda più i cicli di popolarità delle popstar e degli idoli della rete che un razionale processo di investimento. Queste parole possono sembrare sprezzanti, ma è difficile spiegare altrimenti uno scenario in cui regna una simile mania per i chip e pochi altri titoli. L'insieme dei semiconduttori, peraltro, sta sicuramente mostrando ottimi margini di redditività, imparagonabili al resto dell'insieme dell'hardware. Esso, però, rimane nel suo complesso meno profittevole rispetto al software. Nonostante l'Ai, non si è infatti ribaltato del tutto il paradigma secondo cui nell'It il valore aggiunto è inversamente proporzionale al peso dei prodotti. Una simile discrepanza nelle valutazioni rappresenta dunque una sorta di aberrazione storica che potrebbe costituire un punto di entrata più unico che raro sui titoli di alcune delle società di maggiore successo del pianeta.

In quest'ottica sembra muoversi **Marco Pironi**, chief investment officer di **Amundi Us**: «Prevediamo una rotazione dalle azioni delle megacap verso i titoli tecnologici con valutazioni più basse, dato che la spesa per la tecnologia si amplia per includere, sia l'Ai di frontiera (applicazioni per i clienti), sia l'infrastruttura tecnologica tradizionale (software, etc.). A nostro avviso, le migliori opportunità sono rappresentate dall'hardware e dal software tecnologico. L'esborso per i chip semiconduttori per l'Ai è andato a scapito di

tutti gli altri acquisti tecnologici. Prevediamo una ripresa degli investimenti per hardware e software quando la spesa per i chip Ai si ridurrà. Le azioni del software hanno uno sconto di quattro punti rispetto al rapporto prezzo/utili dei semiconduttori, il che rappresenta una potenziale opportunità per investitori pazienti di trarre vantaggio se e quando le azioni del software si riprenderanno».

### **FORTI MOVIMENTI DEI PREZZI**

Il problema, però, è riuscire a stimare quando questa ripresa arriverà, anche se un nuovo periodo favorevole potrebbe essere all'orizzonte. Ciò perché, appunto, il ciclo del capex sta diventando meno Ai-centrico. Dopo anni di budget modesti, infatti, gli investimenti aziendali stanno mostrando segni di vivacità al di fuori del mono-tema dominante. **Fares Benouari**, senior portfolio manager di swiss and global equities di **Union Bancaire Privée (Ubp)**, sottolinea che anche una crescita modesta dei profitti potrebbe dare il via a movimenti importanti nei prezzi di diversi protagonisti del software, a causa della scarsa liquidità oggi concentrata su questa porzione dell'equity: «Più che nelle dimensioni, le ragioni dietro gli squilibri nelle valutazioni del settore tecnologico sono da ricercare prin-

cipalmente nel segmento dei semiconduttori. L'indice Sox è attualmente scambiato al 50% sopra la sua media quinquennale, alla pari con il più redditizio e meno ciclico segmento dei produttori di software, che manifesta -20% di sconto rispetto all'andamento storico. Alla luce di quanto sopra, i titoli dei produttori di software sono ben posizionati per beneficiare di una rotazione all'interno del settore, man mano che si ridurrà il divario nella crescita degli Eps rispetto ai semiconduttori. Anche il posizionamento degli investitori appare eccessivo: Adobe e Oracle hanno registrato un'impennata dopo avere riportato risultati leggermente migliori delle attese e avere aumentato marginalmente la loro guidance, il che evidenzia le basse aspettative e l'esposizione limitata a questi titoli».

### **UN NUOVO PARADIGMA DI CAPEX**

Va detto che probabilmente le migliori prospettive si hanno in quelle aree che, anche se in senso stretto non appartengono al perimetro dell'Ai, dalla crescita e dall'integrazione con quest'ultima traggono tangibili benefici. Una nicchia che rimane particolarmente interessante ed esemplificativa di quanto illustrato è la sicurezza informatica. **Rahul Bhushan**, managing director, global head of index di



**FARES BENOUDARI**  
senior portfolio manager  
Swiss and Global Equities  
Union Bancaire Privée (Ubp)

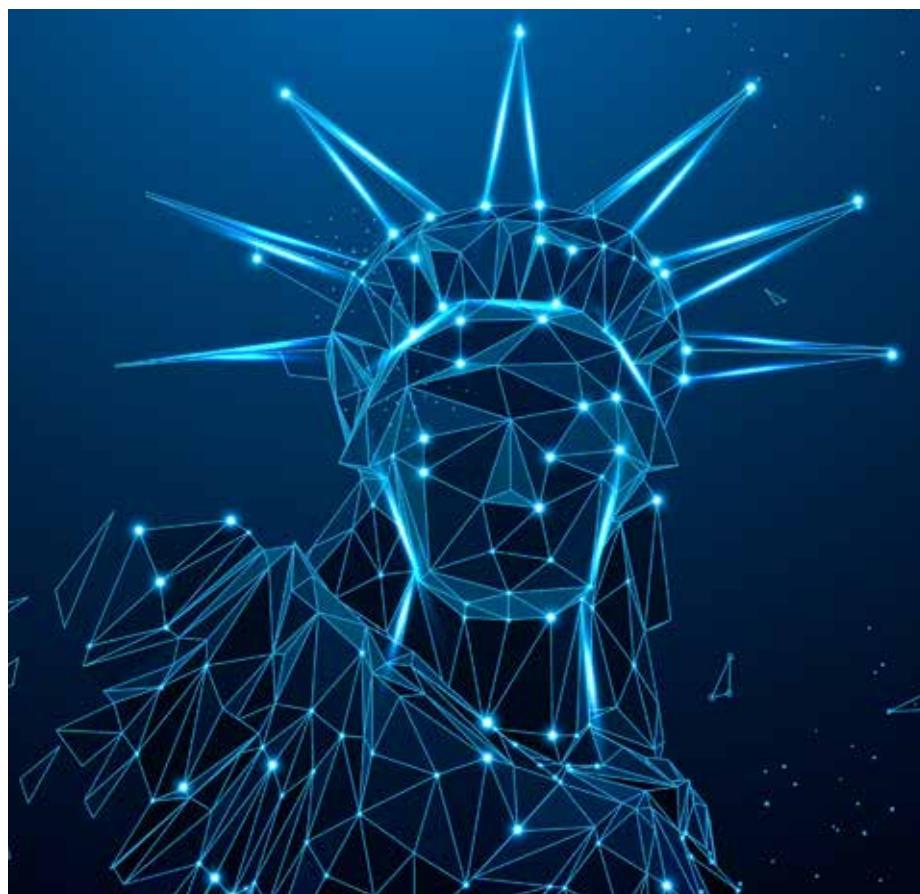


*L'indice Sox è attualmente scambiato al 50% sopra la sua media quinquennale, alla pari con il più redditizio e meno ciclico segmento dei produttori di software, che manifesta -20% di sconto rispetto all'andamento storico*



**Ark Invest Europe**, conferma: «Ci sono significative opportunità nel comparto della cybersecurity, un ambito nei confronti del quale rimaniamo rialzisti in quanto è emerso come un beneficiario chiave dell'ascesa dell'intelligenza artificiale. Quest'ultima, infatti, permette di creare soluzioni che non solo sono migliori, ma anche più rapide. I progressi in questo campo hanno migliorato i tempi di risposta dei dipendenti aziendali alle minacce informatiche, aumentando l'efficienza e accelerando l'espansione del business. Ciò si è accompagnato a un calo dei costi variabili e delle spese operative, che si traduce in free cash flow più elevati»

Al di là dell'integrazione fra i due ambiti,





**Johannes Jacobi**, senior product specialist di **Allianz Global Investors**, elabora una visione che contiene forse la chiave di lettura fondamentale per investire nei prossimi anni: «Oltre all'intelligenza artificiale, il tema della cybersicurezza si distingue come un altro mega-trend di lungo periodo in grado di ridefinire il panorama tecnologico nei prossimi anni. Per questa ragione esso rappresenta il core del portafoglio del fondo Allianz Cybersecurity. Man mano che la trasformazione digitale accelera, le minacce informatiche diventano sempre più sofisticate e pervasive. Di conseguenza, la doman-

da per soluzioni di protezione si sta intensificando in quasi tutti i settori. Le aziende sempre di più stanno dando la priorità a strategie di cybersecurity per proteggere i propri dati, assicurarsi il rispetto dei requisiti legislativi e mantenere elevato il grado di fiducia dei propri clienti. Questo persistente interesse per la sicurezza è alla base di un continuo processo di innovazione e di investimenti in tale area. Fra le tecnologie chiave ricordiamo la nuova generazione di firewall e i sistemi di rilevamento di intrusioni per arrivare a quelle soluzioni basate sull'Ai in grado di identificare le minacce e attivare

le risposte. Dal momento che si stima che il costo dei crimini informatici crescerà in maniera impressionante, proteggere i propri asset digitali costituisce una necessità essenziale. Di conseguenza, ciò rappresenta una significativa opportunità di crescita in quello che sarà uno dei pilastri dell'ecosistema della tecnologia del futuro».

#### **SOLDI IN QUANTITÀ**

Che cosa si può evincere dall'analisi di Jacobi? Innanzitutto che la rivoluzione in atto è incentrata sull'espansione in certe aree del capex aziendale, più che su una nuova ondata di spese da parte dei consumatori. Questi ultimi, dopo avere dato un notevole contributo alla ripresa post-Covid, appaiono oggi giunti un po' ai limiti e con davanti prospettive di tassi relativamente elevati a lungo. Non sorprende, dunque, che le previsioni di rotazione verso il segmento del software si basino sulla stima di una normalizzazione del ciclo degli investimenti in quest'ultimo settore, dopo un biennio di monopolizzazione da parte dell'intelligenza artificiale.

Un ulteriore quesito che viene naturale porsi è perché vi sia tutta questa urgenza da parte dei maggiori gruppi mondiali di riversare sugli investimenti soldi in quantità, data la scarsa generosità dimostrata ormai da oltre un decennio. Conviene, per rispondere, tornare alle parole di Jacobi, che sono in linea, peraltro, con quanto emerso finora sull'Ai. Non è che i principali protagonisti corporate siano stati oggi contagiati da un incredibile ammontare di ottimismo che li porta a distribuire denaro a destra a manca. Tutt'altro, anzi forse regna il timore di essere travolti da un processo di



*Oltre all'intelligenza artificiale, il tema della cybersicurezza si distingue come un altro mega-trend di lungo periodo in grado di ridefinire il panorama tecnologico nei prossimi anni. (...) Man mano che la trasformazione digitale accelera, le minacce informatiche diventano sempre più sofisticate e pervasive. Di conseguenza, la domanda per soluzioni di protezione si sta intensificando in quasi tutti i settori*



**JOHANNES JACOBI**  
senior product specialist  
**Allianz Global Investors**



# Un growth fatto solo di titani

«A nostro avviso, i maggiori vincitori del mercato azionario provengono dal segmento dell'intelligenza artificiale. Le società legate a questo trend stanno registrando una crescita esplosiva degli utili che di solito si riscontra solo nelle aziende più piccole, pioniere di una nuova tendenza. Questa volta, il tema dell'Ai è così potente che non è guidato da piccole società nuove, ma dalle aziende più grandi che possiedono un'enorme liquidità. Ciò ha permesso all'intelligenza artificiale di esplodere sulla scena rispetto ai progressi tecnologici del passato». Con queste parole si esprime **David Ross**, Cfa, international fund manager di **La Financière de l'Échiquier (Lfde)** per descrivere il probabile trend dominante nei prossimi anni: una continuazione, con una possibile intensificazione, delle sovrapreformance delle grandi aziende.

Si è però visto che, in taluni casi, è oggi possibile puntare su una rotazione a favore di alcuni produttori di componenti di nicchia necessari alla costruzione dell'infrastruttura dell'Ai, ma, a parte questo (limitato) fenomeno, tutti i grandi temi sui quali si sta concentrando il capex aziendale sembrano una questione riservata a grandi o enormi società, come ricorda ancora Ross: «A nostro avviso, questa situazione è destinata a continuare, premiando con valutazioni più elevate le mega-cap tecnologiche, che dovrebbero continuare a primeggiare grazie alle loro dimensioni e alla loro liquidità. Le aziende più piccole vengono lasciate indietro, senza la capacità di recuperare».

## SI CREA UNA SERIE DI OLIGOPOLI

In pratica solo i colossi hanno i soldi per sviluppare i servizi informatici del futuro, qualsiasi essi siano, e solo entità altrettanto grandi hanno i budget per potere diventare loro clienti. Il rischio, dunque, è che si stia assistendo alla creazione di una serie di oligopoli a ogni livello, il che spiegherebbe anche l'urgenza di espandere il capex per assicurarsi le tecnologie fondamentali di domani. Detto ciò, gli investitori devono giocare forza soprassedere di fronte alle small e mid cap tecnologiche e rassegnarsi a una limitata diversificazione dei propri portafogli? In verità non è detto, come commenta **Tobias Rommel**, senior portfolio manager equity di **Dws**: «Ci aspettiamo che le tech mega-cap statunitensi continuino a fare bene e a registrare una crescita degli utili superiore a quella del mercato generale. Tuttavia, siamo anche convinti che si verificherà un ampliamento delle revisioni positive degli utili verso le società tecnologiche più piccole».

## QUALCHE SPERANZA PER I PICCOLI

In pratica dovremmo essere entrati in una fase ciclica di recupero dei profitti da parte dei player minori, una tesi che viene delineata anche da **Johannes Jacobi**, di Allianz Global Investors: «Le mega-cap al momento sono caratterizzate da valutazioni piuttosto elevate rispetto al mercato nel suo complesso. Ciò riflette la loro posizione dominante e performance finanziarie robuste. Nonostante corsi così alti, le prospettive di crescita di questi giganti rimangono solide, grazie al loro tasso di innovazione e all'espansione delle fonti di fatturato oltre che agli investimenti effettuati in aree dall'enorme potenziale come l'intelligenza artificiale, il cloud e la cybersecurity. La capacità di riuscire a generare costantemente profitti solidi, insieme ai vantaggi competitivi di cui godono e alle grandi riserve di liquidità, permette loro di sostenere simili valutazioni. Dal momento che queste società continuano a mettere a frutto dimensioni e potenza tecnologica per cogliere le opportunità che stanno emergendo, i multipli elevati che le caratterizzano appaiono giustificati e probabilmente destinati a perdurare nel medio termine. Detto ciò, ci aspettiamo una rotazione e un allargamento che coinvolga le aziende tecnologiche di minori dimensioni, man mano che la situazione a livello di tassi di interesse migliorerà. L'abbassamento del costo del denaro dovrebbe favorire una maggiore fiducia a livello di budget informatici. Inoltre, gli oneri finanziari dovrebbero scendere, il che pure dovrebbe permettere di aumentare i capitali da investire in innovazione e infrastrutture tecnologiche. Un simile ambiente tende a favorire i player minori, che spesso sono leader in alcune nicchie che sono state trascurate a favore delle mega-cap».

In pratica, oggi è possibile scommettere sulle small e mid cap in un'ottica cyclical value, grazie a una contingenza favorevole, anziché come una parte integrante dell'insieme growth. A parte qualche area limitata, il grosso del processo di trasformazione in corso verrà probabilmente generato e diffuso dai titani della tecnologia.

innovazione tecnologica che rischia di colpire pesantemente ogni comparto e ridefinire completamente la graduatoria dei vincitori e dei vinti. Si investe in pratica in quelle aree, e solo in esse, che sono percepite come cruciali allo scopo di essere ancora vivi fra cinque o 10 anni. Chi fornisce beni e servizi di cui i management non possono fare a meno si trova oggi in forti condizioni di vantaggio competitivo. Tutto ciò ha come conseguenza il probabile permanere di un'elevata dispersione dei rendimenti e il rischio di rendere strutturale la sottoperformance delle piccole e medie capitalizzazioni. Davvero un nuovo mondo.



# Investire nell'eccellenza

**a cura di Pinuccia Parini**

Agli inizi degli anni '20, Stepan Serapian e suo fratello Aramays, fuggiti dall'Armenia sconvolti da ciò che storicamente è conosciuto come il genocidio armeno, arrivano in Italia. La prima tappa è Venezia dove, come racconta Ardash Serapian in un'intervista al Corriere<sup>1</sup>, sono ospitati dai padri mehitaristi. Ma i percorsi dei due fratelli si dividono: «Uno può studiare, l'altro deve lavorare: è così che, quindicenne, mio padre Stepan arriva a Milano». All'inizio Stepan fa l'aiutante pasticcere, ma le sue capacità artigianali emergono quando, ospitato da due donne che cucono tomaie, inizia a realizzare borsellini con gli avanzi del pellame. Nel 1928 nasce il marchio Serapian grazie all'imprenditorialità di Stepan, i cui prodotti artigianali di pregio cominciano ad affermarsi non solo nel capoluogo lombardo, ma anche nel resto dell'Italia. Dopo meno di vent'anni, nel 1945, viene aperto l'atelier nel centro di Milano in cui vengono effettuate confezioni su misura. Ma è tra gli anni '50 e '60 che le creazioni di Serapian catturano l'attenzione del jet-set internazionale e delle celebrità dell'epoca: il marchio vive un momento di vero e proprio splendore. A Stepan succede il figlio Ardash che continua la tradizione di famiglia sino ad arrivare ai giorni nostri in cui è **Giovanni Nodari Serapian** che guida il servizio Bespoke, cuore pulsante della

Maison. Nel 2017 Serapian viene acquistata dal gruppo Richemont e la storia del brand continua, con la sua prestigiosa sede nel cosiddetto "Quadrilatero del silenzio", compreso tra via Serbelloni, via Cappuccini, via Mozart e via Vivaio a Milano. Qui sorge Villa Zanotti, conosciuta come Villa Mozart: è un raffinato edificio in art déco disegnato dagli architetti Aldo Andreani e Pietro Portaluppi. In loco si trova la Maison Serapian, storica pelletteria di lusso, dove **Gabriella Berglund**, branch manager di Comgest Italia, e **Denis Callioni**, analista e gestore azionario europeo, hanno parlato lo scorso giugno della strategia di **Comgest Growth Europe**, all'interno della quale il settore dei consumi discrezionali ha un peso del 9,2%, di cui quasi il 90% è rappresentato dal segmento del lusso.

## UNA PERFORMANCE LUSSUOSA

La performance di questo comparto ha contribuito in modo significativo nei cinque anni passati al corso dell'indice europeo, anche se negli ultimi trimestri si colgono segnali di rallentamento delle vendite e i corsi dei titoli si sono ridimensionati. La domanda che molti si chiedono è se si stia assistendo a una normalizzazione dell'andamento dei titoli del lusso o se si tratti solo di una crisi temporanea. Denis Callioni: «Molti investitori europei osservano



**GABRIELLA BERGLUND**  
**branch manager**  
**Comgest Italia**

con gelosia il mercato statunitense e i suoi "magnifici sette". Ma le aziende del lusso hanno un'età media di 31 anni e il loro vantaggio competitivo senza rivali si basa sull'innovazione e sulla distribuzione. E se, invece, il tesoro dell'azionario europeo si trovasse proprio tra le sue società più antiche? Imprese che hanno superato la prova del tempo nell'arco di uno o due secoli, non solo di qualche decennio. I marchi di lusso Hermès, Louis Vuitton e Cartier appartengono a questo club di realtà caratterizzate da prodotti iconici e un enorme patrimonio di marchi. Gli investitori statunitensi guardano a queste large e mega cap europee tanto quanto gli investitori europei prendono in considerazione i grandi player della tecnologia, perché è impossibile trovare lo stesso fascino e lo stesso patrimonio dall'altra parte dell'Oceano Atlantico. Hermès, per esempio, è stata fondata nel 1837. Fa parte del gruppo delle 10 società più antiche dell'indice Msci Europe ed è la società più agée dell'universo d'investimento azionario europeo di Comgest, seguita a poca distanza da Cartier e Louis Vuitton».

### **LA SEDUZIONE DEL LUSSO**

Il fascino di questo settore è dettato non solo da caratteristiche finanziarie, come rimarca Gabriella Berglund: «I prodotti del lusso possono essere legati a esperienze specifiche o a personaggi iconici quali «Colazione da Tiffany» o Jane Birkin, oppure a collaborazioni artistiche come quella di Lvmh con Yayoi Kusama. Sono anche società a forte carica creativa o innovativa come è avvenuto per Moncler nelle ultime collezioni. Nel lusso includiamo anche la nostra posizione in Ferrari, che consideriamo non

abbia le caratteristiche cicliche del settore automobilistico, ma segua piuttosto gli andamenti dei brand forti del luxury. Infine, queste aziende possono rappresentare un grande esempio di sostenibilità: è il caso di Brunello Cucinelli, che ha un approccio con i suoi collaboratori più generoso della media del mercato. Sono quindi prodotti poco legati al ciclo economico, con forti margini, con una lunga storia destinata a perdurare nel tempo».

E da questo punto di vista, guardando alla storia del marchio Serapian, risulta difficile dare torto a Gabriella Berglund. Come ha ricordato Giovanni Nodari Serapian, «nel tempo, chi può fare meglio nel settore del lusso è chi ha una storia da raccontare e la sa portare avanti». È un lungo percorso che è anche ricco di contaminazioni con il mondo dell'arte e dell'architettura che si intrecciano con l'elevata artigianalità. Ma un marchio per crescere ha bisogno anche di un contesto che lo alimenti e Milano ha fornito un grande contributo in questo senso: Serapian, con il suo stile, esprime il savoir-faire dei milanesi.

### **LA CRESCITA NON SI ARRESTA**

Non è un caso che Denis Callioni rimarchi che l'heritage sia uno degli ingredienti di successo di un brand di lusso, insieme alla buona gestione e alla diversificazione dei prodotti, che rendono più resiliente il modello di business. In merito a queste considerazioni, Fondi&Sicav le ha chiesto alcune riflessioni sui driver di crescita e sulla possibilità che continuino a esercitare la loro forza di traino del settore; l'analista ha così argomentato: «Penso che il mercato del lusso stia attraversando un periodo di transizione, che potrebbe portare a tassi di crescita più contenuti dopo i forti anni di boom iniziati con la pandemia. Allora la domanda per questi beni era decisamente forte, anche perché non c'era fisicamente la possibilità di indirizzarla verso altri ambiti, come ad esempio i viaggi o simili esperienze. Ora il contesto è cambiato e le modalità per appagare i propri desideri si sono ampliate, con i consumatori aspirazionali, soprattutto negli Usa, che stanno indirizzando la loro spesa anche in altri comparti. Ciò nonostante, credo che i driver di fondo per il comparto rimangano intatti: la crescita della classe media, la propensione all'acquisto di prodotti di lusso da parte delle generazioni più giovani e



**DENIS CALLIONI**  
**analista e gestore azionario europeo**  
**Comgest Italia**

la domanda proveniente dalla Cina. Il settore presenta, più di quanto non avvenga per i beni di prima necessità, alcune caratteristiche di ciclicità che devono essere prese in considerazione e fare sì che le scelte dei titoli in cui investire siano il più possibile oculate».

La necessità, quindi, di individuare la singola azienda verso cui indirizzare la propria attenzione diventerà più che mai importante, anche se il livello di multipli cui trattano questi titoli non è esattamente a buon mercato. Su questo tema Callioni risponde: «In Comgest guardiamo alle valutazioni di lungo periodo che, nel caso del lusso, ci confortano: le società da noi analizzate presentano percentuali di crescita che si attestano intorno alla parte alta della singola cifra o alla parte bassa della doppia. Ma, come già menzionato in precedenza, non è detto che temporaneamente i risultati aziendali possano risultare più deboli. Se si considera Lvmh, ad esempio, tratta a un P/E nell'arco dei prossimi 12 mesi intorno a 30,3, che non è da considerare eccessivo perché gli utili sono sì leggermente al di sotto della media decennale, ma quest'ultima è stata gonfiata dagli ultimi anni di boom del settore. Inoltre, un altro fattore di sostegno alle valutazioni dovrebbe venire dai tassi d'interesse che sono previsti in calo. In sintesi, è una questione di fondamentali: se le società riportano utili come da noi attesi, non pensiamo che ci assisterà a un derating dei multipli. Ci attendiamo che il tasso di crescita rientri nella norma dopo i picchi dell'ultimo quinquennio, ma le azioni del lusso continueranno a offrire rendimenti totali positivi per gli azionisti».

