

FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 17 - numero 167 - settembre 2024



L'EUROPA CHE NON
TI ASPETTI

NUOVI RECORD PER GLI ETF



BANCA
GENERALI
PRIVATE



M&G SATCHI

PROTEGGERE IL TUO PATRIMONIO È IL NOSTRO NATURALE OBIETTIVO.

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



PWM | The Banker

GLOBAL PRIVATE
BANKING AWARDS
2023

WINNER

Best Private Bank in Italy



PICCOLO PUÒ ANCHE ESSERE BELLO di Giuseppe Riccardi



C'è una convinzione sempre più profonda all'interno dell'industria della consulenza finanziaria: il mercato è sempre più appannaggio delle grandi strutture e, in un mondo dove i margini sono sempre più risicati, le economie di scala sono fondamentali. Non a caso si sono visti negli ultimi anni acquisizioni da parte delle maggiori società di reti piccole e medie. Anche nel reclutamento dei consulenti, le realtà più importanti stanno facendo la parte del leone e attirano interi team.

Esiste, però, anche l'altra faccia della medaglia. Piccolo può anche essere bello. Mi ha incuriosito l'intervista a Paolo Tenderini, amministratore delegato di Finint Private Bank,

che fa parte del gruppo Banca Finint. Una società abbastanza piccola, con circa 200 consulenti e asset in gestione intorno a 3,5 miliardi. Attualmente opera prevalentemente nel Nord-Est, dove è nata, e in Lombardia. Lo scopo del nuovo amministratore delegato, che era responsabile per l'Italia una società internazionale del calibro di Edmond de Rothschild, è di ampliare l'area di azione, ma senza montarsi la testa: il programma è di creare quattro-cinque nuovi uffici ogni anno.

Soprattutto si tratta di una società che funziona. Alla base del successo c'è un rapporto molto forte con gli imprenditori, una fabbrica prodotti fornita dalla banca che opera in

particolare negli asset alternativi e più remunerativi, sia per il cliente, sia per il gruppo. Inoltre, circa il 50% del fatturato deriva dalla consulenza evoluta con una buona raccolta pro capite.

È la prova che anche una piccola società, se guidata bene e in grado di soddisfare clienti e consulenti con prodotti innovativi, può trovare spazio e crescere con forza. Come creare alternative interessanti nel mondo della consulenza finanziaria? Avere idee e la capacità di attuarle.



SPACCATI IN DUE di Pinuccia Parini

Si sta assistendo, generalmente parlando, a una sempre maggiore polarizzazione politica, accompagnata da una crescente disaffezione dei cittadini verso i confronti elettorali. Un'America spaccata è quella che sarà chiamata al voto il prossimo 6 novembre. L'appuntamento è più che mai atteso e nulla è dato per scontato, soprattutto dopo il passo indietro di Joe Biden e la nomina di Kamala Harris a candidata per il partito democratico.

Indipendentemente da quello che sarà il risultato finale, è interessante l'analisi che il Pew Research Center fa nel sondaggio che ha l'obiettivo di descrivere l'opinione pubblica chiamata al voto tra meno di due mesi, che risulta, non sorprendentemente, divisa su un'ampia gamma di argomenti¹. Gli intervistati repubblicani risultano più propensi dei

democratici a definirsi tradizionali, scettici nei confronti degli esperti, mentre i democratici sono più inclini a considerarsi di mentalità aperta. La maggioranza di entrambi i partiti si descrive come rispettosa dell'autorità: circa sette repubblicani su dieci e una maggioranza minore di democratici (61%) affermano che l'espressione "rispettoso dell'autorità" li descrive molto o moltissimo. Solo uno su cinque in ciascun partito afferma che l'espressione "a proprio agio nell'assumersi dei rischi" si applica a loro in modo estremamente o molto positivo. Curiosa è la risposta a chi si considera classe operaia: una stretta maggioranza di americani (54%) afferma che tale espressione li caratterizza molto o molto bene e i repubblicani sono più propensi dei democratici a descriversi in questo modo. All'interno di entrambi i partiti, esistono notevoli differenze ideologiche nel modo in cui le persone si descrivono. Una maggioranza consistente di repubblicani (71%) afferma