1.([https://milano.corriere.it/milano/notizie/cronaca/09\\_maggio\\_12/marchi\\_tradizione\\_milanese\\_serapian\\_sabbadini\\_dabbene-1501346062152.shtml](https://milano.corriere.it/milano/notizie/cronaca/09_maggio_12/marchi_tradizione_milanese_serapian_sabbadini_dabbene-1501346062152.shtml))

# Alla ricerca della “nuova Apple”

a cura di **Pinuccia Parini**

In un mercato azionario che, nella prima metà dell'anno, ha mostrato ancora forza, Fondi&Sicav ha chiesto a **Juan Mendoza**, lead portfolio manager del fondo **World Brands** di **Lombard Odier Im**, un aggiornamento sulla strategia del prodotto che gestisce e alcune riflessioni sui mutamenti in atto nel mercato.

**Siamo entrati nella seconda metà del 2024. Nel vostro universo tematico sono emersi trend significativi?**

«Nell'universo dei brand digitali, e in particolare negli hyperscaler statunitensi (fornitori di servizi cloud), stiamo assistendo a un trend crescente di investimenti nell'infrastruttura Ai e di distribuzione di “co-pilot” ai loro clienti, cioè assistenti digitali basati su Ai che offrono un servizio personalizzato. Le valutazioni di questi hyperscaler appaiono molto interessanti rispetto a ciò che ci attendiamo dai ricavi aggiuntivi provenienti dall'intelligenza artificiale generativa e/o dal loro business cloud. Anche per una delle maggiori aziende di smartphone e computer, riteniamo che il recente annuncio, in cui è stata presentata l'integrazione Ai negli smartphone, segni un punto di svolta che può contribuire ad accelerare i ricavi. Con la fiducia dei consumatori recentemente indebolita, anche se con bilanci ancora in territorio positivo, crescita dei salari e inflazione a livelli moderati, nel corso dell'estate vedremo i consumi a livelli minimi. Stiamo assistendo a un comportamen-

to molto selettivo da parte dei consumatori anche nel settore dei servizi. All'interno del comparto dei beni di consumo ci sono vincitori e vinti, con aziende che guadagnano quote di mercato e altre che puntano sull'innovazione per competere in modo più efficace. Nei mercati emergenti (e anche nell'indice Hang Seng di Hong Kong), si scambia ai minimi in relazione alla media storica, con uno sconto significativo rispetto a quelli sviluppati. Molti brand locali cinesi nel settore digitale e dei beni di consumo discrezionali sono quotati a multipli bassi. Il rapporto rischio/rendimento sembra molto interessante e gli investitori potrebbero tornare a investire in questi paesi».

**Tra le aziende leader globali di alta qualità, ci sono nomi che hanno sorpreso, sia in positivo, sia in negativo?**

«Prestiamo attenzione, sia alla capacità delle società di generare un cash flow costante rispetto al capitale investito, sia alle valutazioni. La strategia World Brands ha indici molto elevati in termini finanziari rispetto all'Msci World. Il Cagr atteso di crescita dei ricavi a due anni per il fondo è del 13,5% (Msci World al 4,2%) e il Cagr di crescita dell'Eps a due anni è del 21,9% (Msci World al 10,8%). Il Roe è pari al 35,3% rispetto al 14,1% dell'Msci World. La linea che seguiamo è trovare la nuova Apple del futuro. Siamo stati investitori iniziali in Nvidia e oggi l'azienda ha una capitalizzazione di mercato di 3 mila miliardi



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

e gli investitori sono stati ricompensati negli ultimi 18 mesi. Il business dei veicoli elettrici è complicato e disrupted con molti brand a livello globale. Preferiamo allocare il nostro capitale in società come Ferrari, perché il brand dispone di un solido portafoglio ordini, di interessanti lanci di prodotto e la sua visibilità in termini di ricavi ed Ebit è la migliore della categoria nel mondo dell'auto. Inoltre, l'acquirente tipico delle auto del famoso marchio non è stato particolarmente colpito dall'inflazione degli ultimi mesi».

#### **E per quanto riguarda il digitale e le tendenze emergenti?**

«Non seguiamo i trend, ma vediamo una crescita esponenziale in alcune aree specifiche come l'Ai generativa e i farmaci contro l'obesità. In ogni caso, la nostra attenzione si concentra sulle singole aziende e sul loro vantaggio competitivo di lungo termine in grado di generare rendimenti in modo costante, producendo un free cash flow molto elevato. Grazie al loro vantaggio competitivo, possono aumentare regolarmente i prezzi dei beni e dei servizi. In qualità di investitori in Apple, siamo convinti che il management seguirà i trend giusti. Per questo motivo, ci aspettiamo grandi progressi nell'intelligenza artificiale generativa dei loro prodotti e servizi. Siamo appena tornati da un viaggio nella Silicon Valley, dove abbiamo incontrato il management di Apple insieme ad altri brand tecnologici. Tutti gli spunti tratti dall'incontro vengono incorporati nel nostro modello finanziario e, se necessario, il nostro price target e le esposizioni in portafoglio vengono corrette tatticamente attraverso una disciplina di budgeting di rischio complessivo del portafoglio».

#### **I mercati azionari hanno registrato risultati positivi nel primo semestre. Le valutazioni sono diventate troppo costose? Vede un rischio di concentrazione?**

«Le valutazioni sono storicamente elevate, ma i mercati in cui la crescita sta accelerando a livello globale sono quelli sostenuti dalla redditività. Infatti, nella maggior parte dei settori e aree geografiche, lo slancio dei prezzi è solido e sincronizzato proprio grazie alla crescita degli utili e alla liquidità. Lo scenario più probabile sembra favorire una crescita lenta (noiosa) del momentum macro-globale, mentre i mercati scontano un'inflazione moderata. Di solito, questo è un contesto piuttosto favorevole per la performance dei mercati azionari. Per quanto riguarda, invece, il mondo degli asset reali, le prospettive appaiono ancora complesse, come nel caso dell'immobiliare, dove è probabile che siano necessari ulteriori tagli dei tassi. Le presidenziali negli Stati Uniti potrebbero portare una maggiore volatilità, ma, in generale, in passato il mercato azionario Usa ha ottenuto buoni risultati negli anni elettorali».

#### **I titoli legati all'Ai continuano a suscitare grande interesse. Rimane per voi un tema in focus?**

«Dal viaggio nella Silicon Valley siamo tornati con una visione costruttivamente positiva. Abbiamo posizioni importanti nei brand leader dell'Ai (brand di hardware Ai e hyperscaler), oltre a possedere alcuni titoli dell'ecosistema Nvidia. La strategia è sovrapposta su tutti gli hyperscaler. I servizi di intelligenza artificiale nel cloud accelereranno con i "co-pilot" la crescita dei ricavi. Siamo diventati, però, più cauti verso il settore del software, in quanto crediamo che i brand impiegheranno molto più tempo a monetizzare e trovare come utilizzare i "co-pilot" con Ai. La valutazione di questi marchi è un po' più interessante rispetto alla fine del 2023, ma potrebbe essere ancora sotto pressione, perché i servizi It si stanno spostando verso la creazione di infrastrutture Ai e cloud».

#### **Alcune aziende del lusso hanno mostrato debolezza, soprattutto legata alla Cina. Quali sono le vostre attese sul settore?**

«La debolezza potrebbe continuare anche in estate. Ci saranno maggiori opportunità di acquistare brand di lusso di alta qualità a valutazioni contenute. Anche il confronto degli utili

del secondo semestre dovrebbe essere favorevole per alcuni dei marchi europei del lusso. Date le valutazioni più contenute e le basse aspettative, potremmo assistere a una stabilizzazione. In questo momento siamo al minimo dei nostri investimenti nel settore del lusso e deteniamo solo sei grandi posizioni attive».

#### **I titoli cinesi sono rimbalzati dai minimi. Vede qualche opportunità di acquisto sul mercato?**

«Abbiamo spostato parte della nostra esposizione da brand del lusso europeo in brand locali cinesi digitali, la cui valutazione era ai minimi storici dopo la forte correzione del mercato. Abbiamo posizioni in titoli le cui aspettative sono ancora ridotte, ma con utili che stanno superando le previsioni».

#### **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.

Gli eventuali riferimenti a società o titoli specifici non costituiscono una raccomandazione per l'acquisto, la vendita, la detenzione o l'investimento diretto in tali società o titoli. Non si deve in alcun modo ritenere che le raccomandazioni formulate per il futuro genereranno una remunerazione o egualeranno la performance dei titoli discusi nel presente documento. La normativa britannica per la tutela dei clienti al dettaglio nel Regno Unito e l'indenizzazione 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 garantire 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.

# Semplice come una chiave a brugola

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

«La finanza assomiglia a un'aggrovigliata matassa di numeri, formule, aspettative ed emozioni». Questa è una delle affermazioni che spesso sento pronunciare ai non addetti ai lavori. Basta andare oltre l'apparenza, però, per capire che economia e finanza altro non sono che osservazione del presente e formulazione di aspettative sul futuro. L'eterogeneità dei soggetti che partecipano al mercato porta la media di queste ipotesi, più o meno razionali, a caratterizzare l'andamento dei mercati, nei cicli macroeconomici.

## VALUTARE IL PERCORSO

La passione per la bicicletta mi spinge a piazzonare lo studio del ciclo economico e delle scelte di allocazione del portafoglio a un'escursione ciclo-turistica. Come ogni ciclista esordiente, un soggetto che si affaccia al mondo degli investimenti dovrebbe iniziare valutando il percorso da affrontare. A ogni itinerario, infatti, la sua bicicletta! Così come una bici da corsa non si addice a sentieri sconnessi e campestri, non si può pensare che azioni, obbligazioni e materie prime rappresentino, allo stesso modo, scelte ottimali per affrontare le diverse fasi del ciclo economico.

Ciò non basta. Oltre alla consapevolezza sul

percorso, serve anche conoscere un po' se stessi. Capire la propria propensione al rischio e la propria tenuta fisico-mentale è fondamentale, tanto nel prepararsi a un'uscita in bicicletta, quanto nel definire i propri obiettivi finanziari e il proprio orizzonte temporale.

## OCCORRE UN BUON KIT

Colori, forme e materiali per costruire e regolare al meglio il telaio del proprio portafoglio di certo non mancano, ma è un buon kit di riparazione a fare la differenza. L'ho imparato a mie spese durante una biclettata, ma l'ho percepito anche con la volatilità che caratterizza i mercati finanziari. Avere con sé una chiave a brugola può salvare da spiacevoli imprevisti. Quale ciclista non l'ha usata almeno una volta per regolare una sella storta o per avvitare un bullone allentato? La famosa vite è stata brevettata dallo statunitense William G. Allen nel 1910, ma è stato il nostro connazionale Egidio Brugola, verso la fine degli anni '20, a produrne una variante arrivata fino ai giorni nostri.

Pensando alla duttilità e alla versatilità che offre ai ciclisti la chiave a brugola, mi vengono in mente alcuni tipi di "riparazioni" che anche gli investitori più inesperti dovrebbero

fare in caso di avversità sui listini finanziari. Una su tutte riguarda il mondo delle obbligazioni. Qui si trovano generalmente due tipologie d'investitore. La prima è il tradizionale cassetta: acquista titoli di stato, li mantiene fino a scadenza e il suo obiettivo è recuperare il capitale investito, a fronte di un guadagno cedolare intercorso nel tempo. La seconda tipologia è il trader: sceglie di fare compravendita di titoli obbligazionari per guadagnare tramite l'effetto congiunto dell'apprezzamento in conto capitale e del reinvestimento delle cedole. Presto o tardi, entrambi questi investitori si troveranno ad affrontare salite e discese più o meno sconnesse. Proprio per questo motivo, è importante avere gli strumenti giusti per intervenire sul portafoglio e, usando la metafora della bicicletta, regolare l'andamento nei chilometri successivi. Generalmente, l'ipotesi di detenere obbligazioni fino a scadenza elude la casistica che prevede che le cedole ricevute possano essere reinvestite a tassi differenti da quelli inizialmente presupposti. Tuttavia, anche se i tassi rimanessero costanti, esisterebbe la possibilità che la performance totale dell'investimento, nel corso del tempo, differisca dal rendimento a scadenza inizialmente atteso.

Da un lato, l'investitore potrebbe vendere l'obbligazione prima della scadenza, generando così una plusvalenza o minusvalenza. Dall'altro, i tassi di riferimento potrebbero aumentare o diminuire durante la vita dell'obbligazione. Il prezzo di quest'ultima potrebbe subire gli effetti derivanti dalle nuove condizioni di reinvestimento delle cedole: tassi di interesse in calo (in aumento) portano con sé un effetto dilutivo (accrescitivo) sul reinvestimento delle cedole. Il guadagno o la perdita complessivi dipenderanno, dunque, tanto dall'investimento, quanto dall'orizzonte temporale prefissato.

### **COME UN CICLISTA IN PANNE...**

In simili scenari d'incertezza, modificare l'orizzonte temporale o la durata finanziaria media dell'investimento può essere d'aiuto. Proprio come nel caso di un ciclista in panne, una semplice brugola può sistemare l'andatura della pedalata e salvare l'escurzione pomeridiana. Come fare? Una regola aurea ci ricorda che per un periodo di in-

vestimento inferiore alla durata finanziaria media del portafoglio (o Macaulay duration), l'impatto del guadagno (perdita) in conto capitale sulle obbligazioni in portafoglio, in caso di ribasso (rialzo) dei tassi d'interesse, sarà più significativo dell'effetto ottenuto dal nuovo livello di reinvestimento delle cedole. Ne deriva, per esempio, che se i tassi di interesse calano (aumentano), esercitano sul portafoglio un effetto accrescitivo (dilutivo) dettato più dalla variazione del prezzo che dall'effetto derivante dal livello dei nuovi tassi di interesse.

Al contrario, per un orizzonte di investimento più lungo della Macaulay duration, l'effetto derivante dal reinvestimento delle cedole tende a dominare l'immediata plusvalenza o minusvalenza che si ottiene nel caso di ribasso (o rialzo) dei tassi d'interesse. Ciò significa che se i tassi di interesse calano (aumentano) il rendimento finale realizzato dall'investitore dovrà essere atteso inferiore (superiore) rispetto a prima del movimento dei tassi.

Avere gli strumenti adatti per modificare il

proprio orizzonte temporale e la duration di portafoglio, dunque, può spesso salvare gli investitori da spiacevoli inconvenienti, così come fa il saggio ciclista che ha sempre con sé una brugola per risolvere eventuali incidenti di percorso.

#### **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 alla data di maggio 2024, salvo ove diversamente specificato. Il presente documento è di natura commerciale e non intende costituire una raccomandazione d'investimento in un'asset class, un titolo o una strategia particolare. Non vigono pertanto gli obblighi normativi che prevedono l'imparzialità delle raccomandazioni di investimento/strategie d'investimento né i divieti di negoziazione prima della pubblicazione. Le informazioni fornite hanno finalità puramente illustrative e non devono essere considerate raccomandazioni di acquisto o vendita di titoli. Qualora fosse fatta menzione di specifici titoli, settori o strumenti finanziari, ciò non implica la loro presenza nel portafoglio dei fondi Invesco e non rappresenta un'indicazione acquisto o vendita. Le opinioni espresse da Invesco o da altri individui si basano sulle attuali condizioni di mercato e possono differire da quelle espresse da altri professionisti dell'investimento e sono soggette a modifiche senza preavviso. Il presente documento è pubblicato in Italia da Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg, regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg.



# Parola d'ordine: qualità

di **Kubilay Yalcin**

**Per gli investitori a lungo termine è importante concentrarsi sulla qualità. Le società in cui investiamo devono avere bilanci solidi, flussi di cassa futuri prevedibili e modelli di business resilienti.**

Chi investe sui mercati finanziari per anni o decenni con l'intento di costruire un patrimonio, può contare su un vantaggio decisivo: i rendimenti ottenuti generano continuamente nuovi rendimenti. Così, ad esempio, 10.000 euro che maturano interessi al 5% annuo, diventano 16.288 euro dopo 10 anni e 26.532 dopo 20 anni. Quindi, se nel primo decennio l'incremento complessivo è di poco superiore al 60%, nell'arco del periodo in oggetto l'aumento è di oltre il 160%. Sebbene questo calcolo matematico sia piuttosto semplice, l'effetto di questa crescita esponenziale è spesso sottovalutato.

In effetti, anche i lunghi periodi di performance brillanti dei maggiori indici azionari in Europa e negli Stati Uniti sono attribuibili a questa dinamica, chiamata in gergo “effetto dell'interesse composto”: le aziende reinvestono continuamente i profitti, per generare utili ancora più elevati. A differenza dei depositi bancari, però, l'anda-

mento annuale degli investimenti azionari è soggetto a fluttuazioni e, nel tempo, non si possono escludere anni di ribasso. Infatti, se nel breve termine i prezzi sui mercati azionari possono essere influenzati dal sentimento, a lungo termine sono guidati dagli utili aziendali.

Perciò, se è vero che chi vuole investire su un orizzonte di lungo periodo deve essere disposto ad accettare oscillazioni a breve termine, è altrettanto indiscutibile che, a nostro avviso, deve concentrarsi sulle azioni di società di qualità. E noi abbiamo un'idea ben chiara di queste aziende: si tratta di realtà con modelli di business promettenti e buone probabilità di generare utili interessanti in futuro. Di conseguenza, il valore di una partecipazione in queste società aumenta in linea con i loro profitti ed è quindi molto probabile che i prezzi delle azioni salgano nel tempo.

## **FILOSOFIA DI INVESTIMENTO A PROVA DI CRISI**

L'attenzione alla qualità è il fulcro della nostra strategia di investimento e trova la sua massima espressione nel nostro fondo azionario globale Flossbach von Storch, Global Quality.

Per individuare le aziende di qualità, ci con-



**KUBILAY YALCIN**  
**director equity**  
**Flossbach von Storch Ag**

centriamo su società di prim'ordine con bilanci solidi e modelli di business interessanti, difficili da replicare dalla concorrenza. Inoltre, queste realtà devono occupare posizioni di mercato consolidate in segmenti che a nostro avviso riservano del potenziale ed essere guidate da un team dirigenziale capace e integerrimo. Tuttavia, non tutte le aziende che soddisfano questi requisiti finiscono nella nostra "lista degli acquisti". Perché a contare non è solo la qualità: anche il valore deve essere equo. Per questo motivo calcoliamo il valore dell'impresa a partire dai cosiddetti "free cash flow" futuri, ovvero la quota di utili a disposizione degli azionisti, che poi confrontiamo con il valore di mercato. A quel punto, entrano a fare parte del portafoglio solo le società che ci sembra presentino un certo margine di rialzo delle valutazioni. Una volta effettuato l'investimento, cerchiamo di partecipare al successo di queste aziende il più a lungo possibile e quindi tendiamo a mantenere le nostre partecipazioni per parecchi anni.

Michael Illig ha assunto la responsabilità del portafoglio cinque anni fa e ha subito apportato dei cambiamenti. Già all'epoca, però, fra i primi 10 titoli in posizione comparivano la holding di Warren Buffett, Berkshire Hathaway, le società tecnologiche statunitensi Alphabet, Constellation Software e Microsoft e il produttore di beni di consumo Unilever. Anche oggi (al 31 maggio 2024), questi colossi rientrano fra le 10 posizioni più importanti.

Riteniamo che le nostre aziende di qualità siano molto più solide e adattabili della media e, soprattutto, nella maggior

parte dei casi, offrono costantemente rendimenti interessanti. A nostro avviso, infatti, a poco serve se una società riesce ad aumentare gli utili o i dividendi per qualche anno, ma poi crolla. La nostra proposta di valore per gli investitori che accettano le fluttuazioni del mercato a breve termine è di potere dormire sonni relativamente tranquilli, anche con investimenti in azioni. Infatti, sebbene non sia possibile evitare le oscillazioni, vogliamo comunque scongiurare perdite sostenute nei periodi di crisi e ottenere una performance interessante nelle fasi di congiuntura favorevole, anche se ciò significa accettare rendimenti leggermente inferiori a quelli del mercato.

## **IL PORTAFOGLIO DURANTE IL CORONAVIRUS**

La più grande crisi che ha colpito i mercati finanziari negli ultimi cinque anni è stata lo scoppio della pandemia di coronavirus. Al 23 marzo 2020, l'indice azionario globale Msci World aveva ceduto oltre il 30%. Anche noi abbiamo subito delle perdite. Tuttavia, sebbene fossimo completamente investiti e non avessimo coperture per il portafoglio, i ribassi sono stati contenuti grazie all'ottima qualità dei nostri investimenti. Nei primi giorni di crisi abbiamo parlato con i dirigenti delle società in portafoglio e insieme abbiamo esaminato nuovamente i bilanci. Prima che i governi e le banche centrali intervenissero, si prospettavano diversi trimestri bui, in cui le aziende rischiavano di perdere gran parte del fatturato. Abbiamo quindi valutato attentamente la struttura delle scadenze dei debiti e iniziato ad ampliare le posizioni nelle azioni che ci sembravano eccessivamente penalizzate dal mercato, ma emesse da società solide e di alta qualità, finanziate da titoli che avevano subito cali meno drastici, come è avvenuto nel settore sanitario. Poi i mercati hanno invertito la rotta e anche noi siamo riusciti a partecipare molto bene alla ripresa fino a novembre 2020, quando le notizie incoraggianti sui vaccini e la prospettiva di una normalizzazione della situazione hanno sostenuto le società altamente cicliche e talvolta fortemente indebite, che tuttavia sono poco presenti nei nostri portafogli.

Nel frattempo sono successe molte cose. Sulla scia di un'inflazione da record, le banche centrali hanno apportato massicci incrementi ai tassi d'interesse e la Russia ha invaso l'Ucraina. I rialzi dei tassi hanno inizialmente esercitato una forte pressione sui titoli tecnologici, soprattutto perché le precedenti aspettative di un'ondata di digitalizzazione si sono rivelate esagerate. All'inizio del 2023 molti erano scettici sul fatto che un'industria così abituata al successo sarebbe riuscita ad adeguare i propri costi. Dopo avere visitato alcune aziende, abbiamo effettuato una serie di investimenti in società del settore a valutazioni che consideravamo interessanti. Nel prosieguo del 2023, l'economia si è rivelata più robusta del previsto e alcune aziende hanno implementato misure di riduzione dei costi più coerenti di quanto si pensasse. Non è tutto: a partire da febbraio si è diffusa una nuova ondata di entusiasmo, dopo che Microsoft ha presentato varie integrazioni di intelligenza artificiale generativa per Chat Gpt. In termini di esercizio finanziario, quasi il 50% della performance dell'indice Msci World è ascrivibile alle sette maggiori società tecnologiche statunitensi.

In un contesto così euforico, è difficile tenere il passo con un portafoglio ampiamente diversificato. Ad esempio, la performance dei settori sanitario e dei beni di consumo è stata praticamente stagnante. Di questi segmenti, però, continuiamo ad apprezzare la buona prevedibilità degli utili. Ma quando l'economia sembra funzionare bene, non sempre le borse rendono onore alla solidità delle aziende.

In tempi di crisi un bilancio debole può rivelarsi presto fatale e poiché in un arco di tempo prolungato è anche molto probabile che si verifichino crisi e profondi sconvolgimenti, riteniamo che la scelta di buone società sia una sorta di "precauzione di qualità", che sosteniamo in tutto e per tutto. Naturalmente, non si tratta di una polizza assicurativa, ma questo approccio ci permette comunque di concentrarci sull'essenziale, sia nella buona, sia nella cattiva sorte e, a nostro avviso, sono proprio queste le prospettive di guadagno a lungo termine delle aziende che scegliamo.

# La sostenibilità è una filosofia d'investimento

a cura di **Pinuccia Parini**

La sostenibilità, a volte, sembra che sia stata un'onda che ha investito i mercati e si è poi ritratta. Le modalità con cui se ne discute sono meno pressanti rispetto al passato e non è più il tema che guida i mercati. Forse perché è considerata un argomento che, come tanti altri, ha attratto l'attenzione per poi lasciare il posto a qualcosa di nuovo. La convinzione di **Roseanna Ivory**, portfolio manager del fondo **abrdn European Sustainable Equity**, è che sia invece qualcosa di più profondo, un filo rosso intrinseco alle decisioni d'investimento.

## **Il mercato non è più innamorato della sostenibilità?**

«Ci sono strategie che, in determinati momenti, attirano molto interesse che però va a scemare per poi tornare. Per noi la sostenibilità è un trend di lungo periodo molto importante che riteniamo ricomparirà sotto la lente degli investitori, poiché questioni come il cambiamento climatico e la perdita di biodiversità sono cruciali, e perché assistiamo a una crescente regolamentazione in questo ambito, come, ad esempio, il Regolamento dell'Unione Europea sulla deforestazione. Stiamo assistendo a una chiara inclinazione dei consumatori verso prodotti e servizi sostenibili dei quali le aziende non possono

non tenere conto se non vogliono perdere il loro vantaggio competitivo. Esiste, inoltre, un significativo rischio reputazionale per le imprese che vengono meno agli impegni assunti in materia di sostenibilità e potenziali sanzioni finanziarie se non si adeguano alle crescenti normative. È per queste ragioni che l'attività di engagement verso le società in cui investiamo è fondamentale per incoraggiarle a definire obiettivi di sostenibilità e a indicare tappe misurabili per questo percorso. Il nostro ruolo di asset manager consiste nel sollecitare cambiamenti e interventi che riteniamo opportuni per le imprese in cui siamo coinvolti. La nostra attività, in questo senso, non è sempre facile, perché dipende dall'atteggiamento delle aziende e dalle loro dimensioni: i grandi gruppi hanno le risorse e le strutture adeguate a fornire le informazioni richieste, ma per le realtà di dimensioni più contenute può essere più complesso».

## **In questo caso, come vi comportate?**

«Bisogna essere pragmatici e realizzare in quale contesto si opera, anche perché le informazioni che le aziende devono divulgare non sono sempre facili da misurare o confrontare tra loro. Per fare chiarezza



**ROSEANNA IVORY**  
**fund manager del fondo**  
**abrdn European Sustainable Equity**

e comprendere lo stato delle cose abbiamo al nostro interno un team dedicato di esperti Esg che supporta il portfolio manager nell'analisi delle singole realtà e nella formulazione di domande appropriate al management delle società su aspetti legati alla sostenibilità».

### **Come si spiega allora la diminuzione dell'interesse nei confronti dell'Esg?**

«I mercati possono essere guidati, in determinate fasi, da fattori diversi. Nel 2020 si è assistito a un fenomeno che potremmo definire una "bolla" di diversi titoli legati alla sostenibilità, un numero limitato di aziende che sono diventate il focus di molti fondi, come se fossero parte di una strategia tematica. Quando le performance hanno deluso, si è vista una pressione a vendere gli stessi nomi. Ma investire in modo sostenibile non significa seguire un tema, bensì adottare una filosofia d'investimento seguendo un approccio bottom-up».

### **Ribadisce quindi l'importanza della sostenibilità?**

«È un trend che, se fosse ignorato o affrontato in maniera non professionale, pretendendo di fare ciò che nella realtà non avviene, potrebbe avere ricadute negative. Negli Usa, forse, il punto di vista è diverso, ma in Europa la maggiore parte degli investitori retail attribuisce grande importanza alla sostenibilità. Ci possono essere periodi in cui l'interesse nel mercato diminuisce, ma ci sono oramai dati tangibili che dimostrano che si possono ottenere rendimenti attrattivi investendo in business sostenibili».

### **Tuttavia, ma forse è solo una sensazione, sembra che gli ostacoli stiano aumentando: net zero sta diventando un target sempre più ambizioso e i costi per raggiungerlo un onere più difficile da sostenere. La sostenibilità rischia di finire in una fase di stallo?**

«Credo che se ne debba guardare l'evoluzione come un percorso a tappe e ciò vale soprattutto per le società, delle quali bisogna seguire gli obiettivi intermedi. Il punto di arrivo della neutralità carbonica per le economie avanzate è il 2050, un arco di tempo molto ampio e complicato da articolare all'interno di piani aziendali di lungo termine, date le molteplici incognite ancora presenti in questo ambito e l'avvicendarsi di manager diversi in un intervallo di tempo tanto prolungato. Da qui l'importanza di target intermedi, grazie ai quali misurare quanto è stato conseguito, e del ruolo dei governi, che dovrebbero fornire incentivi alle società impegnate nella ricerca e nello sviluppo di tecnologie volte a raggiungere il target net zero».

### **Pensa che il regolatore avrebbe potuto fare meglio o di più in questo ambito?**

«Il regolatore è sempre in ritardo, è nell'evoluzione delle cose ed è per questa ragione che tocca ad asset manager come abrdn, in qualità di amministratori di capitale sostenibile, parlare alle aziende e cercare di fare progressi. Fatta questa considerazione, penso che le normative possano aiutare a creare cicli virtuosi e indicare una direzione da seguire. I legislatori, invece, hanno un mandato quinquennale e sono concentrati su un intervallo di tempo limitato che non necessariamente basta a conseguire obiettivi di più lungo periodo. Dall'altro lato, però, non dimentichiamo che c'è una pletora di organizzazioni/associazioni private attive nell'ambito degli investimenti sostenibili, ciascuna con i propri scopi, con un forte rischio di essere autoreferenziali. Anche il dibattito su come raggiungere la neutralità carbonica o come definire gli specifici obiettivi di riduzione delle emissioni di CO2 (Sbti target) è particolarmente vivace e non ci sono risposte univoche. A ciò si aggiungono agenzie di rating, che spesso classi-

ficano le aziende in base all'informativa piuttosto che alle pratiche sostenibili e possono condizionare il mercato, visto il ruolo che ricoprono. Inoltre, le società di grandi dimensioni sono generalmente più efficaci nella rendicontazione rispetto alle Pmi per il semplice fatto di essere più strutturate al loro interno. Insomma, il quadro generale è piuttosto eterogeneo, con diverse dinamiche in atto, da tutti i punti di vista».

### **Ha riscontrato progressi significativi nelle aziende europee in cui investe?**

«In generale, abbiamo registrato progressi significativi nella maggior parte delle aziende in cui investiamo. Un numero crescente di imprese ha ottenuto la validazione esterna dei propri obiettivi da parte dell'Sbti, il che contribuisce ad aumentarne la credibilità. Ad esempio, abbiamo avviato un dialogo con il fornitore svizzero di prodotti chimici Sika, invitandolo a stimare e divulgare pubblicamente l'eventuale esposizione a sostanze alchiliche perfluorurate e polifluorurate (Pfa) e alle sostanze chimiche ad alto rischio presenti nei suoi prodotti. L'azienda ha recentemente comunicato che i Pfa sono presenti solo in prodotti che rappresentano meno dello 0,5% delle vendite e si è impegnata a collaborare con i fornitori per eliminarli laddove possibile. Per tutte le società in portafoglio, in caso di potenziali aree di criticità, definiamo una roadmap di engagement sotto la guida di uno dei nostri esperti Esg interni».

### **Quali sono le maggiori tendenze che vanno in direzione di una crescita più sostenibile?**

«L'energia rinnovabile è un settore rilevante. Incoraggiamo le aziende a fissare obiettivi di energia rinnovabile e tra le imprese in cui investiamo figura anche Orsted, leader mondiale nell'eolico offshore. Questo settore ha attraversato una fase di decantazione difficile, a causa di una combinazione di prezzi più elevati e tassi d'interesse più alti, che hanno aumentato il costo della crescita e dei finanziamenti. Tuttavia, con la riduzione dei tassi d'interesse e la moderazione dell'inflazione, continuiamo a ritenere che si tratti di un'area di crescita sostenibile interessante».

**03-04  
OTTOBRE  
2024**

**TEATRO  
DEL MAGGIO  
MUSICALE  
FIORENTINO,  
FIRENZE**

**INFO E ISCRIZIONI SU  
[WWW.EFPA-ITALIA.IT](http://WWW.EFPA-ITALIA.IT)**

**#EFPAITMEETING**



# **WYSIATI:** **finanza tra realtà e profezia**





# FOCUS ETF

**Uno strumento sempre più indispensabile**



**Amundi**  
Investment Solutions

**21SHARES**

**DWS**

## Un trend ancora favorevole

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

La prima metà del 2024 si è conclusa ancora positivamente per gli Etf, confermando la sempre maggiore diffusione dello strumento. Usato, sia dagli investitori individuali, sia da quelli istituzionali, è caratterizzato da una versatilità che si è arricchita con il passare del tempo. Negli anni la gamma di tipologie offerte dal mercato si è ampliata ed è diventato un asset che ha perso la caratterizzazione di strumento puramente "passivo" che lo aveva connotato agli inizi.

L'arrivo sul mercato di Etf attivi rappre-

senta, infatti, uno step ulteriore rispetto all'insieme di smart beta e tematici che da anni raccolgono successi. Inoltre, la sempre più ampia base di sottostanti disponibili all'interno della galassia degli Etp, dal reddito fisso per arrivare alle cripto passando per le materie prime, ha permesso a questi prodotti di guadagnare sempre più spazio all'interno di allocazioni multi-asset. Sulla scorta di queste considerazioni sono state raccolti i pareri di alcuni tra i protagonisti del settore.

## «Diversificare in cripto con gli Etp»



**MASSIMO SIANO**  
managing director  
per il Sud Europa  
21Shares

**21SHARES**

### **Che cosa è cambiato negli Stati Uniti e nel mondo, oltre che per la vostra società, dopo l'approvazione dell'Etp sul bitcoin decisa dalla Sec?**

«Penso che il mercato europeo, seppure meno reattivo a livello di raccolta di capitali, sia più competitivo sul piano regolamentare. La Sec, infatti, ha deciso di adottare una filosofia restrittiva nei confronti delle criptovalute e, fra le altre cose, prevede che per quotare un Etp con un sottostante in questa asset class è necessario che vi sia già un futuro liquido sullo strumento. Si tratta di un approccio che non è mai stato applicato dal regolatore americano in nessun altro comparto. Quindi, l'Europa in generale ha assunto posizioni più avanzate, almeno per quanto riguarda nazioni come la Germania e la Svizzera. L'Italia, invece, si trova ancora una volta in condizioni di arretratezza. Dall'altra parte, l'interesse degli investitori per questa asset class è elevato e ciò ha permesso a 21Shares di crescere enormemente: in meno di sei anni abbiamo raggiunto la leadership in Europa con 40 Etp quotati. In totale abbiamo listato 48 prodotti con una buona presenza anche in Au-



stralia e Usa, dove occupiamo la terza posizione fra i provider incentrati sulle valute digitali. Le prospettive future, a nostro avviso, rimangono decisamente rosee. Viviamo in un mondo che ormai sembra capace di generare solo inflazione o deflazione, perché è diventato sempre più dipendente dall'espansione della liquidità da parte della Federal Reserve e delle altre maggiori banche centrali. È indubbio che, in un sistema così sbilanciato, vi è sempre più spazio per investimenti alternativi e, da questo punto di vista, uno strumento come il bitcoin, che è maturato parecchio, sta assumendo un ruolo di diversificazione all'interno dei portafogli. Infatti, la sua volatilità sul lungo periodo sta scenden-

do, così come anche la sua correlazione rispetto all'andamento dei titoli tecnologici del Nasdaq. In tutto ciò non va dimenticato che, nell'ultimo decennio, ha fornito rendimenti ineguagliati da qualunque asset class».

**Ha ancora senso oggi accedere a questa asset class tramite gli Etp, dato che è sempre più facile l'accesso diretto al sottostante e sono migliorati alcuni aspetti, come una custodia sempre più sicura e avanzata degli attivi?**

«Una tecnologia come quella degli Etp presenta una serie di vantaggi pratici

non facilmente superabili, se si vuole investire in cripto asset. Innanzitutto, si tratta di strumenti quotati, con tutto ciò che comporta in termini di universalità e facilità di accesso. Basta infatti possedere un conto titoli in una banca o in un qualsiasi gruppo autorizzato a intermediare operazioni in borsa per iniziare a comprare e vendere un'ampia quantità di monete digitali. A ciò si aggiunge il vantaggio di una forte liquidità garantita dai market maker. Inoltre, la dimensione di diversi strumenti è tale da garantire un contenimento dei costi difficilmente uguagliabile. Ad esempio, su alcuni dei nostri prodotti di maggiore importanza il Ter scende fino a 21 punti base. Per le criptovalute, gli Etp rappresentano una rivoluzione paragonabile a quella che i sistemi operativi basati su un'interfaccia grafica come Windows hanno generato sul mercato dei personal computer nei primi anni '90. Infatti, i Pc non avrebbero probabilmente mai preso piede come oggetto di uso comune a livello domestico, se avessero continuato a basarsi sul Dos o approcci similari, perché richiedevano un certo grado di capacità di programmazione. Allo stesso modo, investire direttamente nelle criptovalute è tutto tranne che user-friendly».

**Come accennato, voi avete quotato molti strumenti su tante criptovalute la cui capitalizzazione è molto lontana dai livelli raggiunti dal bitcoin e dall'ethereum. Ha senso investire su questi Etp, data la sempre maggiore concentrazione sulle divise digitali principali?**

«È vero che i due nomi citati rappresentano i leader assoluti di questa classe di attivi e in particolare negli Usa vi è una forte concentrazione di volumi sul bitcoin. Non dimentichiamo, però, che si tratta di un mondo che è ancora in una fase embrionale del proprio sviluppo. Di conseguenza, vi è tuttora spazio per l'avvento di player disruptive in grado di rivoluzionare il mercato. Nel campo degli smart contract, per esempio, vi sono notevoli potenzialità per creare soluzioni alternative all'ethereum. Quest'ultima blockchain è la leader assoluta per

quanto riguarda le transazioni di grandi dimensioni, ma i suoi costi sono elevati per le operazioni di piccolo taglio. Investendo su un paniere diversificato di Etp di criptovalute si costruisce dunque un'esposizione a un portafoglio di possibili innovatori. Il tutto, ripeto, con la facilità d'uso e le spese contenute che uno strumento quotato può garantire».

## **21Shares ha portato sul mercato diversi Etp su indici di divise digitali. Pensate che sia giunta l'ora di offrire soluzioni smart beta in questo ambito?**

«Per il momento i benchmark che proponiamo sono basati su una logica che si fonda sul livello di capitalizzazione dei sottostanti: preferiamo privilegiare gli aspetti di semplicità nell'esposizione a questa asset class. Per soddisfare, però,

le necessità di ottimizzazione strategica e diversificazione di un fondo o una gestione patrimoniale che per la prima volta si avvicinino a questo insieme di attivi, abbiamo deciso di creare alcuni strumenti che combinano cripto e altre asset class. È questo il caso di un nostro Etp che investe in bitcoin e oro dove la percentuale allocata in ciascuno di essi è rivista mensilmente e dipende dall'inverso della volatilità realizzata: più erratico è stato ciascuno dei due, più viene diminuita la sua quota in portafoglio. Ciò ha permesso di ottenere una crescita simile a quella del bitcoin, aumentando però notevolmente lo Sharpe ratio. Questo è un esempio di come, già a livello di costruzione dell'Etp, sia possibile proporre agli investitori istituzionali (e non solo) soluzioni in cripto adeguate ai loro obiettivi di rendimento e controllo del rischio».



## «Potenzialità di crescita per gli Etf obbligazionari»



**MAURO GIANGRANDE**  
head of Xtrackers sales  
Emea South  
Dws



**Continua il successo degli Etf in termini di raccolta. Alcuni di essi, però, hanno investito in indici o mercati che hanno registrato una performance consistente. C'è il rischio che si sia arrivati al picco?**

«Le performance dei principali indici azionari hanno dato sicuramente un contributo positivo alla raccolta del 2024, ma sarebbe riduttivo ricondurre la crescita dell'industria degli Etf a questo aspetto. Negli ultimi 10 anni, il mercato globale si è infatti sviluppato a un tasso annuo composto del 16% e non si sono visti segni di rallentamento. Le ragioni sono di fatto molteplici. Innanzitutto, la platea di investitori consapevoli dei benefici che gli Etf sono in grado di apportare nell'ambito di una gestione efficiente dei portafogli si fa sempre più grande, con un effetto moltiplicatore sulle masse. Inoltre, va riconosciuto all'industria di avere saputo intercettare velocemente tutti i nuovi trend di mercato, come le strategie Esg, gli investimenti tematici e, più di recente, anche le criptovalute. Infine, le nuove tecnologie stanno imprimendo un'ulteriore spinta soprattutto alla penetrazione degli Etf



nell'ambito dei portafogli retail. La natura di questi strumenti si sposa infatti perfettamente con lo sviluppo di servizi di investimento totalmente digitali, andando incontro alle preferenze dimostrate soprattutto dalle nuove generazioni, ma non solo».

**Quali prodotti di nicchia presentano, a vostro parere, maggiori potenzialità di crescita?**

«Se parliamo di nicchie, quella che probabilmente presenta le maggiori potenzialità di crescita è rappresentata dagli Etf obbligazionari a scadenza. Uno dei principali ostacoli all'investimento in Etf fixed income, soprattutto da parte

dei retail, è sempre stato l'obiettiva difficoltà a comprendere un investimento caratterizzato da una duration costante. Soprattutto in contesti nei quali i tassi di interesse continuano a salire, risulta complicato stimare in quanto tempo si è in grado di recuperare le perdite in conto capitale generate dal ribasso dei prezzi. Con i prodotti a scadenza, concettualmente gli Etf si avvicinano molto di più all'investimento in una singola obbligazione corporate o nel singolo titolo di stato. Gli investitori, infatti, ricevono un flusso cedolare periodico e sfruttano la principale caratteristica dei bond, ossia il ritorno verso la pari (pull to par), chiaramente a meno di eventi di default. In più l'Etf offre una maggiore

diversificazione e permette di accedere ad asset class, come quella dei corporate, che spesso sono caratterizzate da soglie minime di investimento elevate. L'idea non è rivoluzionaria: da sempre il mondo della distribuzione ha fatto leva su prodotti target maturity. Ciò che però hanno introdotto gli Etf è, da un lato la possibilità di beneficiare di costi di gestione molto contenuti e, dall'altro, l'opportunità di contare su un elevato livello di liquidità per tutta la durata dell'investimento. La ragione per la quale ci è voluto qualche anno per il lancio di questa tipologia di prodotto è essenzialmente legata alle dinamiche del mercato obbligazionario. Dopo un decennio di tassi d'interesse praticamente nulli o addirittura negativi, a partire dal 2023 finalmente si sono create le giuste condizioni per offrire una soluzione d'investimento con rendimenti interessanti».

### **Vedete forti prospettive di crescita per i prodotti a reddito fisso?**

«Il potenziale degli Etf obbligazionari è molto elevato, riteniamo, infatti, che sia uno dei principali driver di crescita

futura del mercato. Basti pensare che al momento rappresentano poco più del 30% del totale investito in Etf in Europa, quando normalmente i portafogli hanno un'esposizione al fixed income che varia tra il 50% e il 70%. D'altronde, la prima fase di sviluppo del mercato dei cloni ha visto prevalere l'investimento in indici azionari, anche perché più affini alle caratteristiche principali di un Etf, ossia la quotazione su un mercato regolamentato. Con il tempo, però, l'offerta di Etf obbligazionari si è evoluta moltissimo, abbracciando praticamente tutte le principali tipologie di bond. Inoltre, l'evidenza empirica ha dato prova dell'efficienza dei prezzi degli Etf fixed income sul secondario anche in condizioni di mercato particolarmente complicate come quelle vissute durante lo scoppio della pandemia Covid; ciò è avvenuto nonostante gli scetticismi iniziali. In ragione di tutti questi elementi e dell'aumento dei tassi di interesse, ci aspettavamo già un importante cambio di passo nel corso di quest'anno, che però non si è ancora verificato: probabilmente a causa dell'elevata volatilità dei rendimenti generata dalla forte in-

certezza sulle mosse future delle banche centrali. Ma un cambio di tendenza potrebbe realizzarsi già a partire dalla seconda metà del 2024».

### **Come si sta evolvendo l'utilizzo degli Etp all'interno dei portafogli istituzionali e di quelli retail?**

«Le modalità di impiego degli Etp all'interno dei portafogli si stanno evolvendo in maniera significativa. Gli istituzionali utilizzano gli Etf, sia nella parte core dei portafogli, sia nella parte satellite. Per gli investimenti orientati al lungo termine tendono a preferire i classici indici di capitalizzazione, tendenzialmente rappresentativi di aree geografiche, anche se negli ultimi tre anni abbiamo assistito a un importante shift verso strategie Esg. In quest'ambito, ci sono poi clienti che prediligono approcci sostenibili a basso tracking error e quelli, invece, che preferiscono adottare strategie più integrate caratterizzate da punteggi Esg elevati, anche a scapito di un maggiore scostamento potenziale dei rendimenti nei confronti dei classici benchmark a capitalizzazione. Per la componente tattica, generalmente vengono utilizzati Etf più specifici, ad esempio per aggiustare velocemente la duration, oppure per accettare uno stile di gestione, attraverso l'ausilio di prodotti fattoriali o settoriali. I retail tendono, invece, a prediligere gli Etf globali molto diversificati, sia nell'ambito azionario, sia in quello obbligazionario, soprattutto per la costituzione di piani di accumulo. Sono poi diventati molto popolari gli investimenti tematici, perché hanno introdotto un approccio innovativo cross sector e cross region allo scopo di catturare i trend globali con il potenziale di crescita maggiore nel medio lungo periodo. Sono Etf che replicano indici che, ad esempio, selezionano titoli collegati al tema dell'intelligenza artificiale, della mobilità futura o della genomica. Gli Etf tematici stanno guadagnando molto spazio all'interno dei portafogli retail in quanto offrono una diversificazione mirata nell'ambito di un tema specifico. Ciò aiuta a mitigare il rischio specifico, tipico di un investimento in un singolo titolo, mantenendo comunque l'esposizione al potenziale di crescita di un intero settore».