che l'espressione "favorevole ai diritti delle armi" li definisce estremamente o molto bene. Questo dato si confronta con il 14% dei democratici. Al contrario, i democratici sono molto più propensi dei repubblicani a dire che l'essere ben disposti ai diritti delle persone Lgbt li descrive molto o molto bene (65% contro 22%). Tra il pubblico in generale, circa un quarto degli adulti (24%) afferma che il termine "femminista" li rappresenta molto o moltissimo bene. Si tratta del 40% dei democratici e del 9% dei repubblicani, nonché del 27% delle donne e del 20% degli uomini. Questo è il tessuto sociale da cui i due candidati in corsa, Trump e Harris, dovranno raccogliere consensi. Il quadro che emerge è probabilmente nelle attese, ma la sensazione è che il confronto sarà durissimo per conquistare il voto che farà la differenza.

1. (<https://www.pewresearch.org/short-reads/2024/08/29/from-traditional-to-open-minded-how-americans-describe-themselves/>)

SOMMARIO

Numero 167
settembre 2024
anno 17

editore
Giuseppe Riccardi

direttore
Giuseppina Parini

vice direttore
Boris Secciani (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione
Elisa Terenzio, Stefania Sala

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

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

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

direttore responsabile
Alessandro Secciani

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

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

immagini usate su licenza di
Shutterstock.com

3 EDITORIALE

6 GEOPOLITICA

Polonia: crescita al rialzo

8 OSSERVATORIO ASIA

Cina: un cambio di passo che non arriva

10 FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

Luca Simoncelli, investment strategist, Invesco
«Positivi sui mercati, ma con più attenzione alla qualità»

Simona Gambarini, Senior Market Strategist, Goldman Sachs Asset Management
«Mitigare il rischio attraverso la diversificazione»

14 L'EUROPA CHE NON TI ASPETTI

28 COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENT

Opportunità da cogliere nell'high yield europeo

30 FLOSSBACH VON STORCH

Quando il tempismo può essere dannoso

32 INVESCO RACCONTA

Guida galattica per investitori nei mercati emergenti

34 LOMBARD ODIER INVESTMENT MANAGERS

I megatrend del prossimo decennio

36 WELLINGTON MANAGEMENT

Ai, siamo solo agli inizi

39 FOCUS ETF

Uno strumento sempre più indispensabile

46 NEOSURANCE

L'era dei sensori per l'Open insurance

48 OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE

Un candidato per la transizione energetica

51 OSSERVATORIO RISCHIO

"Il mondo non basta"

54 OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA

Compleanni e questionari

56 LA FINANZA E LA LEGGE

Un mercato più vivace per gli Npl

58 BANCA GENERALI

Bg Certificates Hub, una bussola nel mercato dei certificati

59 VOCI DAI MERCATI

Investire con un approccio sistematico nelle nuove energie

61 CONSULENTI&RETI

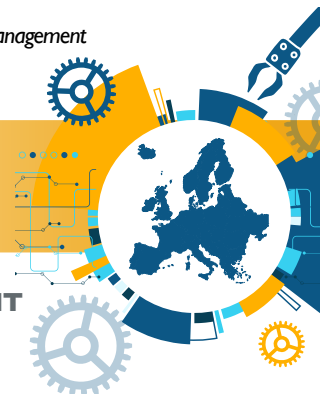
Paolo Tenderini

66 INCHIESTA

Una rete ad hoc per la sostenibilità

70 EFPA

Una community sempre più ampia



Il futuro appartiene al tuo portafoglio: AI e Big Data.

L'AI e i Big Data potrebbero rivoluzionare il nostro domani. E' possibile beneficiare del potenziale di queste tecnologie con gli ETF tematici di Xtrackers.