# «Gli Etf catturano sempre di più l'interesse degli investitori finali»

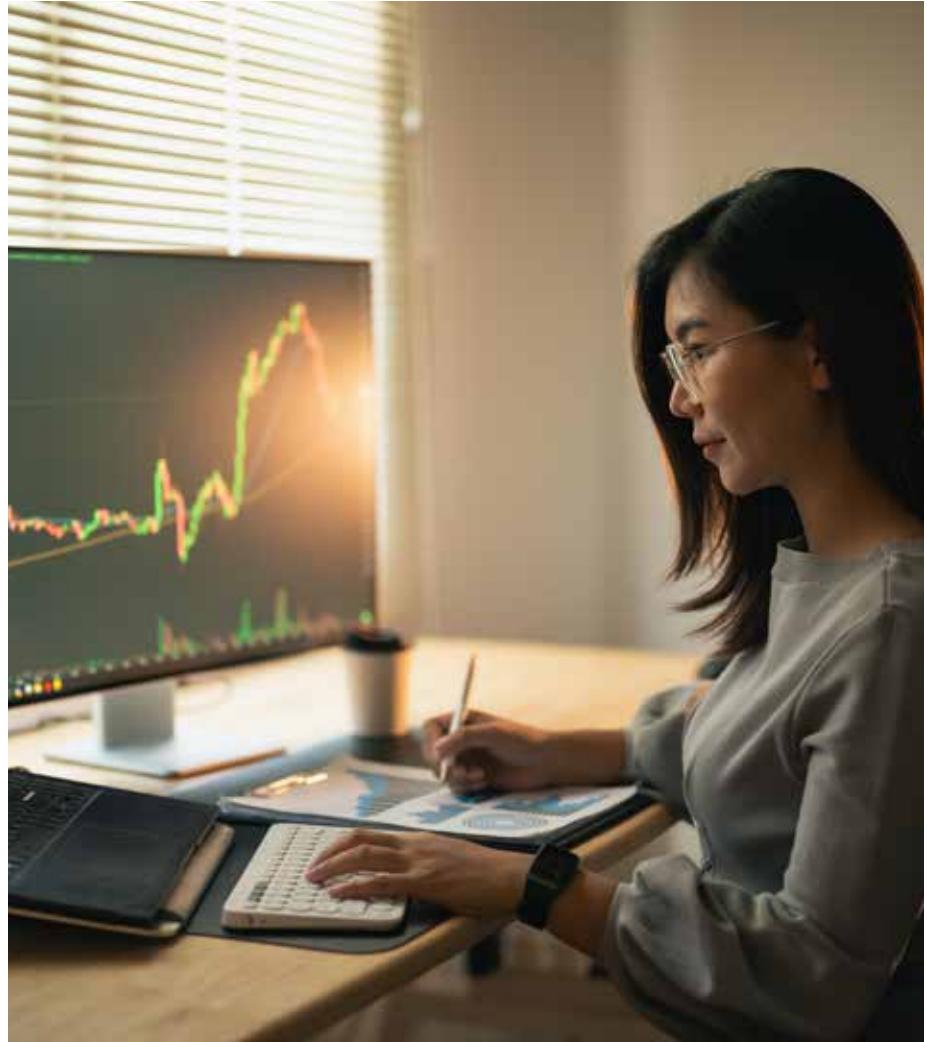


**MIRIAM OUCOUC**  
Global Head of Client  
Experience - Distribution  
& Wealth & ETF Marketing  
Amundi

**Amundi**  
Investment Solutions

**Guardando i flussi di mercato, l'interesse per gli Etf continua. Vi siete chiesti quali siano gli obiettivi degli investitori finali che scelgono questo strumento d'investimento?**

«Il mercato globale degli Exchange traded fund (Etf) continua a crescere. Negli ultimi 10 anni, le risorse investite in Etf sono più che quadruplicate fino a raggiungere, a dicembre 2023, 11.300 miliardi di dollari<sup>1</sup>. Mentre la popolarità di questi investimenti non accenna a diminuire, abbiamo colto l'opportunità di indagare meglio il comportamento degli investitori retail in Etf attraverso un recente sondaggio tra i risparmiatori su scala globale. La ricerca è uno studio indipendente condotto da H/Advisors Cicero. I risultati dell'indagine si basano sulle risposte di 4.186 investitori al dettaglio intervistati in 11 paesi in Europa e Asia. Sono state fissate quote di età e di genere per garantire un campione sufficiente e affidabile per valutare con sicurezza le differenze tra i gruppi demografici. Il sondaggio è stato



condotto online, nella lingua di ciascun paese di riferimento, tra maggio e giugno 2023. Gli Etf sono diventati sempre più interessanti per gli investitori individuali, tra l'altro perché sono efficaci in termini di costo, flessibili e di facile utilizzo».

## **Qual è il quadro che emerge da questo vostro sondaggio?**

«Sulla scorta della crescita del mercato degli Etf negli ultimi anni, dal nostro sondaggio emerge che il 31% degli investitori retail su scala globale ha uno di questi prodotti in portafoglio. La percentuale sale al 49% in Germania e al 42% a Singapore. In Italia la quota si attesta intorno al 22%, mentre scende a un più modesto 17% in

Francia e al 16% in Polonia. I risultati della ricerca mostrano che, per molti, gli Etf rappresentano un primo passo importante nel mondo degli investimenti. Per più di un investitore su 10, a livello globale, è stato il primo investimento in assoluto. Questo non vale per tutti i mercati. Per gli investitori nei Paesi nordici e in Germania, gli Etf sono stati probabilmente il primo investimento mai effettuato, mentre la probabilità diminuisce parecchio in Francia e in Polonia».

## **Ma quali sono i primi cinque investimenti iniziali di un investitore retail?**

In base al campione analizzato, il 21% delle persone ha indirizzato il suo pri-

mo investimento sui conti deposito, il 16% su singole azioni e/o obbligazioni, l'11% su Etf o fondi a gestione passiva, il 10% su fondi comuni a gestione attiva e un'analoga percentuale è per gli investimenti immobiliari».

### Quali sono le caratteristiche di un investitore in Etf?

«Tra gli investitori retail che detengono un Etf, mediamente il 35% dell'intero portafoglio è attualmente collocato in questa tipologia di strumenti. Secondo la survey, la percentuale è più alta tra i più giovani e coloro che sono all'inizio del loro percorso di investimento. In base ai risultati dello studio, gli acquirenti di Etf si dimostrano più fiduciosi nei mercati rispetto all'investitore retail medio. Oltre un investitore in Etf su quattro (28%) prevede di incrementare l'importo investito durante il prossimo anno, rispetto a un più modesto 20% (cioè uno su cinque) tra tutti i risparmiatori. Inoltre, tra coloro che hanno già in portafoglio un Etf o che conoscono questi strumenti, nove persone su 10 (90%) considereranno, con buona o alta probabilità, di puntare ancora sugli Etf in futuro».

### Quali sono i fattori che hanno contribuito maggiormente alla diffusione degli Etf?

«Uno dei fattori che, a nostro giudizio, ha contribuito in maniera significativa alla crescita del mercato degli Etf è stato lo sviluppo delle piattaforme digitali, che hanno reso gli investimenti a basso costo, flessibili, relativamente meno complessi e molto più accessibili agli investitori fai-da-te consapevoli. Le persone più sicure di prendere le giuste decisioni di risparmio e investimento si sentono più a loro agio nell'esplorare e utilizzare le piattaforme di investimento digitali, come le app di trading, le banche online e le piattaforme di investimento self-service. La nostra ricerca conferma questa intuizione: coloro che puntano sugli Etf su scala globale sono più fiduciosi, rispetto alla media degli investitori, di prendere le decisioni giuste di risparmio e investimento e sono molto più propensi a detenere asset su piattaforme digitali».

### Qual è la sensibilità di questi investitori nei confronti della sostenibilità?

«Il maggiore grado di fiducia e il più ampio utilizzo dei canali digitali, che caratterizzano gli investitori in Etf, sembrano avere un effetto a cascata anche sulla loro capacità di tenere conto dei criteri Esg (ambientali, sociali e di governance). Secondo il nostro sondaggio, il 71% degli investitori in Etf detiene soluzioni Esg, sia in modo indipendente, sia seguendo un consiglio. È una percentuale molto più alta rispetto al 56% del campione complessivo. Inoltre, è più probabile che gli investitori in Etf dichiarino di volere incrementare la percentuale del portafoglio collocata in fondi Esg (70% rispetto al 62% di tutti gli investitori): le motivazioni principali sono il desiderio di avere un impatto positivo (54%) e la convinzione che sia la cosa giusta da fare (51%). Il 45% degli acquirenti di Etf che detiene fondi Esg si aspetta anche una migliore performance nel più lungo termine».

### Quale altro messaggio avete tratto dal vostro sondaggio?

«In generale, lo sviluppo dell'educazione finanziaria è fondamentale per dare a un numero ancora maggiore di persone gli strumenti giusti e per aiutarli a preparare il loro futuro. Una migliore informazione e formazione sugli investimenti è il primo passo verso decisioni più consapevoli. Dalla nostra ricerca emerge anche che i più facoltosi non hanno paura di rivolgersi a un professionista: tra gli investitori più ricchi, infatti, l'indagine mostra che il 63% si avvale attualmente dei servizi di un consulente professionale, rispetto al 51% del resto del campione. Una consulenza professionale può aiutare a collocare il proprio denaro in modo più avveduto, sulla base di una strategia a lungo termine e avendo maggiore fiducia nelle proprie scelte finanziarie».

1. Fonte: ETFGI ETFs industry in Global industry insights report, dicembre 2023



# Mettere ordine negli enormi silos di dati

a cura di Boris Secciani

**Different Factory** è un gruppo di cui fanno parte diverse imprese che operano lungo la filiera del cosiddetto data-tech, la tecnologia della valorizzazione del dato come asset aziendale. Come spiega **Matteo Borgognoni**, general manager della società, si tratta di un comparto che appare semplicemente decisivo per i gruppi bancari diversificati che intendono rimanere rilevanti in futuro. Infatti, ancora troppo spesso gli operatori del settore non sfruttano in maniera adeguata la ricchezza di dati dei quali dispongono, per il cui trattamento mancano politiche di integrazione moderne. Inoltre, in futuro avrà una sempre maggiore importanza la continua interazione con i clienti, specialmente quelli più giovani, per accompagnarli nel loro percorso di crescita nella richiesta di prodotti finanziari.

**Come nasce l'esperienza di Dif-**

**ferent Factory? Qual è il business model alla base del progetto?**

«Il gruppo è cresciuto nel corso di oltre un decennio attraverso una serie di acquisizioni allo scopo di costruire una filiera di servizi sempre più integrati nel settore della gestione e della valorizzazione dei dati dei clienti. Noi operiamo, dunque, nel cosiddetto data asset management, un ambito che, se non gestito in maniera adeguata, può portare alla perdita di opportunità per incrementare il fatturato e a una minore efficacia nei processi di marketing e di comunicazione. Nello specifico, nel 2013, quando abbiamo iniziato come Do Different (la prima società del gruppo che sarebbe poi diventato Different Factory) esistevano in ambito bancario diverse difficoltà nella riconciliazione dell'anagrafica e nella normalizzazione delle informazioni. In pratica, succedeva spesso che nomi e altri dati venissero raccolti più volte,



**MATTEO BORGOGNONI**  
general manager  
**Different Factory**

a seconda dei servizi richiesti, con modalità fra loro non coerenti, generando inefficienza anagrafica».

**Potrebbe offrire qualche dettaglio in più su quest'ultimo punto?**

«Pensiamo, ad esempio, al caso, più frequente di quanto si potrebbe pensare, in cui il cognome del cliente viene scritto in maniere diverse o in cui vi siano errori a livello di codice fiscale. Ciò può portare all'invio ripetuto dello stesso messaggio promozionale, con il rischio che venga identificato come spam. Inoltre, in molti casi mancava una gestione chiara della gerarchia di chi poteva accedere ai dati raccolti. Noi offriamo la possibilità di risolvere queste questioni e di mettere in relazione tutte le diverse fonti, inclusa la geolocalizzazione, per permettere al cliente di valorizzarle. Le nostre acquisizioni si muovono in questa direzione. Fra esse ricordiamo nel 2017 About Different, che offre servizi di business intelligence e data analytics, e, nel 2020, Happy Finish, un'agenzia di comunicazione creativa che opera nel campo della realtà virtuale e aumentata e che produce contenuti da inserire all'interno di siti e app aziendali. Inoltre, abbiamo operato acquisizioni anche nel campo delle tecnologie di geolocalizzazione, il che ci ha permesso di portare avanti progetti anche al di fuori del mondo bancario e delle imprese».

**In particolare, quali sono gli applicativi che avete sviluppato grazie al vostro know-how nella geolocalizzazione?**

«Abbiamo collaborato con l'università di Trento per mettere a punto un'app che permette di segnalare per tempo il pericolo di eventi naturali pericolosi, quali ad esempio le frane o l'eccesso di detriti nei fiumi. Si tratta di un software che viene utilizzato anche dalla Protezione civile: come si può vedere, l'uso di questo tipo di dati non è limitato solo al geomarketing. Sempre con una nostra società, Trilogis, abbiamo realizzato una soluzione capace di ottimizzare i servizi di logistica grazie alla tecnologia IoT indoor».

**Qual è il filo conduttore di business tanto diversi?**

«Accompagnare chi si rivolge a noi nella trasformazione verso un modello di business completamente digitale, un processo certamente non banale e che richiede interventi lungo tutta la filiera allo scopo di valorizzare in maniera adeguata il patrimonio informativo a disposizione. Nello specifico abbiamo sviluppato una soluzione proprietaria che permette di collegare fra loro tutti i vari silos di dati nei formati più diversi: con questa applicazione un gruppo finanziario, ad esempio, può costruire una serie di micro-servizi che vanno dalla gestione dell'informativa, alla compliance, dagli obblighi in termini di anti-riciclaggio alle iniziative di marketing».

**Nello specifico delle banche, come si può integrare l'aspetto creativo con quanto descritto?**

«I servizi finanziari sono un alveo estremamente regolamentato, dove anche il semplice offrire nuovi prodotti è soggetto a vincoli stringenti a fronte di una possibile clientela che sta cambiando. Ad esempio, è cruciale riuscire a coinvolgere le generazioni Z e Alpha in un processo a lungo termine di educazione finanziaria e fidelizzazione attraverso un engagement continuo, che, inevitabilmente, dovrà passare attraverso contenuti accattivanti e interessanti. Questa operazione è in parte incentrata sulla raccolta tradizionale di informazioni e in parte, ad esempio, su soluzioni di gamification. Si tratta di un lavoro a lungo termine che deve portare a comprendere l'evoluzione dei

propri clienti per capirne le preferenze, la propensione al rischio, la necessità o meno di una consulenza avanzata piuttosto che di un approccio self-directed. Va ricordato che, da questo punto di vista, gli istituti di credito presentano necessità molto diverse rispetto alle aziende che operano in altri comparti, dove magari, più che la user experience, contano la velocità e l'affidabilità del servizio o i prezzi contenuti».

**Vede ancora resistenze nell'adozione di questo nuovo modello di business da parte del sistema finanziario?**

«Indubbiamente sì. In certi casi prevale ancora un approccio vecchio stampo, in cui i dati generati dai vari business di un gruppo rimangono confinati in silos separati e non adeguatamente valorizzati. Per questa ragione, si tratta di un settore in cui le possibilità di disruption sono enormi. Se ne è accorto un player come Apple, che sta entrando da qualche anno nel settore dei pagamenti. Il gigante di Cupertino ha infatti a disposizione una mole enorme di dati geolocalizzati e armonizzati che riguardano le centinaia di milioni di persone che usano l'hardware e le app della società».

**In tutto ciò l'intelligenza artificiale ricoprirà un ruolo preponderante?**

«Sicuramente, in particolar modo quella di tipo generativo applicata al cosiddetto natural language processing ha potenzialità enormi in ambito finanziario. Come dicevamo in precedenza, per banche e altri fornitori di servizi finanziari sarà semplicemente fondamentale creare una nuova generazione di clienti attraverso un engaging continuo fatto di contenuti adeguati, di facile fruizione e in abbondante quantità. Da questo punto di vista l'AI rappresenta uno strumento imprescindibile per fare fronte alle necessità appena enunciate. A ciò si aggiungono le potenzialità di conoscenza e profilazione che queste tecnologie offrono e che, in un futuro non particolarmente remoto, potrebbero permettere di offrire in tempo reale un servizio bancario o un investimento».

# Il nostro concetto di qualità

**a cura di Pinuccia Parini**

«Viviamo in un bull market secolare, guidato dalla digitalizzazione e dalla rivoluzione energetica e che probabilmente non è ancora finito. Se si guarda alla storia americana, si possono identificare, prima dell'attuale fase, tre precedenti periodi caratterizzati dai seguenti catalizzatori: la rivoluzione industriale e dell'acciaio (1915-1929), i consumi di massa e il marketing (1954-1972) e la tecnologia, i media e le telecomunicazioni (1982-2000)». **Pierre Mouton**, head of long only strategies di **Ns Partners**, wealth management company ginevrina guidata in Italia da Giacomo Calef, ha introdotto con queste considerazioni l'intervista a Fondi&Sicav.

**Qual è il vostro approccio nei confronti del mercato?**

«Se si considera il mercato azionario globale, in termini di stile d'investimento, si può affermare che il growth ha decisamente fatto meglio del value dal 2017 al 2024, con una battuta d'arresto nel 2022. Ma la storia mostra che prima o poi c'è sempre un'inversione di tendenza, nonostante la tempistica sia una grande incognita. Se si considera l'indice S&P 500, che è ponderato per la capitalizza-

zione di mercato dei suoi componenti, le valutazioni, a nostro parere, risultano elevate, così come emerge raffrontando il P/E forward con il rendimento del Treasury decennale: l'ultima volta che i rendimenti obbligazionari erano ai livelli odierni il rapporto prezzo/utile era a 14 contro i 19 attuali. Inoltre, la differenza composta a 10 anni tra il rendimento degli utili dell'indice S&P 500 e il rendimento del governativo statunitense è ai minimi da un ventennio. Se si paragona il P/E dell'indice americano con quello medio del nostro portafoglio, ci sono circa cinque punti di differenza. Il nostro approccio al mercato ha l'obiettivo di trovare la giusta combinazione nel guardare all'universo azionario globale».

**Trovare la corretta miscela significa essere flessibili all'interno delle scelte d'investimento?**

«Dipende che cosa s'intende per flessibilità. Ad esempio, non significa fare market timing, che riteniamo sia un modo per perdere denaro o non cogliere le opportunità. A Ns Partners, quando scegliamo un titolo, non lo facciamo in base a uno stile d'investimento, bensì ci basiamo sulla qualità di un'azienda e sulle valutazioni».



**PIERRE MOUTON**  
**head of long only strategies**  
**Ns Partners**

**Ma che cosa significa, nel concreto, focalizzarsi sulla qualità per voi?**

«Molti dei fondi quality presenti sul mercato sono orientati al growth, ma questo non è il nostro caso. Per determinare l'universo investibile, operiamo in due fasi. La prima è identificare i titoli da escludere. Innanzitutto facciamo uno screening Esg e poi guardiamo la leva delle società in base al settore di appartenenza: ciò non significa che non siano prese in considerazione aziende indebitate, ma il debito viene contestualizzato all'interno delle prospettive dell'impresa. Il terzo fattore che diventa un filtro importante è il free cash flow: le società non finanziarie che non producono un risultato positivo vengono eliminate dall'universo investibile. Il flusso di cassa è un elemento importante per determinarne le valutazioni di un'azione utilizzando il modello Dcf (discounted cash flow) e un'azienda che brucia cash flow avrà prima o poi bisogno di ricorrere al mercato per rifinanziarsi. Non rientrano nel nostro radar d'interesse anche le società che hanno un ciclo degli utili breve o presentano una redditività volatile: anche in questo caso perché è complesso determinarne le valutazioni. Infine, non investiamo in realtà con una capitalizzazione di mercato inferiore a 10 miliardi di dollari. Questo processo ci porta a identificare un potenziale bacino d'investimento di 260-280 titoli a livello globale appartenenti ai più diversi comparti, una caratteristica che ci differenzia ulteriormente dagli altri fondi quality».

**E qual è la seconda fase?**

«Analizziamo nel dettaglio le aziende identificate esaminandone il bilancio e le dinamiche della leva finanziaria nel tempo, perché riteniamo che sia fondamentale comprendere come sia stato gestito il debito, un aspetto da non trascurare soprattutto ora che i tassi d'interesse sono saliti. Poi, guardiamo all'evoluzione dell'avviamento (goodwill), un asset intangibile di cui è complesso individuare i contenuti e, a volte, può costituire una grande parte degli attivi sino a raggiungerne il 60-70%. Di conseguenza, preferiamo aziende con un goodwill che non sia troppo consistente e che sia ammortizzato o di volta in volta svalutato. Un altro aspetto che consideriamo con attenzione è l'andamento decennale degli utili, per essere sicuri che il management della società non stia facendo troppe promesse in termini di guidance dei risultati e dell'outlook futuro: una buona parte della nostra analisi sulle valutazioni si basa proprio su questi dati. Ci sono imprese che hanno una lunga storia di risultati che sono stati in linea con le previsioni e che hanno dimostrato di essere ragionevoli nelle loro proiezioni: è un segnale importante che permette di affrontare con serenità anche i momenti di debolezza. L'approccio descritto ci consente di avere un portafoglio variegato interamente costruito attraverso un processo bottom-up».

**Un approccio però che forse non ha premiato in termini di ritorni negli ultimi 18 mesi. Cosa ne pensa?**

«La maggior parte delle volte è stato premiante, ma è indubbio che il nostro processo di selezione dei titoli nell'ultimo anno e mezzo, in termini relativi, non ci ha avvantaggiati. Il mercato continua a essere fortemente polarizzato e, a nostro parere, non vengono riconosciute le potenzialità di molte società che continuano a crescere, in particolare nei settori dei beni di prima necessità ed healthcare, dove siamo sovrappesati. Pensiamo che le valutazioni siano particolarmente interessanti e, gradualmente negli ultimi due anni, abbiamo incrementato il nostro peso in queste azioni che erano ignorate dagli investitori».

**Considerando però i parametri**

**che guidano il vostro processo d'investimento, c'è la possibilità che i titoli più ciclici, per le loro caratteristiche, non rientrino nel vostro universo?**

«Non necessariamente, anche se ci sono dei sotto-settori in cui risulta più difficile investire, come l'acciaio, le società di pubblica utilità o i produttori di auto, ma non è una decisione univoca, perché, ad esempio, nel passato abbiamo detenuto Toyota Motor e l'abbiamo venduta perché le valutazioni erano salite».

**E per quanto riguarda le società il cui modello di business è sensibile ai tassi d'interesse?**

«Abbiamo un'esposizione alle banche, come nel caso di JP Morgan, e una significativa presenza di titoli industriali, da Atlas Copco a Schneider, da Cummins a Paccar. Certamente, sono società considerate sensibili ai tassi d'interesse, ma che incorporano al loro interno il livello di qualità da noi ricercato. Detto ciò, la possibilità di decidere liberamente come indirizzare i nostri investimenti ci permette di cogliere le opportunità offerte dal mercato e di generare alpha, come è successo alla fine del 2021, quando abbiamo alleggerito le nostre esposizioni ad alcuni comparti i cui multipli erano saliti in modo eccessivo a favore di titoli farmaceutici e di beni di prima necessità: ciò ci ha permesso di navigare molto bene la turbolenza del 2022. E continuiamo ad avere questa politica d'investimento, poiché pensiamo che, visto il livello raggiunto dai tassi d'interesse, alcuni settori/titoli stiano trattando a valutazioni elevate».

**Che cosa vi aspettate dal mercato?**

«Molte delle persone che oggi investono nelle borse non hanno mai conosciuto un periodo di tassi elevati: negli ultimi decenni sono stati in continua discesa. Ci attendiamo che i mercati diventino più volatili e lo stesso accadrà per le valutazioni dei titoli. Riteniamo, quindi, che la nostra strategia d'investimento possa risultare adeguata in un contesto che presenterà molteplici sfaccettature e in cui gli attuali leader di mercato non necessariamente continueranno a godere di un vento a loro favorevole».

# Una comprensione più approfondita di rischi e opportunità

di **Boris Secciani**

Il mercato azionario Usa ha sorpreso per la sua forza, che rimane tuttavia ancora concentrata su un settore, quello tecnologico. Fondi&Sicav ha chiesto a **Tom Simunovic**, investment specialist-large cap sustainable growth di **Brown Advisory** quali sono le potenzialità che, in un alveo più ampio, l'equity statunitense offre.

**Può descrivere brevemente il vostro approccio all'azionario statunitense?**

«La nostra strategia è stata lanciata nel 2009 e da allora la filosofia di fondo non è cambiata. L'obiettivo, è sovrapassare l'indice Russell 1000 nel corso di un ciclo di mercato. Le aziende sulle quali desideriamo investire appartengono, dunque, all'insieme delle large cap americane e sono caratterizzate dalla definizione di quality growth a valuta-

zioni ragionevoli. Il tutto si traduce in un portafoglio bottom-up high conviction, in cui tipicamente deteniamo fra i 30 e i 40 titoli con un orizzonte di lungo periodo. In generale, infatti, il nostro turnover annuale si posiziona nella fascia fra il 18% e il 25%. Per identificare le migliori opportunità, ci basiamo su una profonda analisi dei fondamentali in cui l'identificazione del profilo di sostenibilità di ciascun gruppo esaminato è parte integrante».

**Come si inserisce nella vostra metodologia il profilo Esg di un possibile investimento?**

«Quando abbiamo iniziato una quindicina di anni fa, mancavano criteri chiari per potere delineare la sostenibilità. Eravamo praticamente in una sorta di selvaggio West nel quale i fondi costruivano liste di esclusione di nomi e settori. Noi, invece,



**TOM SIMUNOVIC**  
**investment specialist-large cap**  
**sustainable growth**  
**Brown Advisory**

fin da subito abbiamo adottato una logica diversa, che si basa sul definire i rischi cui andiamo incontro inserendo in portafoglio una determinata azione. Come gestori growth, è chiaro che non possiamo evitare di essere esposti a un consistente grado di aleatorietà: cerchiamo perciò di investire su asset che ricompensino più che adeguatamente l'incertezza che si portano appresso. Di conseguenza, per noi è fondamentale il modo, più onnicomprensivo possibile, in cui il concetto di rischio è definito. Sotto questo ombrello, infatti, rientrano gli aspetti finanziari, operativi e, appunto, di sostenibilità. Quest'ultima può influire positivamente o negativamente sui risultati di un'azienda attraverso tre canali».

#### **Potremmo analizzarli nel dettaglio?**

«Innanzitutto, cerchiamo di focalizzarci su quei gruppi che risolvono problemi ai loro clienti tramite l'alta qualità, a livello di Esg e dei loro beni e servizi. In pratica, per essi la sostenibilità è un elemento di crescita del fatturato. Dall'altra parte, siamo interessati anche a società per le quali essa rappresenta una maniera per diminuire i costi e aumentare i margini. Infine, non possiamo dimenticare che in alcuni casi una marcata sensibilità nei confronti di questi temi porta a un aumento del valore degli attivi di bilancio intangibili, quali il brand e la proprietà intellettuale».

#### **In generale il mercato aziona-**

**rio statunitense è considerato, oltre che di enormi dimensioni, estremamente liquido ed efficiente. Condividete questa view?**

«L'efficienza di un mercato dipende dal fatto che gli investitori dispongano o meno di informazioni complete e che tali conoscenze si riflettano pienamente nel valore dei titoli delle società che vi sono scambiate. Come gestori attivi, riteniamo chiaramente che il mercato azionario statunitense non sia del tutto efficiente. Ciò riflette in parte la natura incompleta e imperfetta delle informazioni cui abbiamo accesso e le differenti modalità con le quali gli investitori cercano di interpretare questi dati. I mercati sono inoltre fortemente influenzati dal sentimento, che può creare ulteriore inefficienza. In qualità di gestori attivi, cerchiamo di trarre vantaggio da ciò applicando un processo di investimento rigoroso che ci aiuti a identificare i segnali dal rumore di fondo. Un altro modo di pensare alla proposta di valore di un approccio di investimento sostenibile è questo: stiamo semplicemente osservando più dati che, riteniamo, possano portare a decisioni più informate e quindi a migliori risultati di investimento per i nostri clienti».

**Gli investitori sembrano concentrarsi maniacalmente su un numero molto ristretto di temi; come riuscite a muovervi con il vostro approccio puramente bottom-up in un simile paradigma?**

«Quanto sta accadendo sicuramente non rappresenta per una strategia come la nostra uno scenario facile in cui districarsi. Gli investimenti da noi detenuti, infatti, comprendono quelle che riteniamo le migliori aziende in una plethora di comparti, temi e modelli di business. In concreto, cerchiamo di avere a disposizione diverse maniere per generare alfa. Questo approccio si traduce in un portafoglio differenziato che avrà un aspetto e un comportamento diverso rispetto al benchmark. Il mercato, tuttavia, per il momento, sta spingendo al rialzo indiscriminatamente tutti i nomi di una cerchia settoriale

molto ristretta. Pensiamo, ad esempio, all'ambito dei semiconduttori, dove l'interesse per l'Ai ha attirato liquidità anche su quei produttori che hanno un'esposizione molto limitata a questo tema. Al contempo, però, si trovano opportunità eccellenti sotto forma di società di grande qualità e dalle elevate prospettive di crescita, le cui valutazioni risultano inferiori alla media degli ultimi 10 anni».

**Al di fuori della tecnologia, dove è possibile trovare nomi con le caratteristiche che ha descritto?**

«Tra i titoli che possediamo ci sono diverse aziende orientate ai consumatori che dovrebbero beneficiare del rilancio della cosiddetta "economia dell'esperienza". Nel corso della pandemia e nel periodo immediatamente successivo, questo tema, prima molto popolare, ha registrato un calo del favore degli investitori che hanno invece spostato l'attenzione sul consumo domestico di servizi digitali. Inoltre, nell'ambito dell'healthcare vi sono molte realtà i cui corsi non riflettono in maniera adeguata il loro potenziale di innovazione e crescita. Un altro ambito dove non mancano autentiche gemme è i servizi finanziari. Si tratta di un settore enorme, nel quale i fondamentali possono essere estremamente differenti a seconda della nicchia in cui si opera».

**In particolare, dove si annida il maggiore valore aggiunto nel complesso del sistema finanziario?**

«All'interno del settore dei servizi finanziari, un'area in cui siamo attualmente sovrappesati, vediamo le migliori opportunità nelle assicurazioni e nei gestori patrimoniali alternativi. Due dei nostri più recenti inserimenti in portafoglio sono società che figurano tra i maggiori operatori nella gestione patrimoniale alternativa e nel private equity, che beneficiano dei venti di coda secolari associati al crescente numero di società che scelgono di non quotarsi e al vuoto di finanziamenti che viene colmato dal private credit».

# Soprattutto diversificazione e flessibilità

**a cura di Pinuccia Parini**

È ormai trascorsa la prima metà dell'anno e le aspettative degli investitori si sono modificate con il trascorrere dei mesi: le attese del taglio dei tassi da parte della Fed, la tenuta della crescita globale e l'inflazione che è ancora sopra gli obiettivi delle maggiori banche centrali. A tutto ciò si aggiungono le incognite, con conferme e sorprese, di un anno elettorale da record per il numero di persone che saranno chiamate alle urne. Su questi temi, risponde **Salvatore Bruno**, viceresponsabile investimenti e responsabile investimenti active management di **Generali Asset Management Sgr**, parte di **Generali Investments**.

**Il 2024, ancora una volta, non si presenta di facile lettura. Qual è il suo parere?**

«L'analisi del contesto macroeconomico e dei mercati finanziari, immaginandone lo sviluppo futuro, non è mai un esercizio facile. Ed è ancora meno agevole in questo momento, nel quale si concentrano cambiamenti strutturali e dinamiche politiche come, forse, mai è avvenuto in passato. Da un lato, infatti, la pan-

demia e l'esplosione di tensioni geopolitiche stanno profondamente modificando i rapporti commerciali e politici tra le grandi potenze e giocando un ruolo cruciale nel riemergere dell'inflazione dopo oltre 15 anni di variazioni dei prezzi molto contenute. Dall'altro, le recenti elezioni europee hanno di fatto aperto la possibilità di potenziali effetti destabilizzanti nel medio termine».

**Le elezioni, solitamente, hanno un effetto transitorio sui mercati finanziari. Pensa che questa volta possa essere diverso?**

«Sebbene il risultato elettorale sembri consentire una continuità della precedente maggioranza nella formazione della nuova Commissione, le elezioni francesi possono potenzialmente mutare radicalmente lo scenario politico di riferimento anche a livello europeo e incidere non solo su aspetti specifici come la fiscalità o la transizione energetica, ma anche sulla totalità delle politiche europee. Sempre in tema politico, inoltre, le elezioni presidenziali negli Stati Uniti rappresentano un'ulteriore fonte potenziale di instabilità per i mercati».



**SALVATORE BRUNO**  
viceresponsabile investimenti  
e responsabile investimenti  
active management  
Generali Asset Management Sgr,  
parte di Generali Investments

### Si attende quindi maggiore nervosismo nei mercati?

«I risultati elettorali europei hanno generato volatilità per gli asset del Vecchio continente, in particolare francesi, innescando una fase di risk-off sul mercato azionario e sugli spread periferici. Le elezioni legislative sembrano comunque non essere sufficienti a dissipare le incertezze, dal momento che un risultato molto probabile sarà un parlamento non in grado di esprimere una maggioranza di governo stabile; in ogni caso i partiti si prepareranno a una lunga campagna elettorale che porterà alle presidenziali del 2027. L'incertezza politica in Francia avrà ripercussioni anche sulle relazioni politiche all'interno dell'Europa e potrà impattare su tematiche importanti come quelle fiscali. Sebbene i mercati normalmente, nel medio termine, si adattino ai cambiamenti politici, non si può escludere, in questo caso, che gli episodi di volatilità potranno ripresentarsi anche nei prossimi mesi se, ad esempio, il tema del crescente deficit pubblico francese non verrà affrontato adeguatamente dal nuovo governo».

### Ritiene che l'inflazione continui a rimanere un'incognita?

«Dal punto di vista macroeconomico, l'inflazione ha proseguito a scendere verso i livelli obiettivo, ma con una velocità sensibilmente più lenta di quanto il mercato si aspettava, determinando una continua revisione delle aspettative di taglio dei tassi ufficiali. Prevediamo che il percorso di convergenza continui, sia negli Stati Uniti, sia in Europa, anche se in quest'ultima gli ultimi dati evidenziano una certa persistenza

delle componenti inflative legate ai servizi. Ovviamente, episodi esogeni possono modificare nuovamente lo scenario monetario. Un tema importante che sta emergendo tra i banchieri centrali è dove collocare il tasso di interesse neutrale, ossia quello prevalente con condizioni di pieno impiego e di inflazione costante: l'idea è che si stabilizzerà più in alto rispetto agli ultimi 15 anni. È un dibattito da seguire da vicino, dal momento che avrà conseguenze sul downside potenziale dei tassi e, quindi, sulla gestione».

### E per quanto riguarda la crescita?

«La crescita sta chiaramente rallentando negli Stati Uniti, dopo un periodo di straordinaria resilienza, mentre in Europa notiamo una stabilizzazione al termine della fase difficile degli ultimi trimestri. In termini di prospettiva, i tempi di rientro dell'inflazione e, soprattutto, gli sviluppi politici in Europa continueranno a dominare il dibattito sui mercati finanziari».

### Il contesto che ha descritto favorisce in particolare qualche asset class?

«Inflazione e crescita in rallentamento sono elementi favorevoli alla componente tassi dei portafogli, quanto meno nel medio periodo, quando le banche centrali potranno avere più chiare le possibilità di implementare un ciclo di taglio dei tassi. La persistenza, se non un incremento, delle tensioni politiche in Europa, può essere di ulteriore supporto a una strategia di duration sui tassi cosiddetti core: quindi Germania ma, soprattutto, Stati Uniti, che non sono direttamente impattati dalla situazione europea. Avremo quindi, verosimilmente, una nuova fase di risk-off, che impatterebbe gli asset più rischiosi come gli spread periferici, parte del credito e i mercati azionari».

### Quindi quale strategia adotterebbe sui mercati?

«Tatticamente, una strategia basata sul rendimento corrente (carry strategy) è probabilmente la più efficace, aggiungendo gradualmente duration sui portafogli, valutando i livelli di ingresso in particolare sui tassi core tradizionalmente safe-heaven in caso di tensioni politiche. Un approccio simile è auspicabile anche per il comparto del credito, dove è necessario trovare un giusto equilibrio tra qualità e carry attraverso un'attenta selezione degli emittenti. La componente azionaria vede al momento un differenziale di valutazione sensibile tra il mercato americano e quello europeo, meno caro, accentuata dal recente movimento di correzione. Dal punto di vista fondamentale è probabile che il tema della crescita sarà incrementalmente più importante per il mercato azionario ma, ancora una volta, occorrerà tenere conto degli sviluppi politici in atto».

### Quale approccio ritiene sia opportuno avere in un periodo complesso come quella attuale?

«Siamo in una fase di cambiamenti strutturali nel panorama economico e finanziario, dopo quasi due decenni di bassa inflazione e crescita da un lato e globalizzazione e assenza di conflittualità geopolitica dall'altro. È necessario essere adeguatamente attrezzati per affrontare questi cambiamenti e diversificazione e flessibilità saranno le parole d'ordine. Non sono concetti nuovi, ma vanno probabilmente riempiti con nuovi contenuti: diversificare non solo per asset class, ma anche per tematiche, aree geografiche e valute, e mantenere elevata flessibilità nella gestione, individuando di volta in volta le diverse tematiche sulle quali investire».



## IL MERCATO DELLE TERRE RARE

# Ancora più rare

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

Il mercato globale delle terre rare è stato valutato intorno a 10 miliardi di dollari nel 2023 ed è previsto in crescita con un Cagr del 9,4% dal 2024 al 2030, con il raggiungimento di un valore di 31,1 miliardi entro questa seconda data. Il trend è alimentato dalla domanda crescente in settori chiave come l'elettronica di consumo, le energie rinnovabili (in particolare l'eolico, con un aumento della richiesta di neodimio del 18% annuo) e la produzione di veicoli elettrici (l'incremento previsto è del 25% annuo per la domanda di terre rare per batterie).

### PRINCIPALI TREND DEL MERCATO

- **Domanda in aumento** - La domanda di terre rare è in costante aumento. Si stima che quella di neodimio e praseodimio, cruciali per la produzione di magneti ad alte prestazioni, salirà rispettivamente del 12% e del 10% all'anno.
- **Transizione energetica** - La transizione globale verso fonti energetiche rinnovabili e la mobilità elettrica stanno alimentando la domanda di terre rare. Ad esempio, una turbina eolica da 3 mw richiede circa 500 kg di terre rare.
- **Concentrazione dell'offerta** - La Cina rimane il principale produttore e fornitore di terre rare a livello mondiale, con una quota di mercato del 60%. Questa

concentrazione solleva forti preoccupazioni sulla sicurezza delle forniture.

• **Sviluppo di fonti alternative** - Diversi paesi, come Australia, Stati Uniti e Canada, stanno investendo nello sviluppo di nuove miniere di terre rare, con una capacità produttiva totale prevista di 280 mila tonnellate entro il 2030.

• **Riciclo e recupero** - Il riciclo delle terre rare dai prodotti a fine vita sta guadagnando importanza, con un tasso di recupero stimato del 5% nel 2023, ma con un potenziale di crescita significativo.

### ESPOSIZIONE AL RISCHIO GEO POLITICO

Il mercato delle terre rare è fortemente esposto ai rischi geopolitici a causa della sua concentrazione produttiva, dominata dalla Cina. Questa dipendenza da un singolo attore lo rende vulnerabile a interruzioni dell'offerta associate a politiche protezionistiche, tensioni commerciali, instabilità politica e sanzioni internazionali. Tali rischi potrebbero manifestarsi attraverso dazi, restrizioni all'esportazione, nazionalizzazioni delle risorse o conflitti armati nei paesi produttori, come dimostrato dalle tensioni tra Stati Uniti e Cina e dai conflitti nella Repubblica Democratica del Congo. L'impatto sui consumatori sarebbe consi-

derato significativo a causa del potenziale aumento dei costi di produzione per settori chiave come l'elettronica, le energie rinnovabili e la difesa.

## ANALISI SWAT

### Punti di forza

- Domanda in forte crescita** - La domanda di terre rare è in costante aumento, trainata da settori chiave come l'elettronica, le energie rinnovabili e i veicoli elettrici.
- Applicazioni strategiche** - Le terre rare sono essenziali per tecnologie strategiche, come magneti permanenti, batterie, catalizzatori e laser, il che le rende indispensabili per l'economia moderna.
- Diversificazione delle fonti di approvvigionamento** - Diversi paesi stanno investendo nello sviluppo di nuove miniere e nel riciclo delle terre rare, riducendo la dipendenza dalla Cina.
- Innovazione tecnologica** - L'innovazione tecnologica nel settore, come lo sviluppo di processi di estrazione più efficienti e sostenibili, sta migliorando la redditività e diminuendo l'impatto ambientale.

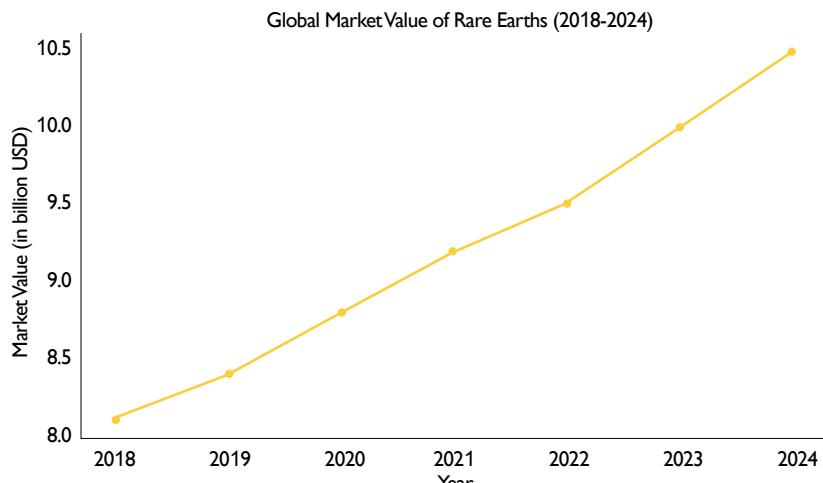
### Punti di debolezza

- Concentrazione dell'offerta** - La Cina domina la produzione globale di terre rare, creando rischi di interruzioni dell'offerta e volatilità dei prezzi.
- Impatto ambientale** - L'estrazione e la lavorazione delle terre rare possono avere un impatto ambientale significativo, inclusa la produzione di rifiuti tossici e il consumo di acqua.
- Costi di produzione elevati** - I costi di produzione delle terre rare possono essere elevati a causa della complessità dei processi di estrazione e raffinazione.
- Basso tasso di riciclo** - Il tasso di riciclo è ancora basso, il che limita la disponibilità a lungo termine di questi materiali.

### Opportunità

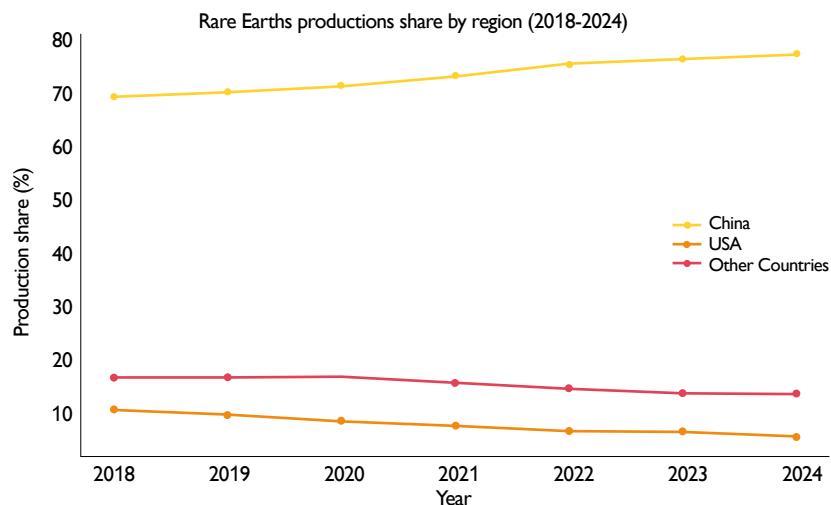
- Transizione energetica** - La transizione verso fonti energetiche rinnovabili e la mobilità elettrica stanno creando una domanda crescente di terre rare per turbine eoliche, veicoli elettrici e batterie.
- Sviluppo di tecnologie sostenibili** - Lo sviluppo di tecnologie di estrazione e lavorazione più sostenibili può ridurre l'im-

FIG.1 - ANDAMENTO DEL VALORE DI MERCATO GLOBALE DELLE TERRE RARE DAL 2018 AL 2024



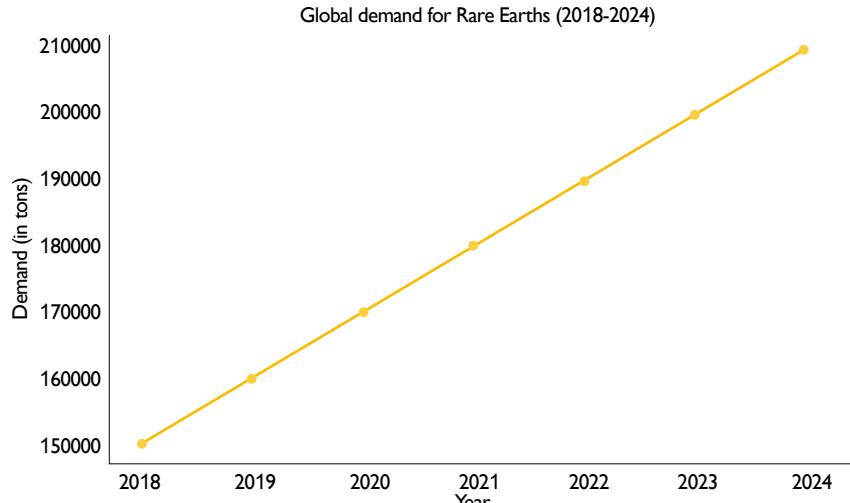
dati: U.S. Geological Survey (USGS), elaborazione: AlAIG

FIG.2 - DISTRIBUZIONE DELLA PRODUZIONE DI TERRE RARE PER REGIONE DAL 2018 AL 2024



dati: U.S. Geological Survey (USGS), elaborazione: AlAIG

FIG.3 - ANDAMENTO DELLA DOMANDA GLOBALE DI TERRE RARE DAL 2018 AL 2024



dati: U.S. Geological Survey (USGS), elaborazione: AlAIG

patto ambientale del settore e migliorare l'immagine pubblica.

- **Aumento del riciclo** - L'aumento del riciclo di questa commodity può ridurre la dipendenza dalle miniere e garantire un approvvigionamento più stabile e sostenibile.

- **Nuove applicazioni** - La scoperta di nuove applicazioni per le terre rare in settori emergenti, come l'elettronica flessibile e la medicina, può creare nuove opportunità di mercato.

#### Minacce

- **Volatilità dei prezzi** - La volatilità dei prezzi delle terre rare può rendere difficile la pianificazione degli investimenti e la redditività delle imprese.

- **Tensioni geopolitiche** - Le tensioni geopolitiche possono interrompere l'approvvigionamento di terre rare, come dimostrato dalle restrizioni all'esportazione imposte dalla Cina in passato.

- **Concorrenza da materiali alternativi** - Lo sviluppo di materiali alternativi con proprietà simili alle terre rare potrebbe ridurne la domanda.

- **Regolamentazioni ambientali più severe** - Le regolamentazioni ambientali più severe possono rappresentare un notevole freno alla produzione.

#### SCENARI DI SVILUPPO

##### 1. Diversificazione controllata e tensioni persistenti (probabilità alta)

- **Descrizione** - La Cina mantiene la sua posizione dominante nella produzione di terre rare, ma altri paesi aumentano gradualmente la loro capacità produttiva e di lavorazione. Le tensioni geopolitiche persisterebbero, portando a fluttuazioni dei prezzi e a periodi di incertezza sul mercato.

##### • Fattori chiave

- Graduale aumento della produzione di terre rare in paesi come Stati Uniti, Australia e Canada.
- Investimenti in tecnologie di estrazione e lavorazione più sostenibili.
- Continua domanda di terre rare da parte dei settori dell'elettronica, delle energie rinnovabili e dei veicoli elettrici.
- Tensioni commerciali e politiche persistenti tra Cina e altri paesi.



- Sviluppo di politiche di sicurezza nazionale per garantire l'accesso alle terre rare.

##### • Impatto sul mercato

- Moderata volatilità dei prezzi.
- Aumento della concorrenza tra i produttori.
- Maggiore attenzione alla sostenibilità e al riciclo delle terre rare.
- Possibili interruzioni temporanee dell'offerta a causa di tensioni geopolitiche.

##### 2. Transizione verso un mercato multipolare (probabilità media)

- **Descrizione** - La Cina perde gradualmente la sua posizione dominante nel mercato delle terre rare, mentre altri paesi diventano produttori significativi. Si stabilirebbe un mercato multipolare, con una maggiore diversificazione dell'offerta e una riduzione delle tensioni geopolitiche.

##### • Fattori chiave

- Significativo aumento della produzione di terre rare in paesi diversi dalla Cina.
  - Sviluppo di catene di approvvigionamento più resilienti e diversificate.
  - Maggiore collaborazione internazionale nella gestione delle risorse di terre rare.
  - Progressi tecnologici che riducono i costi di produzione e migliorano la sostenibilità.
- **Impatto sul mercato**
  - Maggiore stabilità dei prezzi.
  - Aumento della concorrenza e dell'innovazione.

- Riduzione dei rischi geopolitici e maggiore sicurezza dell'approvvigionamento.

##### 3. Crisi dell'offerta e tensioni estreme (probabilità bassa)

- **Descrizione** - Un evento geopolitico o ambientale grave, come un conflitto armato o un disastro naturale in una regione chiave di produzione, provocherebbe una crisi dell'offerta di terre rare. Le tensioni geopolitiche raggiungerebbero livelli estremi, portando a un'impennata dei prezzi e a una grave interruzione delle catene di approvvigionamento.

##### • Fattori chiave

- Interruzione improvvisa e prolungata della produzione di terre rare in Cina o in altri paesi chiave.
- Escalation delle tensioni geopolitiche e imposizione di embarghi commerciali.
- Mancanza di scorte strategiche sufficienti per fare fronte alla crisi.

##### • Impatto sul mercato

- Aumento vertiginoso dei prezzi delle terre rare.
- Grave interruzione delle catene di approvvigionamento globali.
- Rallentamento della produzione in settori chiave come l'elettronica, le energie rinnovabili e i veicoli elettrici.
- Aumento degli investimenti nella ricerca di materiali alternativi e nello sviluppo di tecnologie di riciclo.

# Diventare investitori darwiniani

Solo chi è in grado di adattarsi alle mutevoli condizioni di mercato ed è disposto a incorporare nuove metodologie e tecnologie non cadrà vittima delle insidie dell'impreparazione, del rischio di perdite economiche e, nei casi più gravi, del rischio di fallimento. In modo provocatorio si potrebbe dire che non occorre tanto avere maestria nelle tecniche di vendita, nelle tendenze di mercato, nell'analisi finanziaria, tecnica o fondamentale che sia, e nelle opzioni delle diverse strategie: è invece cruciale la capacità di adattamento, che vince anche sui campioni delle tecniche di vendita rialziste o ribassiste che siano. Il segreto? La teoria evoluzionista di Charles Darwin.

## LE AZIONI DA COMPIERE

Comprendere profondamente, a tutti i livelli di esperienza, l'importanza dell'adattamento nel mondo naturale, cioè del contesto, e applicarla concretamente ai mercati finanziari significa sapere quale decisione prendere ora e come avere successo a breve e a lungo termine.

Tutto ciò significa essere in grado di svolgere le seguenti azioni.

**- Adeguarsi alle mutevoli condizioni di mercato.** I mercati finanziari sono in una continua evoluzione, poiché tutto il mondo è rapidamente in costante cambiamento; ciò richiede agli investitori di sapere reagire prontamente per cogliere le opportunità e gestire i rischi in modo efficace.

**- Stare al passo con i progressi tecnologici.** Il settore degli investimenti, e non solo, è fortemente innovato dal progresso tecnologico. Essere in grado di adattarsi all'emergere di nuovi strumenti, piattaforme e metodologie di investimento consente di mantenere un vantaggio competitivo e sfruttare al meglio le evoluzioni del mercato.

**- Comprendere i cambiamenti nel comportamento dei consumatori.** Le abitudini e le preferenze dei consumatori, che costituiscono le richieste del mercato, evolvono costantemente, influenzate da fattori sociali, economici e culturali. Capire queste trasformazioni, oggi sempre più repentine, permette di interpretare il mondo in modo oggettivo, di essere maggiormente consci dei rischi e delle opportunità delle proprie decisioni e di migliorare gli investimenti.

In sintesi, la capacità di adattamento è una caratteristica fondamentale per gli investitori che desiderano avere successo e prosperare nel costante flusso di mutamenti che caratterizza il mondo reale e quello finanziario. «Non è la più forte delle specie che sopravvive, né la più intelligente, ma quella che si adatta meglio al cambiamento». (Charles Darwin)

## VELOCITÀ DI ADATTAMENTO

Attualizzando questa teoria e aggiungendo un tassello a un concetto presente in essa solo a latere, il secondo fattore cruciale è la velocità di adattamento ai cambiamenti. L'eccessiva mole di informazioni da cui veniamo bombardati ogni giorno può risultare schiaccIANte e provocare una risposta di "comfort" nelle persone, con il risultato che continuano con i propri modelli consuetudinari, bloccando l'evoluzione di chi si adatta meglio al nuovo ambiente. Come avviene nella "selezione naturale" di Darwin, la sopravvivenza di chi non si adatta è messa a rischio.

Anche, e soprattutto, nel mondo finanziario, questo atteggiamento e le scelte che ne derivano risultano nefaste nel progresso degli investimenti. Sicuramente, abbandonare certe convinzioni o idee

può essere spaventoso, ma è l'unico modo per essere in grado di rispondere con la stessa velocità all'evoluzione dell'intorno a noi e, quindi, dei mercati.

## IL PERCHÉ DEI FALLIMENTI

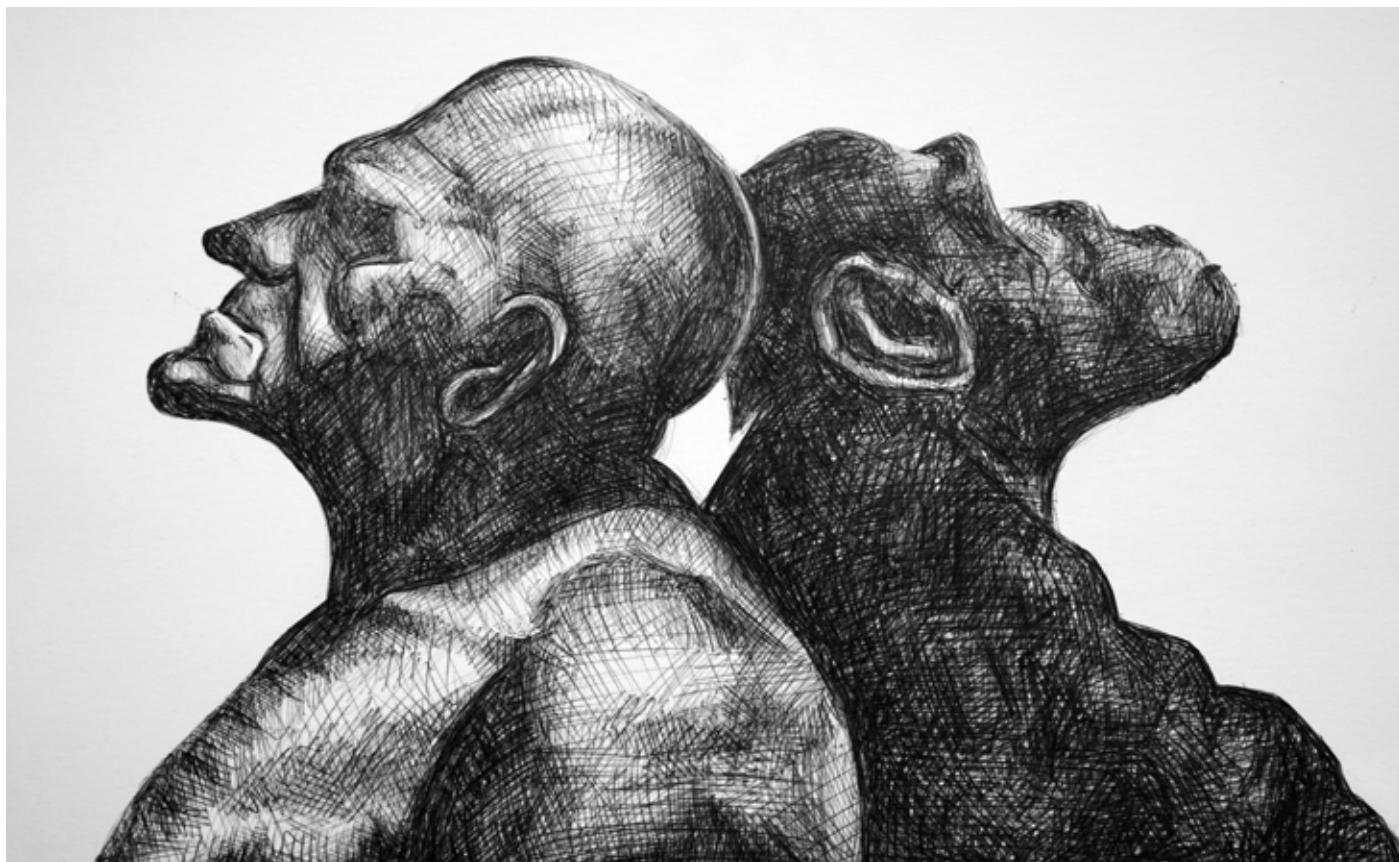
Da un certo punto di vista, i clamorosi fallimenti di Enron (2001), Lehman Brothers e Bear Stearns (nel 2008) possono essere attribuiti all'incapacità di adattarsi alle mutevoli condizioni di mercato e alla mancata volontà di incorporare nuove metodologie nelle proprie strategie di gestione del rischio e, di conseguenza, anche a pratiche rischiose e possibili situazioni fraudolente.

In modo più specifico, Kodak e Nokia sono due esempi emblematici di aziende leader del loro settore che hanno conosciuto un tracollo a causa della loro incapacità di adattarsi ai rapidi cambiamenti tecnologici. Erano giganti del mercato, da cui sono stati estromessi perché sono stati incapaci di leggere i segni dell'innovazione e del progresso, rimanendo nella propria zona di comfort.

## IL PRISMA COMPORTAMENTALE

Le emozioni e il comportamento umano svolgono un ruolo significativo nel mercato

finanziario. Gli investitori agiscono spesso in modo irrazionale, spinti dalla paura e talvolta dall'avidità, ma molto più spesso dalla conservatività dei propri metodi e delle tecniche apprese dall'esperienza. Purtroppo l'esperienza umana è anacronistica in un mondo digitale e a volte incomprensibile. Queste emozioni hanno un impatto sulle scelte di investimento e non vanno sottovalutate, anzi, è fondamentale la loro comprensione per la costruzione dell'efficacia della reattività al cambiamento. La velocità che ci travolge, e che non ha precedenti nella storia dell'uomo, acuisce la competitività e il forte dinamismo in tutti i settori. La rapidità e l'ampiezza delle connessioni digitali, l'abbattimento delle barriere fisiche e politiche, la globalizzazione e l'internazionalizzazione comportano concretamente la riduzione dei cicli di vita dei prodotti, l'ulteriore accelerazione nel cambiamento dei bisogni dei consumatori, l'instabilità di assetti consolidati e di forme di governo. Due esempi, non esaustivi del fenomeno sociale e culturale molto più ampio, sono le elezioni anticipate che si sono tenute in Francia e in Inghilterra, in un anno in cui sono previste anche le presidenziali negli Usa. Al netto di questi eventi puntuali, il fenomeno di instabilità



che impatta sulla volatilità globale è ormai irreversibile. Non a caso il mondo in cui viviamo è definito Vuca (volatility, uncertainty, complexity e ambiguity), che sta per mondo eccessivamente volatile, incerto, complesso e ambiguo.

In modo molto pragmatico, per sopravvivere con tutto ciò che siamo e facciamo, si devono abbandonare le metodologie consolidate, i concetti rassicuranti quali la "probabilità" di calcolo e le relative tecniche di previsione basate sui dati del passato.

### **UNA "NATURALE" RITROSA**

A causa della velocità del nostro mondo e delle sue transazioni digitali, ieri è già "tra-passato": è una percezione che all'essere umano non sembra "naturale" e di fronte alla quale prova, di conseguenza, una "naturale" ritrosia. Il percepito umano rileva, infatti, qualcosa che non è in grado di decifrare: la frammentazione dovuta all'ampiezza della narrazione nell'atomizzazione del tempo.

Ma tutto ciò che è impossibile da decodificare per l'individuo è invece possibile per l'intelligenza artificiale (Ai) sviluppata a supporto dell'uomo. Infatti, quest'ultimo ha intelligenza sufficiente per comprendere i propri limiti, che si superano rendendo efficace la velocità d'apprendimento "dell'investitore darwiniano" grazie a flessibilità e adattabilità, ma anche a creatività. La creatività umana è il motore del cambiamento e dell'innovazione. Essa ci permette di elaborare diverse risposte a un problema e di trovare soluzioni non usuali. Per aumentare le possibilità di diventare parte del panorama futuro bisogna attingere ad altri metodi. Per prendere decisioni strategiche e d'impatto che hanno la probabilità di durare nel tempo, bisogna adeguarsi continuamente al presente e non concentrarsi sulla longevità del passato e nemmeno lasciarsi abbagliare da tecno-meteore, anche se luminosissime.

### **A CIASCUNO IL SUO MEZZO**

L'Ai predittiva costituisce un potente strumento che permette di fare evolvere la specie. L'Ai generativa riproduce, invece, ciò che ha imparato: va bene per generare testi, per creare immagini, ma non per usi finanziari. È qui che l'intelligenza umana è il vero tassello del puzzle e si interseca con la nuova tecnologia emergente. Le varie tipologie di Ai hanno a che fare



con lo studio scientifico dell'intelligenza, che è in qualche modo la comprensione di ciò che significa essere umani. L'aspetto più importante dell'Ai è che può aiutarci a comprendere le teorie su che cosa sia l'intelligenza e ad apprezzare maggiormente che cosa significhi essere umani con la propria intelligenza emotiva.

L'Ai il più delle volte simula processi di apprendimento, come, ad esempio, il cosiddetto apprendimento macchina (detto anche MI, cioè machine learning) di cui sono costituite molte delle Ai generative sul mercato. Il vero problema, in questo caso, è che le macchine imparano in modo diverso dagli esseri umani, basandosi sulle statistiche dei dati in loro possesso e provocando fenomeni di underfitting e di overfitting, cioè di incapacità a vedere ciò che non è mai avvenuto e di sopravvalutazione di ciò che è successo.

### **C'È MACCHINA E MACCHINA**

Un rapido take away di orientamento per chi si deve apprezzare all'argomento. Innanzitutto, diffidate laddove si tratta di una Ai che «studia i dati del passato», laddove «è essenziale raccogliere e utilizzare i dati aziendali in modo efficace» e si afferma che «senza dati di alta qualità,

qualsiasi tentativo di implementare l'Ai rischia di essere inefficace». In pratica, c'è macchina e macchina, quindi attenzione ad affidarvi per la crescita a chi in realtà non rinnova, perché sta solo rigenerando qualcosa che ha studiato dall'allenamento o apprendimento macchina, cioè dal passato.

Nell'Ai predittiva post-probabilistica, invece, non si chiede alla macchina di apprendere, bensì di calcolare per proporre all'uomo di prendere una possibile decisione, una credibile scelta per il futuro, avendo una sola fotografia del presente. Per questo motivo l'Ai predittiva è una forza trasformativa che rimodella le nostre società in modi che vanno oltre ogni immaginazione. Ci potenzia, aumenta le nostre capacità decisionali e di pensiero aprendo a nuove possibilità di scelta e di vita, allo scopo di trovare soluzioni da incorporare nella governance di qualsiasi decisione per proteggerla da situazioni rischiose.

I vantaggi di un'Ai predittiva sono di potere anticipare i fenomeni, incrociando fonti di conoscenza in vari contesti, in real time, esattamente come quando, nella "teoria del caos", si scopre che una farfalla che inizia a battere le ali sta per provocare una tempesta dall'altra parte del mondo.

# Attenti al rumore!

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

Lo scorso 24 marzo, a novant'anni appena compiuti, è scomparso Daniel Kahneman, psicologo e professore universitario che ha vinto il premio Nobel 2002 per aver utilizzato l'approccio della psicologia cognitiva per riformulare molti aspetti della teoria economica e finanziaria. Le sue ricerche innovative hanno dato origine a quella che comunemente viene chiamata finanza comportamentale, della quale egli è uno dei fondatori e che è considerata uno dei più importanti sviluppi nelle scienze sociali dell'ultimo mezzo secolo. Ricordiamo il suo ultimo contributo, lo studio "Rumore. Un difetto del comportamento umano", scritto nel 2021 assieme a due coautori: Olivier Sibony, studioso di pensiero strategico e analisi dei processi decisionali e docente a Parigi, e Cass R. Sunstein, giurista e autorevole esperto di razionalità e irrazionalità dei comportamenti economici, professore alla Harvard Law School.

Nel libro, il concetto di "rumore" viene introdotto attraverso una metafora innovativa: immaginiamo che un gruppo di arcieri scagli le sue frecce verso vari bersagli. Al termine della sessione di tiro,

esaminiamo i risultati e osserviamo che in alcuni casi le frecce di una squadra sono raggruppate molto vicine tra loro, indipendentemente dalla loro distanza dal bersaglio. Ciò indica una coerenza nei tiri, sebbene possano essere tutti distanti dal centro; in questo scenario, siamo di fronte a quello che viene chiamato "bias" o distorsione sistematica. Questo tipo di errore riflette una tendenza costante e prevedibile nei tiri, tutti deviati in una direzione specifica, ed è oggetto di ricerche da decenni. Al contrario, in altri casi le frecce potrebbero essere sparpagliate in modo molto più ampio, quasi come se fossero state lanciate a caso. Questo tipo di dispersione rappresenta il rumore, ovvero una variabilità casuale nelle presta-

zioni che non segue un modello predittivo o sistematico. Il "rumore" indica quindi l'assenza di coerenza nei tiri. L'errore nel prendere decisioni o nel valu-

tare situazioni può, quindi, essere suddiviso in queste due componenti principali: il bias, che indica un errore sistematico e ripetibile, e il rumore, che rappresenta una variabilità irregolare e casuale. Poiché entrambi influiscono in modo negativo sulle nostre decisioni quotidiane, comprenderli appare

“ *L'errore nel prendere decisioni o nel valutare situazioni può essere suddiviso in queste due componenti principali: il bias, che indica un errore sistematico e ripetibile, e il rumore, che rappresenta una variabilità irregolare e casuale.*

*Poiché entrambi influiscono in modo negativo sulle nostre decisioni quotidiane, comprenderli appare*

*fondamentale*



\* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

\*\* Consulente finanziario iscritto all'Albo.

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

fondamentale. Ogni decisione che comporti un giudizio, in buona sostanza, è affetta da rumore. Tutto ciò comporta grandi difficoltà, grandi costi, mancanza di equità. Nel set-



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



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

tore finanziario, in particolare, il concetto di rumore assume una rilevanza critica dato che i mercati operano spesso in condizioni di incertezza e le interpretazioni soggettive delle stesse informazioni possono variare ampiamente tra analisti e operatori. Queste discrepanze possono significativamente influenzare le decisioni di investimento e le valutazioni degli asset.

#### **RISCHIO E RUMORE**

Comprendere e mitigare il rumore decisionale è essenziale anche nella gestione del rischio, permettendo alle organizzazioni finanziarie di evitare scelte eccessivamente prudenti o troppo audaci, che potrebbero derivare da valutazioni inconsistenti. Si pensi alle società che si occupano di investimenti, ai trader, agli assicuratori o anche a risparmiatori esperti: diverse persone, tutte ugualmente competenti, possono facilmente arrivare a valutazioni estremamente differenti. La variabilità indesiderata in giudizi che in teoria dovrebbero essere identici prende il nome di "rumore sistematico". Che si scompona a sua volta in "rumore di livello" e "rumore strutturale".

Il primo si riferisce alle variazioni nelle decisioni o valutazioni che dovrebbero essere standardizzate ma non lo sono a causa di fattori, personali o contestuali, ma transitori. Immaginiamo due analisti che valutino lo stesso portafoglio di investimenti in due momenti diversi della giornata. Un analista potrebbe valutarlo subito dopo l'apertura del mercato, mentre l'altro nel tardo pomeriggio. Se il primo analista è generalmente più ottimista al mattino e il secondo è più cauto a causa della fatica di fine giornata, le loro valutazioni potrebbero differire notevolmente, nonostante stiano analizzando gli stessi dati. Queste differenze non sono legate a una strategia di investimento diversa, ma piuttosto a variazioni personali e temporali, che costituiscono appunto il "rumore di livello". Il "rumore strutturale", invece, si verifica a causa delle differenze nei modi in cui vengono prese le decisioni all'interno di una stessa organizzazione. Ad esempio, se in una banca diversi team utilizzano criteri differenti per valutare il rischio di un certo tipo di investimento, può accadere che un team dia molto peso alla performance storica di un investimento, mentre l'altro consideri più importanti le prospettive future basate sulle sue previsioni economiche. Queste differenze permanenti nei criteri di valutazione possono portare a decisioni molto diverse riguardo agli stessi asset, generando così rumore strutturale. In sintesi, mentre il rumore di livello è più associato a variazioni individuali e temporali, il rumore strutturale riguarda differenze più profonde e connaturate ai processi decisionali all'interno di un'organizzazione.

Mentre i bias sono in qualche modo prevedibili, il rumore, come abbiamo visto, non lo è. Per ridurlo, i tre studiosi nel libro suggeriscono una serie di principi per pervenire a quella che definiscono "igiene decisionale".

#### **"IGIENE DECISIONALE"**

Innanzitutto bisogna avere la consapevolezza che il rumore esiste e che, per ridurlo, riflettere sulle proprie tendenze decisionali aumenta la consapevolezza delle potenziali incongruenze nei propri giudizi. Inoltre, Kahneman & c. consigliano l'uso di checklist, che standardizzano i processi (per esempio utilizzando l'analisi costi-benefici o le valutazioni del rischio) e assicurano che tutte le informazioni rilevanti si-

ano considerate in modo sistematico. Ciò riduce la variabilità dovuta all'omissione di fattori chiave durante il processo decisionale. Da ciò discende una terza indicazione: preferire l'uso di modelli decisionali predeterminati, che sono scarsamente suscettibili al rumore per loro natura e che possono fornire una base uniforme su cui prendere decisioni. L'obiettivo del giudizio, infatti, è l'accuratezza, non l'espressione individuale. Quindi, senza eliminare i valori personali, che spesso nascono da una grande fiducia nelle proprie opinioni, è preferibile l'uso di linee guida più neutre e vincolanti. In aggiunta, sottolineano, è utile incoraggiare la promozione di una riflessione critica: gli individui debbono abituarsi a valutare le informazioni adottando più fonti e diverse prospettive, poiché questo atteggiamento spinge verso un'analisi approfondita invece che verso comportamenti basati su reazioni istintive o superficiali. Infine, i tre autori consigliano di confrontarsi con persone che abbiano background differenti dal nostro per incentivare una revisione dei nostri pareri. In questo contesto, emerge la necessità della figura di un esperto che svolga un ruolo chiave: aiuta a dare priorità all'accuratezza rispetto alle opinioni personali, promuove l'uso di processi decisionali progettati per minimizzare le variazioni casuali e non sistematiche (il rumore, appunto) che possono influenzare i giudizi umani. Inoltre contribuisce a stabilire una visione più obiettiva, adottando un approccio più distaccato per analizzare le situazioni, organizza i giudizi in fasi distinte per prevenire interferenze valutative e incoraggia a resistere alle conclusioni affrettate, seguendo linee guida standardizzate. Infine aiuta, attraverso feedback costruttivi, a comprendere quando e come il processo decisionale devia dalla norma desiderata e cosa bisogna fare per correggere tale tendenza.

In sintesi, un educatore che fornisce agli individui le conoscenze necessarie per non farsi influenzare inconsapevolmente da fattori fuorvianti. Come diceva Ambrose Bierce, il rumore, anche se disturba, «è comunque il prodotto principale e il segno distintivo della nostra civiltà». Kahneman e i suoi coautori ci mostrano la via se non proprio per eliminarlo del tutto, almeno per riconoscerlo e mitigarlo. Per potere prendere decisioni migliori.

### ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

## La prova del corretto operato

di **Paolo Francesco Bruno, counsel di Advant Nctm**

Con la recente decisione n. 7418 del 13 giugno 2024, l'Arbitro per le Controversie Finanziarie (Acf) offre un utile spunto per rammentare quali sono gli obblighi informativi cui è tenuto ad adempiere l'intermediario finanziario in caso di negoziazione di fondi e come essi possono essere dimostrati.

La vicenda concerneva l'acquisto di quote di fondi comuni d'investimento Ucits da parte di due coniugi. In seguito all'acquisto, il Consiglio di Amministrazione della Sgr decideva di sospendere temporaneamente tutte le richieste di sottoscrizione e di switch del fondo, comunicando poi ai clienti le operazioni di scorporo effettuate dalla società di gestione nel tempo. Dalla successiva vendita dei titoli, tuttavia, gli investitori lamentavano una rilevante perdita in linea capitale, di cui chiedevano ristoro all'intermediario. Dal punto di vista probatorio, rammentando che l'Acf non svolge un'attività istruttoria "profonda" come quella che avviene nel processo ordinario di cognizione, è bene ricordare che l'intermediario è onerato comunque a depositare "tutta la documentazione afferente al rapporto controverso" (come ricorda il Regolamento concernente l'Acf) e assume su di sé l'onere di dimostrare il proprio corretto operato. A fronte della ridda eterogenea di contestazioni mosse a carico dell'intermediario collocatore, quest'ultimo ha sistematicamente replicato alle censure mosse, fornendo evidenze probatorie idonee a dimostrare la correttezza del proprio operato.

#### ATTENZIONE SULL'INFORMATIVA SPECIFICA

Entrando nello specifico, da un lato, avendo avuto luogo l'operatività per via telematica, sono stati depositati i log relativi alle operazioni; dall'altro, con riferimento allo svolgimento del servizio prestato dall'intermediario, veniva dato atto del mero svolgimento del servizio di collocamento online, con previsione della sola valutazione di appropriatezza dell'investimento. L'attenzione si sposta quindi sull'informativa specifica riguardo alle caratteristiche e rischi dell'investimento: notoriamente l'Acf (si veda da ultimo Decisione n. 7401 del 6 giugno 2024) ritiene che



**L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (Acf) offre un utile spunto per rammentare quali siano gli obblighi informativi cui è tenuto ad adempiere l'intermediario finanziario in caso di negoziazione di fondi e come essi possono essere dimostrati**

l'adempimento informativo, in caso di negoziazione di quote di fondi comuni di investimento, sia dimostrato con la prova della consegna del Key Investor Information Document (Kiid), all'epoca dei fatti ancora presente.

Tuttavia, proprio per l'operatività online la prova della preventiva visione del documento informativo non è certo agevolmente raggiungibile. Nel caso di specie, l'intermediario aveva dimostrato attraverso i log che l'operazione di investimento era effettuata in via telematica e che era stata svolta la valutazione della appropriatezza dell'investimento ai sensi dell'art. 42 del Regolamento Consob n. 20307/2018. Ma come dimostrare che l'esame preventivo del Kiid era elemento "bloccante"?

#### UN FILE VIDEO

Il collocatore deposita quindi un file video attraverso il quale si documenta l'iter previsto nella propria piattaforma di home banking per la sottoscrizione di un prodotto finanziario, da cui è possibile riscontrare la natura "bloccante" del sistema, in quanto non consente di procedere con la sottoscrizione dello strumento, se non dopo avere preso visione del Kiid dello strumento interessato.

Pur prendendo nota della registrazione, l'Arbitro non ritiene che sia il mezzo idoneo per dimostrare l'effettiva esistenza dell'adempimento informativo, poiché non fornisce la prova

certa e univoca che l'investitore abbia concretamente visualizzato il Kiid in sede di effettuazione degli investimenti in esame, emergendo così un profilo di criticità con riguardo all'operato dell'intermediario.

Il collocatore però riesce a dimostrare che sui fondi oggetto di contestazione gli investitori avevano già in passato operato garantendosi una marginale plusvalenza, oltre al fatto che avevano dichiarato un'esperienza pregressa in materia di investimenti finanziari, con una propensione al rischio di li-

vello bilanciato. È pertanto degno di nota che nella decisione dell'Acf queste sono ritenute circostanze che escludono il necessario nesso di causalità tra evento e danno, giacché - in una logica controfattuale "del più probabile che non" - risulterebbe dimostrato che gli investitori si sarebbero orientati nel senso di operare su strumenti finanziari su cui avevano già in precedenza investito con profitto, delle cui caratteristiche e implicazioni in termini di rischi correlati non potevano, dunque, non essere a conoscenza.





BANCA  
GENERALI  
PRIVATE



M&CSATCHI

## 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.



# CONSULENTI & RETI



«Proprio perché abbiamo la possibilità di coprire tutta la filiera delle aziende in Italia e in Europa, dalle piccole alle grandissime, è chiaro che partecipiamo a operazioni di discontinuità: quando un'impresa vuole aumentare il proprio capitale sociale, quando pensa di acquisire un'altra società o un imprenditore desidera vendere la propria azienda o cercare un partner, noi siamo in grado di portare a termine queste iniziative, di trovare il compratore o il venditore o, infine, di finanziare l'acquisto... Abbiamo fatto veramente tante operazioni, sia nel corso del 2023, sia in questo 2024. Alcuni dei nostri life banker, sfruttando questa opportunità, hanno quadruplicato il proprio portafoglio in tempi molto veloci»

**STEFANO MANFRONE**  
responsabile  
**Bnl Bnp Paribas Life Banker**

**STEFANO MANFRONE**  
responsabile  
**Bnl Bnp Paribas Life Banker**

**CONSULENTI &  
RETI**

# Sempre più wealth

a cura di Alessandro Secciani

Il compito di **Stefano Manfrone**, da pochi mesi responsabile di **Bnl Bnp Paribas Life Banker**, non è dei più semplici, anche se indubbiamente rappresenta per la rete che dirige un'opportunità di crescita non da poco. L'incarico che ha ricevuto è integrare con il wealth di Bnp-Paribas, uno dei colossi finanziari a livello mondiale, la struttura dei 700 consulenti che operano in 105 centri finanziari dedicati e in 156 uffici presso le agenzie di Bnl Bnp Paribas.

Triestino, laureato in economia e commercio all'Università Ca' Foscari di Venezia, è in Bnl dal 2008 e nel 2011 è stato nominato responsabile della rete private banking di Bnl. Nel 2017 è stato posto a capo del settore Grandi patrimoni e rete private. Nel 2020 è diventato responsabile del governo commerciale private banking per la divisione private banking & wealth management della banca e dal 2022, fino al maggio 2024, è stato direttore territoriale Nord-Est, prima di venire nominato a capo della rete. In pratica un uomo che ha una conoscenza perfetta di tutta la struttura della banca e che viene inviato a risolvere le situazioni più complesse. Appare aperto, disponibile ed estremamente sicuro di sé: nell'intervista che ha dato a Fondi&Sicav ha risposto con la massima tranquillità a tutte le domande che gli sono state poste, senza nessuna paura di dire troppo o di dire troppo poco.

## **Come sta andando il 2024? Incidono ancora sulla raccolta gli investimenti in Btp?**

«I primi sei mesi, per quanto riguarda noi, sono partiti bene: l'attività core della gestione di portafoglio sta proseguendo in maniera favorevole. Mi riferisco soprattutto al risparmio gestito, sul quale abbiamo registrato un buon interesse. Siamo ovviamente in ampia raccolta positiva, con un buon risveglio anche sulle gestioni patrimoniali, anche se è vero che l'interesse della clientela per il Btp è ancora alto, sebbene sia in decisa diminuzione. Noi la consideriamo comunque un'opportunità interessante per completare il portafoglio dei nostri clienti e soddisfare una loro esigenza. Inoltre, quando i tassi scenderanno, può essere utile avere alcuni asset sui quali fare con i clienti delle riflessioni per aumentare le performance».



**Gli investimenti in Btp provengono dai soldi tenuti fermi sui conti correnti? Può essere per le reti un fatto tutto sommato positivo che questi capitali escano da un rendimento zero o addirittura negativo, se si considerano le spese e l'inflazione?**

«Sicuramente noi dobbiamo curare sempre l'ottimizzazione del portafoglio del cliente in relazione alla sua propensione al rischio e i Btp hanno rappresentato un'importante opportunità di investimento per catturare quei denari che erano rimasti nei conti correnti. Ma anche per difendere i capitali delle persone dall'inflazione. Noi seguiamo sempre un'ottica di corretta diversificazione e i Btp hanno un peso limitato nei nostri portafogli. Nel corso del 2023 e nella prima parte di questo anno, all'investimento in titoli di stato abbiamo

sione al rischio e i Btp hanno rappresentato un'importante opportunità di investimento per catturare quei denari che erano rimasti nei conti correnti. Ma anche per difendere i capitali delle persone dall'inflazione. Noi seguiamo sempre un'ottica di corretta diversificazione e i Btp hanno un peso limitato nei nostri portafogli. Nel corso del 2023 e nella prima parte di questo anno, all'investimento in titoli di stato abbiamo

accompagnato anche l'allocation in altri strumenti».

**Lei ha avuto l'incarico di portare avanti un programma di cambiamenti all'interno della rete che dirige. Quali sono i più rilevanti?** «Partirei da una constatazione oggettiva: quella di Bnl Bnp Paribas Life Banker è una storia di successo. In 10 anni circa, siamo passati dal livello di startup a una struttura di 700 consulenti con circa 15 miliardi di asset in gestione. Quindi una bellissima esperienza e un modello perfettamente integrato all'interno della banca. L'evoluzione di questa storia farà sì che la rete confluiscia il prossimo anno all'interno di Bnl Bnp Paribas Private Banking & Wealth Management, una struttura che ho frequentato nei miei 15 anni all'interno del Gruppo. L'obiettivo è costruire una seconda storia di successo nella quale noi andremo a offrire ai nostri consulenti patrimoniali e ai loro clienti tutti i servizi e tutte le piattaforme del private e del wealth di Bnp Paribas, che è il primo nella zona euro per dimensioni».

**Quando lei parla di piattaforme, che cosa intende esattamente? Può entrare nello specifico?**

«Certamente sì. Faccio un esempio. Nel private banking e nel wealth management abbiamo una serie di servizi per l'imprenditore che oggi la rete Life Banker non ha ancora. Noi potremo assistere chi ha un'impresa per il tramite di alcune nostre società come, ad esempio, Bnl Bnp Paribas Equity Investment, che consente al nostro Gruppo di entrare come partner nell'azionariato dell'azienda; è un servizio di private equity nel quale noi non andiamo mai a prendere la maggioranza, ma partecipiamo, insieme ad altri, con una quota di minoranza. È un'opportunità costruita anche per coloro che desiderano ampliare il range di azione della loro azienda e hanno bisogno di partner di medio-lungo termine, ma anche per altri che desiderino vendere la società. Riusciamo, inoltre, ad accompagnare l'imprenditore sui mercati esteri: facciamo parte di un Gruppo internazionale presente nei cinque continenti e tutti i clienti del nostro private hanno la possibilità di operare sia a li-

vello individuale, sia aziendale in tutto il mondo. Infine, Bnp Paribas è una società leader nella selezione di prodotti illiquidi. Esiste già qualcosa all'interno di Bnl Bnp Paribas Life Banker, ma è un'offerta ancora estremamente limitata. Progressivamente estenderemo questa tipologia di prodotti a tutta la clientela del Network life banker».

**I vostri banker offrono non solo la gestione del risparmio, ma anche i tradizionali servizi bancari di Bnl, compreso il credito. Quanto è importante questa offerta per contattare i clienti imprenditori? Si è rivelato un buon strumento per passare in seguito a operazioni più evolute di finanza straordinaria?**

«Si tratta di uno straordinario passe-partout. L'ho sperimentato nella rete private banking, che ho diretto per oltre 10 anni in questo Gruppo, e ora lo sto vedendo in Bnl Bnp Paribas Life Banker. Mi spiego meglio: molti parlano di consulenza olistica a 360 gradi, ma, per farla davvero, occorre avere non soltanto la possibilità di gestire correttamente il portafoglio del cliente, oltre a una serie di strumenti, di ricerche e di servizi, ma soprattutto è necessario essere in grado di accompagnare il cliente, che sia persona fisica, famiglia o imprenditore, in una serie di altri percorsi di cui questi soggetti hanno bisogno. Per riuscire a realizzare tutto ciò, occorre fare parte di un gruppo che questi servizi li offre. Il nostro corporate, ad esempio, segue dal piccolo negozio familiare, alla più grande impresa italiana. Quindi qualsiasi imprenditore che sia assistito da un nostro life banker può appoggiarsi a noi. Fermo restando che ogni operazione è sempre guidata dal life banker, c'è in ogni situazione la possibilità di utilizzare una serie di specialisti. Ma restiamo su un piano più semplice: i nostri consulenti possono aprire i conti correnti all'interno delle nostre filiali e i clienti hanno l'opportunità di usufruire di tutti i servizi come monetica, conto corrente, bonifici bancari e tutto ciò che può fornire una filiale. Si tratta di un modello che funziona da tanto tempo, perché l'integrazione tra Life Banker e Bnl è iniziata tanti anni fa ed è operativa con la massima efficien-

za da almeno cinque-sei anni; l'obiettivo è incrementarla ulteriormente. Si, è un grande atout per noi per dare un migliore servizio ai clienti attuali, ma anche uno straordinario canale commerciale per acquisirne di nuovi».

**Ci sono alcune esperienze di finanza straordinaria che vi hanno dato particolare soddisfazione?**

«Certamente sì. Proprio perché abbiamo la possibilità di coprire tutta la filiera delle aziende in Italia e in Europa, dalle piccole alle grandissime, è chiaro che partecipiamo a operazioni di discontinuità: quando un'impresa vuole aumentare il proprio capitale sociale, quando pensa di acquisire un'altra società o un imprenditore desidera vendere la propria azienda o cercare un partner, noi siamo in grado di portare a termine queste iniziative, di trovare il compratore o il venditore o, infine, di finanziare l'acquisto. Ne abbiamo fatte tantissime, sia di tagli piccoli e medi, sia di tagli anche molto grandi. Siamo stati recentemente selezionati per un'operazione molto importante di cui hanno parlato anche i media, ma al di là di questi interventi "monstre", a mio avviso le azioni più interessanti sono quelle medie: l'azienda tipica italiana è media, non grande; non abbiamo i grandi conglomerati che si trovano in Francia. Si tratta di realtà tipicamente familiari, con fatturati di 50-60 milioni. In questo range, noi abbiamo assistito le società e i loro imprenditori in operazioni di discontinuità con la nostra rete di life banker, mettendo a disposizione l'expertise del nostro Cib, cioè il nostro corporate investment banking, o anche, in determinati casi, andando a utilizzare, soprattutto per la fascia più piccola, la competenza di alcuni selezionatissimi partner esterni. Abbiamo fatto veramente tante operazioni, sia nel corso del 2023, sia in questo 2024. Alcuni dei nostri life banker, sfruttando questa opportunità, hanno quadruplicato il proprio portafoglio in tempi molto veloci».

**Ma si tratta di un mercato vivace? Finora si era detto che da parte delle piccole e medie aziende non c'era tutta questa voglia di cambiare, che spesso erano strutture molto rigide,**

**con un padrone che non ha nessuna voglia di perdere potere all'interno dell'azienda.**

«L'azienda tipica familiare nel 30% dei casi non sopravvive al terzo passaggio generazionale. Alcuni imprenditori nostri clienti sono molto lungimiranti e hanno capito che, o inseriscono manager esterni, che aggiungano competenze diverse e portino avanti l'attività anche quando i fondatori si ritirano, o vendono la società, se non hanno figli validi che cercano di avere maggiore responsabilità in azienda. Ne ho incontrati moltissimi nei miei anni di esperienza in Veneto e in Friuli, regioni che sono la patria della piccola impresa italiana, e ho notato che la sensibilità è in fortissimo aumento. Perché ci si rende conto che tante volte le seconde generazioni e le terze o non sono all'altezza o non sono interessate. Ma, soprattutto, l'internazionalizzazione dei mercati e l'ulteriore conseguente competizione fanno capire al vecchio imprenditore che l'idea geniale che ha avuto all'inizio forse non basta più».

**Il problema del passaggio generazionale, però, si pone in maniera molto forte anche per i vostri consulenti, che mediamente hanno un'età abbastanza avanzata. Avete una politica rivolta ai giovani?**

«In effetti, il mestiere di consulente finanziario non è per giovani: il successo si raggiunge dopo molti e molti anni di gavetta e di conseguenza è molto difficile partire. Anche noi, sia pure in misura minore rispetto alla media del sistema, abbiamo una struttura che ha un'età, se non avanzata, sicuramente matura. Nel ricambio generazionale abbiamo optato per due soluzioni. La prima è inserire giovani prelevati dall'università o da altri settori che accompagniamo al mestiere di consulente finanziario. Li supportiamo finanziariamente, con la formazione e con l'affiancamento di manager esperti e devo dire che, come Bnl Bnp Paribas Life Banker, (qui devo citare l'ottimo lavoro di chi mi ha preceduto) abbiamo un'ottima percentuale di successo: mediamente un giovane ogni due che inseriamo continua la professione e addirittura ne abbiamo tre che in pochi anni sono diventati manager di rete. Evidentemente

li selezioniamo bene, ma dall'altra parte sono bravi i nostri colleghi sul territorio ad affiancarli. La seconda soluzione è spingere la creazione di team, in primis per favorire il passaggio generazionale tra padre e figlio, ma anche per consentire al consulente più esperto di avere una persona che gli dà una mano sui problemi più semplici e per permettere al giovane di portare avanti la sua esperienza. È importante sottolineare che abbiamo la possibilità, oltre che di accompagnare i giovani al lavoro tramite i team con consulenti più esperti, di sostenerli per un breve periodo anche in termini economici. Ma la vera differenza tra noi e gli altri è che consentiamo ai ragazzi di concentrarsi non solo sulla raccolta, che è il core business di un consulente patrimoniale, ma anche di cominciare già da subito, attraverso il nostro modello di offerta che contiene tutta la parte dei finanziamenti, a offrire credito: que-

sta opportunità permette di sostenersi economicamente e di costruirsi da soli il portafoglio. Non a caso ci chiamiamo consulenti patrimoniali: non è soltanto un'operazione di maquillage, ma è una consulenza a tutto tondo che in questo caso può aiutare l'ingresso dei giovani con questo passeggiata».

**I vostri team sono solo rivolti ai giovani o ci sono anche team tra pari, tra consulenti con la stessa esperienza che decidono di allearsi?**

«Ci sono ambedue le tipologie: abbiamo team tra giovani e professionisti più esperti e altri tra pari. Sono in aumento e noi li favoriamo. Si tratta di banker che sono più o meno coetanei, che possono avere circa gli stessi portafogli e che decidono di consorziarsi non solo per mettere in comune i patrimoni, ma anche per condividere le esperienze. Per esempio,

ci può essere il consulente specializzato in un dato settore che supporta il collega e viceversa, ma la collaborazione può essere anche nell'assistenza ai singoli clienti. Di questi team ne autorizziamo parecchi ogni settimana. È un tema che sta aumentando in maniera rilevante».

**I clienti come prendono il fatto di rapportarsi non più con un solo consulente, con il quale si è creato un rapporto di forte fiducia, ma anche con una nuova persona sconosciuta e magari più giovane?**

«La fiducia va conquistata gradualmente ed è chiaro che è necessaria l'introduzione del titolare della consulenza. È una creazione di relazione che prevede tempo, che viene fatta dal più anziano a favore del più giovane. Inoltre, molto spesso il secondo viene presentato come uno specialista su determinate tematiche o



come una persona in grado di sostituire il principale detentore del rapporto in caso di ferie, di assenza o di qualsiasi altro evento. Quindi, in questo processo, se viene gestito con molta intelligenza e molta accuratezza da ambedue le parti, problemi non ne emergono. È chiaro che la relazione con il life banker originario rimane sempre fortissima e prioritaria».

### **State puntando sulla consulenza a parcella?**

«Io alla consulenza evoluta ho sempre creduto tantissimo: la introdussi diversi anni fa nel private di Gruppo e oggi gestiamo masse estremamente importanti con questa formula, al punto che nella Rete life banker è una realtà molto importante, fortemente gradita dai clienti e dai consulenti. Intanto partiamo da qualche dato: nelle società che aderiscono ad Assoreti nel marzo di quest'anno l'incidenza media degli asset in consulenza evoluta in Italia era del 13,7%; noi abbiamo il 24%, quasi un cliente su quattro. Portiamo avanti questa politica per tanti motivi. Primo perché riteniamo che sia l'opzione migliore quando si vogliono condividere le scelte di investimento e di asset allocation con il cliente, essendo supportati da sofisticati algoritmi, ma anche e soprattutto, da un team molto specializzato che si occupa di sostenerne il consulente e il cliente nelle scelte che andranno a fare. In secondo luogo, c'è un controllo del rischio molto forte, molto disciplinato e ciò consente, soprattutto quando i mercati stornano, di limitare molto i rischi e di renderli sempre coerenti con le aspettative del cliente. Questo tema, infine, è collegato alla Retail investment strategy (Ris), che è in arrivo: aspettiamo la versione definitiva che a nostro avviso dovrebbe essere pronta entro la fine dell'anno, anche se ciò dipende dalla nuova Commissione europea. È chiaro che un servizio come la consulenza evoluta di fatto elimina il conflitto di interessi e ottempererà meglio, rispetto ad altre tipologie, ai dettami della Ris. Perciò noi ci puntiamo e abbiamo buoni risultati, ma siamo ancora molto lontani da ciò che vorremmo. Quindi continueremo a potenziare questo servizio e a sensibilizzare i life banker e i clienti sull'importanza di questo processo».

### **Questa scelta di puntare sulla consulenza evoluta è un elemento che attira consulenti da altre reti?**

«La risposta è sì. La consulenza evoluta è molto gradita dai nostri colleghi ed è una piacevole sorpresa per chi si avvicina a noi. Poi siamo una delle pochissime strutture molto attente al conflitto di interessi e remuneriamo più o meno allo stesso modo i prodotti della casa e quelli di terzi. Se si remunera ugualmente ciò che si produce in casa (il nostro Gruppo è uno dei maggiori produttori di strumenti finanziari) rispetto agli asset di terzi, si mette il consulente finanziario nelle condizioni migliori per dare al cliente il meglio che ha a disposizione in relazione alle sue esigenze. È una scelta della quale siamo molto fieri e che non è così diffusa: chi viene a lavorare da noi la apprezza moltissimo».

### **In generale che cosa offrite a un consulente che desidera venire da voi?**

«Innanzitutto, come Bnp Paribas, siamo tra i primi gruppi europei e tra i più solidi al mondo. Da noi il consulente trova un Gruppo universale che fa tutto e chi entra può farsi interprete dei bisogni del cliente e soddisfare qualsiasi tipo di esigenza finanziaria e anche qualcuna non finanziaria. Sa che è remunerato su tutto, sia che si tratti di un prestito personale, sia di un conto corrente o un mutuo. Viene da noi perché sa che dispone di una struttura di specialisti che lavorano per lui: il consulente finanziario deve essere bravo e lo formiamo anche nel sapere interpretare le necessità del cliente e nel trasmetterle alla banca. Ma ha la possibilità di essere accompagnato da specialisti dedicati nell'incontro con il cliente per arrivare alla soddisfazione della sua esigenza. Quindi noi possiamo offrire un panorama di servizi completo, piuttosto unico sul mercato in Italia, e un'ottima integrazione tra mondo bancario e rete. Da parte nostra cerchiamo consulenti che sappiano sfruttare questo modello e le grandi opportunità messe a disposizione. Per dare un'idea, il 25% dei ricavi dei nostri consulenti deriva non dalla gestione del portafoglio, ma dalle altre attività, che sono finanziamenti alle imprese, proposte di servizi come Arval, che è un

noleggio di auto a lungo termine ed è per noi un grande atout commerciale, piuttosto che da operazioni di finanza strutturata. Tutto ciò rappresenta una fonte di ricavi molto importante e de-correlata dall'andamento dei mercati».

### **Infine una domanda personale. Come si sente a prendere una nuova responsabilità molto impegnativa come quella che le è stata affidata?**

«Sono molto legato a questa società, perché mi ha dato sempre la possibilità di migliorare in incarichi di responsabilità crescente. Fino a un mese e mezzo fa ero uno dei cinque manager che la banca ha sul territorio per il governo di tutti i business e le filiere, ed è stata una bellissima esperienza che mi ha fatto crescere, che ha arricchito le mie competenze nel settore che conoscevo meno, che è quello degli impieghi e delle aziende. Io sono un banker e oggi mi sento molto più completo in questo ruolo, perché so parlare agli imprenditori della cosa che per loro è più cara, cioè l'azienda. Questa che sto iniziando ad affrontare è un'esperienza che mi affascina molto, perché da un lato è molto simile a quella che ho fatto, in quanto ci sono forti punti di contatto tra il private banking e la consulenza finanziaria e soprattutto per quel tipo di consulenza che vogliamo noi. Va tenuto presente che oggi l'80% dei clienti dei life banker ha un taglio private. Di conseguenza, questo nuovo impegno mi affascina, ma è anche un'occasione per imparare cose nuove. Ho la fortuna di collaborare con una squadra formidabile: abbiamo individui che hanno portato esperienze molto diverse e una rete molto viva. Personalmente penso di potere mettere a disposizione due punti forti: la mia profonda conoscenza del wealth in generale e di Bnp Paribas in particolare e la pluriennale presenza in questa banca. Ho lavorato in tanti settori di questo istituto di credito, da Nord a Sud, e di conseguenza conosco tutti i colleghi che collaboreranno a un progetto entusiasmante. Con una storia molto bella di 10 anni alle spalle, vogliamo andare verso una storia nuova altrettanto bella e diversa: entrando nel private e nel wealth, collichiamo verso l'alto una struttura che è già molto ben posizionata. In conclusione, sono molto contento».

# Longevi, un target da seguire, non solo passaggio generazionale

**Testo tratto dalla ricerca**

**“Longevity Revolution-Fate strada  
ai nuovi investitori”, realizzato da  
Invesco in collaborazione con Bva Doxa\***

«C'è un'onda che sta trasformando il panorama economico e ha poco a che fare con le mode o i trend passeggeri. Insieme alla crisi climatica è il macroevento centrale nella definizione del futuro: è la longevità. Un concetto che fa riferimento non solo all'estensione dell'aspettativa di vita, ma alla possibilità di vivere meglio, con passione e vitalità, anche quando il conto degli anni aumenta. Ed è proprio questa "silver generation", come è stata definita, a guidare una rivoluzione silenziosa ma potente. Questa generazione porta con sé energia, esperienza e una capacità di spesa che ne fanno un segmento demografico e finanziario di notevole rilevanza. In questo contesto, lo studio che abbiamo condotto in collaborazione con Bva Doxa assume un ruolo di primo piano. Non è solo una ricerca di mercato, ma una finestra aperta sul futuro, un modo per comprendere appieno le sfide e le opportunità che la longevità ci offre. Dalla ricerca è emerso che l'invecchiamento sta diventando un'opportunità per esplorare

nuove esperienze, continuare a imparare e coltivare interessi personali. Atteggiamenti e modi di vivere che li pone, molto più che in passato, al centro della società. Non più una fase della vita caratterizzata dalla diminuzione delle capacità fisiche e cognitive, nonché dalla progressiva riduzione dell'attività e dell'interesse per nuove esperienze. Ora il quadro è diverso: sempre più persone anziane stanno adottando un approccio attivo e positivo nei confronti della propria età». (dalla presentazione della ricerca di **Frank Di Crocco**, head of banks & wealth management di **Invesco**)

**UNA SFIDA E UN'OPPORTUNITÀ**

La fotografia che emerge è quella di persone appagate dall'essere al passo con i tempi, socialmente utili, aperti alle novità, animati dalla voglia di imparare, disposti a mettersi in gioco anche per ciò che riguarda l'utilizzo della tecnologia. Una fotografia del tutto differente da quella che fino a poco tempo fa accompagnava la narrazione sugli anziani.

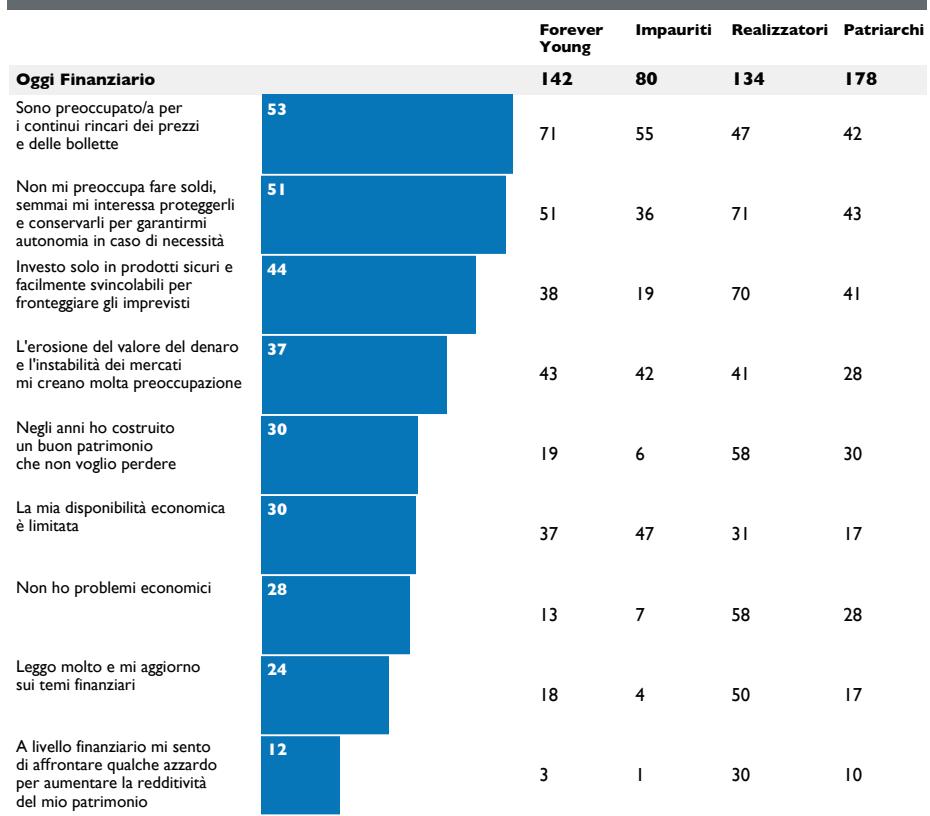
\*Chi desidera leggere l'intero testo della ricerca, si può collegare al link <https://www.invesco.com/it/it/approfondimenti/it/silver-gen--il-futuro-non-invecchia.html#research>

E proprio per questo l'industria del risparmio gestito per anni ha parlato di silver economy puramente come investimento, come megatrend da seguire, ma finora questo segmento di popolazione è stato poco indagato come target da seguire come cliente finale. Siamo talmente concentrati a riflettere sul tema del passaggio generazionale che rischiamo di perdere di vista le esigenze di una clientela, che grazie a questa nuova longevità, può (e deve) ricevere un servizio di consulenza finanziaria mirato e adeguato. Ma come si offre consulenza a una clientela sempre più anziana? L'industria come deve relazionarsi con risparmiatori che dopo i 65 anni dimenticano l'importanza della pianificazione? Come sempre, il primo passo è conoscere al meglio il cliente che abbiamo di fronte. Riconoscerne le peculiarità, le attitudini.

## BISOGNI ED ESIGENZE

Chi sono i silver? Nello studio sono emersi quattro differenti tipologie di silver (forever young, impauriti, realizzatori e patriarchi) con specifiche caratteristiche e differenze. I forever young e gli impauriti sono composti, in prevalenza, da donne, ma anagraficamente appartengono a due classi diverse: più giovani nei primi casi, tra i 65-69 anni, più mature nel secondo (over 70). I realizzatori e i patriarchi hanno invece una composizione prevalentemente maschile e, come per le donne, si differenziano per età e situazione familiare. A livello professionale sono ancora operativi nel mondo del lavoro solo i soggetti più giovani (forever young e realizzatori), mentre gli altri sono fuori dal mercato del lavoro, anche da diverso tempo. Quali bisogni ed esigenze hanno espresso? Dignità, controllo e stabilità sono i valori chiave dei silver. Ciò che hanno costruito nel tempo li rende forti e per questo non vogliono perdere il controllo e le redini. Stiamo parlando di soggetti strutturati, fermamente convinti delle proprie idee e abitudini, con una buona cultura. Se il presente li rende forti, guardare al futuro al contrario li inquieta. La mancanza di autonomia è tra i principali timori espressi trasversalmente da queste quattro tipologie di personas. Tutti ribadiscono il desiderio di riuscire ad affrontare ansie e preoccupazioni in modo prevalentemente autonomo. E con il crescere dell'età emerge anche un desiderio di autogratificazione: potere svolgere varie

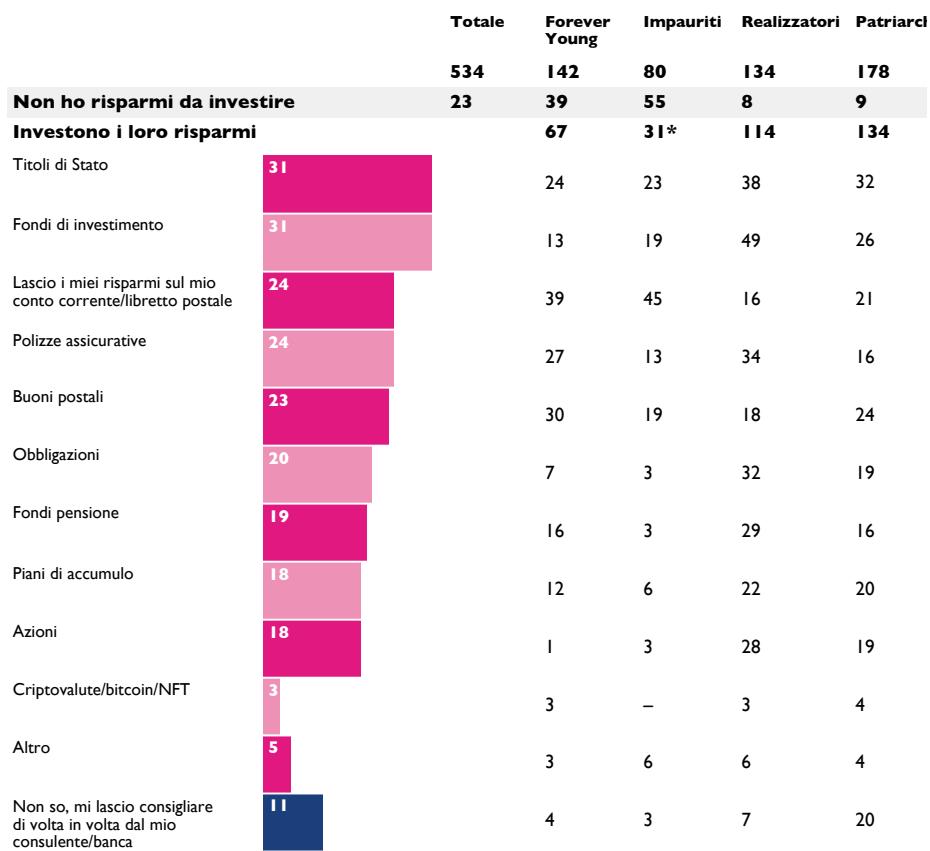
## PROFILO SOCIO-ATTITUDINALE



Valori % - Base: totale campione

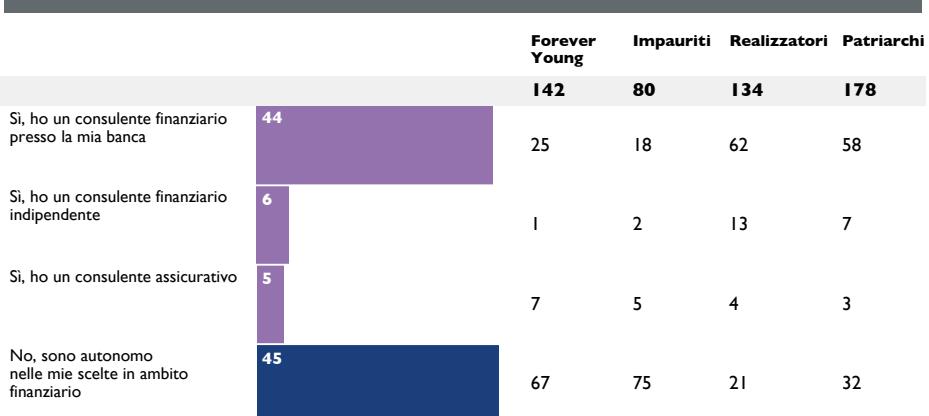
Qui di seguito alcune affermazioni, per ciascuna di esse indichci in che misura è d'accordo utilizzando una scala da 1 a 10, dove 1 = per niente d'accordo e 10= totalmente d'accordo?

## COME VENGONO INVESTITI I RISPARMI



Valori % - Base: chi dichiara di investire i propri risparmi.\*attenzione base ridotta: si consiglia lettura qualitativa  
Come ha investito i suoi risparmi? (risposta multipla, random)

## CHI HA UN CONSULENTE FINANZIARIO



Valori % - Base: totale campione

Attualmente ha un consulente finanziario/assicurativo che la guida nelle scelte d'investimento?



attività d'interesse, riuscire a realizzare progetti, viaggiare; desideri dettati anche dalla possibilità di essere più liberi da impegni lavorativi e personali. Il 40% degli intervistati vorrebbe essere più attivo socialmente e, a differenza di quanto si possa pensare e che appartiene allo story-telling con il quale queste generazioni erano raccontate nel passato, è emersa in generale una buona propensione alla formazione e all'acquisizione di nuove competenze, la voglia di imparare cose nuove.

Questa volontà di apprendere riguarda anche il mondo finanziario ed economico nei confronti del quale i silver manifestano una forte apprensione. L'inquietudine nasce dalla situazione economica vissuta in prima persona (rincari delle bollette), ma anche dall'instabilità dei mercati finanziari e dalla conseguente erosione del valore monetario del denaro dettata dall'aumen-

to dell'inflazione. Per questo motivo, la volontà è proteggere il capitale o al più investire in prodotti visti come "sicuri" ma facilmente svincolabili, nel caso di necessità e imprevisti. Alcuni degli intervistati si dicono disposti ad affrontare qualche rischio per incrementare la redditività del proprio capitale, ma questo atteggiamento riguarda prevalentemente chi dichiara di tenersi aggiornato sulle tematiche finanziarie (ossia il 50% dei realizzatori).

### LA GESTIONE FINANZIARIA

A eccezione dei realizzatori, il cui profilo è nettamente positivo su tutti gli aspetti legati all'aspetto finanziario, gli altri intervistati dichiarano una discreta solidità finanziaria, accompagnata da una limitata preparazione su queste tematiche. In generale, i silver si dichiarano sufficientemente soddisfatti dell'attuale gestione del proprio denaro

(solo uno su tre è molto soddisfatto; il 51% tuttavia assegna voti intermedi: 6-7). Parlando di denaro, emerge in primis il desiderio di una gestione "pacata" dei risparmi, ossia di investire, ma con oculatezza (60%), e di utilizzare un linguaggio più semplice e accessibile quando si parla di finanza (51%) in virtù della natura "rischiosa e pericolosa" che può rappresentare (opinione condivisa da tutte le personas, eccetto i patriarchi).

Solo un terzo dei silver considera la banca un punto di riferimento cui affidare i propri risparmi: pensano a loro stessi per conservare il più a lungo possibile la tanto importante autonomia. I risparmi accumulati serviranno proprio a garantirsi salute e assistenza e per i piccoli piaceri. Hanno alcune ultime scelte di gestione da compiere, come, ad esempio, destinare alcuni grossi investimenti in scadenza, o dove destinare la liquidazione. Per queste persone è importante che il capitale accumulato duri fino alla fine. Per questa ragione non desiderano esporlo a rischi: continuerà a essere la base, il serbatoio, il salvadanaio come lo è già oggi. Non immaginano di fare operazioni finanziarie per aumentarlo, ma, al limite, solo perché non si svaluti nel tempo.

Non sono più disposti a fare rinunce e ad accumulare senza una finalità precisa. Ai discendenti rimarrà ciò che rimarrà. I figli o nipoti, a differenza di quanto si possa immaginare, non condizionano la gestione dei soldi, né quella presente, né quella futura. I silver fanno intuire che i figli hanno già goduto abbastanza del sostegno dei genitori e che possiedono del denaro proprio. Quindi ciò che riceveranno in eredità sarà un sovrappiù. Anche perché i figli hanno già ricevuto sostegno nel presente. Così anche i nipoti, nei confronti dei quali si è dato un sostegno fin da subito. Molti affermano che alla nascita dei nipoti hanno compiuto qualche operazione a lungo termine, con prodotti finanziari, oltre ai soliti regali. Pensare, invece, a lunga scadenza è poco incentivante: il futuro dei nipoti è imperscrutabile (impossibile prevedere quali soluzioni saranno redditizie) e poi saranno i genitori a provvedere, consapevoli che, comunque, qualcosa dall'asse ereditario arriverà.

Quali prodotti rispondono a queste prospettive, secondo i cluster? Il tema dell'autonomia e della salute è la priorità espressa da questa fascia di investitori. Certamente nei

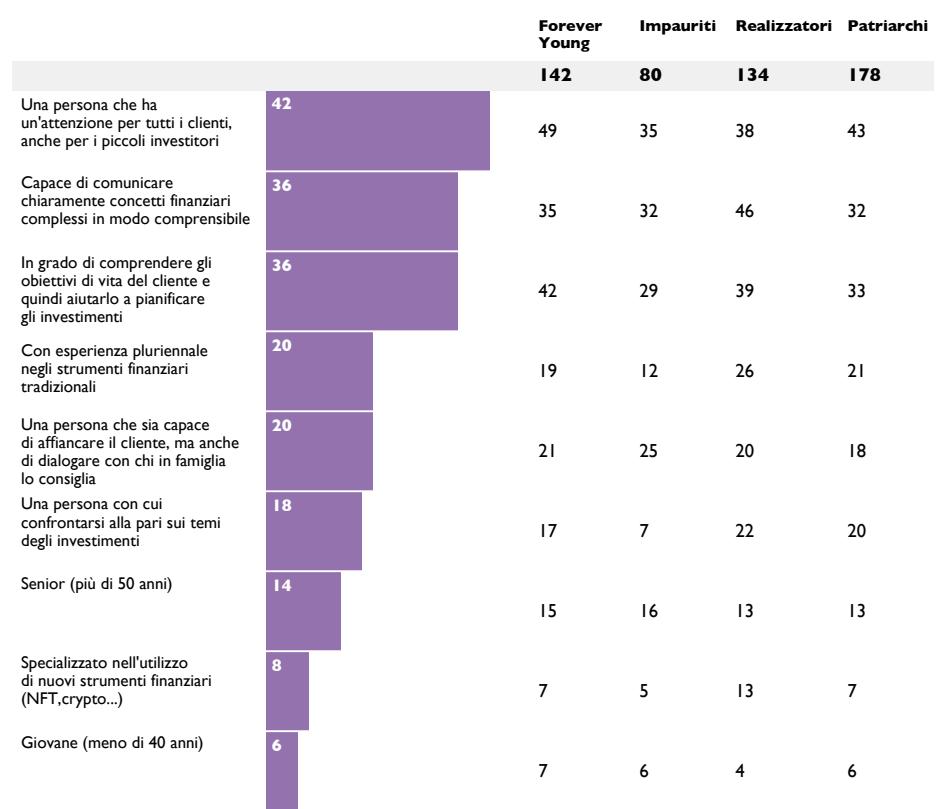
confronti del tema della salute non pensano all'investimento in polizze sanitarie che sarebbe impensabile sottoscrivere dopo i 65 anni di età: diventerebbero costose e non è detto che siano concesse. Si pensa, piuttosto, a soluzioni assicurative orientate ai servizi. Il tema dell'assistenza per sé e per il coniuge è fondamentale: non c'è niente che copra questi bisogni dall'immediato fino al momento in cui diventerà necessaria una badante o l'ingresso in una Rsa.

### UN CONSULENTE PER AMICO?

Per i silver il mondo finanziario ha dinamiche ormai inafferrabili. La globalizzazione dei mercati, la virtualizzazione della moneta sono fenomeni nuovi che richiedono competenze avanzate. Ma i punti di riferimento per questa categoria non sono solidi. I silver non vogliono né banche, né broker. Nei confronti delle banche manifestano fiducia più per necessità che per convinzione. Restano legati al brand e al nome dell'istituto che comunque è garanzia di solidità. Il broker privato rimane una figura indefinita, spesso amicale, incontrata per caso, sovente ricordata per le esperienze deludenti che ha generato. Gli intervistati si dividono quasi equamente tra chi si avvale della consulenza di un funzionario bancario o di un soggetto terzo (in particolare i realizzatori e i patriarchi), e chi invece si reputa in grado di compiere le proprie scelte finanziarie in autonomia. Come vedono il consulente finanziario e come lo vorrebbero? La figura del consulente finanziario viene vista come una persona attenta ai clienti (anche di piccole dimensioni), capace di comunicare anche concetti complessi in modo semplice e in grado di comprendere gli obiettivi di vita del cliente e quindi aiutarlo a pianificare gli investimenti.

Questi sono gli aspetti fondamentali. Gli altri elementi, come l'età del consulente o la specializzazione in strumenti utilizzati (nuovi o tradizionali), appaiono invece meno rilevanti agli occhi di questi investitori. Simbolicamente è considerato il "medico di famiglia". Un connettore tra mondo-prodotto-persona. Un professionista con cui confrontarsi sui temi di investimento, che conosce il contesto globale e le sue interconnessioni. Potrebbe essere sia giovane oppure senior (più di 50 anni). Per i silver questo fattore non ha importanza, è secondario.

### LA FIGURA DEL CONSULENTE DEL FUTURO



Valori % - Base: totale campione

Dovendo immaginare la figura del consulente finanziario del futuro, come se lo immagina?

Se l'età non conta, ciò che è fondamentale è la visione olistica della situazione finanziaria del cliente e la capacità di dialogare con chi consiglia gli investimenti in famiglia. Deve essere una persona che sa ascoltare realmente i problemi, fornire suggerimenti, non cambiare le convinzioni. Altro aspetto fondamentale per questa categoria è il bisogno di controllo. Hanno una necessità atavica di restare al comando. Quindi il consulente finanziario è visto come qualcuno che informi su ciò che succede, proponga soluzioni prima di compierle, mantenga un canale di comunicazione sempre aperto e di facile accesso.

Guardando ora nel dettaglio dei singoli cluster emerge che i forever young hanno bisogno di fare fruttare i propri investimenti: si aspettano una crescita del capitale e un'evoluzione positiva della gestione finanziaria. Visto che si vedono dinamici e vitali, lo vogliono essere anche sul fronte finanziario. Perciò vedono nel consulente finanziario un suggeritore che ottimizza la capacità decisionale, la rende più performante e al passo coi tempi. Una persona che amplifica e

rafforza le sue potenzialità e non un sostituto del cliente, che mantiene così il controllo del suo denaro.

Per gli impauriti il consulente è l'interprete della complessità finanziaria. Può essere una figura (giovane) che permette al cliente di «mettersi al passo» rispetto alle nuove possibilità che si presentano in ambito finanziario. Ha bisogno che il consulente lo faccia sentire a proprio agio, con parole che siano in grado di fare sentire il cliente come una persona adatta ad accedere a questo nuovo mondo. I realizzatori vedono il consulente come una figura che, oltre a suggerire, monitora le iniziative finanziarie del cliente. Non deve sostituire i realizzatori nelle proprie scelte di investimento e il rapporto deve basarsi all'insegnata della condivisione reciproca di esperienze e competenze, tra pari, nell'ottica di un fare-insieme.

Infine, i patriarchi vedono il consulente come bussola che offre indicazioni operative affidabili, a fronte della complessità del mondo finanziario odierno. Si aspettano che il consulente proponga loro soluzioni che rispondano al bisogno di stabilità finanziaria e al benessere presente e futuro dei propri cari.



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



disponibile su:



# PERCHÉ SEI UNICO



**CREDEM**

**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.