Together we grow.

Xtrackers.it

Gli investimenti implicano dei rischi.

DWS è la divisione che racchiude in sé tutte le attività di DWS Group GmbH & Co. KGaA (DWS) e delle società controllate. In Italia DWS fornisce prodotti e servizi alla propria clientela tramite le diverse società secondo quanto di volta in volta rappresentato nella specifica documentazione informativa e contrattuale. DWS International GmbH. Luglio 2024. CRC 99239

Polonia: crescita al rialzo

a cura di Mark William Lowe

Il 1° maggio 2024, la Polonia ha celebrato il 20° anniversario dell'adesione all'Unione Europea dell'ex blocco sovietico. Da quando è uscita dai vincoli che caratterizzavano lo sviluppo delle nazioni dietro la cortina di ferro, la Polonia è riuscita a conseguire una notevole crescita. Tuttavia, negli ultimi anni e con l'attuale governo, la curva di sviluppo economico della nazione si è appiattita e poi ha iniziato a scendere. Quest'ultimo è un problema che l'esecutivo sta affrontando con notevole successo. Oltre al rallentamento economico, è necessario anche affrontare questioni come la diminuzione della popolazione e il miglioramento dell'immagine generale della Polonia.

Con l'Ucraina devastata dalla guerra appena al di là del confine sud-orientale e la vicina Bielorussia sempre più ostile, Varsavia deve sostenere anche ardue sfide geopolitiche. Secondo un recente studio pubblicato da McKinsey & Company, se la Polonia sarà in grado di affrontare e risolvere una serie di problemi interni e di attivare le riforme e le iniziative necessarie per guidare la crescita, allora la sua aspirazione a diventare un'economia da 2.000 miliardi di dollari entro il 2050 sarà realizzabile. Purtroppo, l'evoluzione della situazione geopolitica regionale è molto più difficile da prevedere e sfugge completamente al controllo di Varsavia.

UN NETTO TAGLIO COL PASSATO



Nell'ottobre 2023, in Polonia si sono tenute le elezioni parlamentari con una partecipazione record del 74% degli elettori. Il risultato è stato la vittoria di Donald Tusk della

"Piattaforma Obywatelska" e la fine degli otto anni di potere del partito "Diritto e Giustizia" (PiS). Con un nuovo governo in carica dal dicembre 2023, il Paese si trova ora in un momento cruciale in cui la nuova coalizione al potere (nota come "coalizione del 15 ottobre") segna un netto distacco dal passato. La fine della guida politica del partito Diritto e Giustizia è stata caratterizzata da sfide economiche significative: l'inflazione era al 6,1% alla fine del 2023 e la crescita economica annuale era a dir poco anemica. Quando i tre quarti dell'elettorato polacco si sono recati alle urne nell'ottobre 2023, il Pil annuale era calcolato intorno allo 0,4%, in calo rispetto al 5,5% del 2022. I polacchi erano stanchi, demoralizzati e alla ricerca di un cambiamento radicale, di un esecutivo che invertisse lo scenario economico e, soprattutto, avvicinasse il Paese all'Unione Europea.

PIL MEGLIO DELLE ASPETTATIVE

Nessun governo nella storia ha fatto miracoli nell'arco di pochi mesi di mandato, tuttavia la "coalizione del 15 ottobre" sembra fare progressi significativi. In base ai dati preliminari, l'economia polacca è cresciuta più rapidamente del previsto nel

secondo trimestre del 2024. Gli analisti si aspettavano un'espansione del 2,7% nella migliore delle ipotesi, invece il prodotto interno lordo nel periodo di tre mesi sembra avere registrato +3,2%. Un notevole progresso rispetto all'incremento del

 *Vent'anni fa, il Pil pro capite della Polonia era pari al 48% della media europea, mentre oggi è all'82%. La disoccupazione raggiungeva il 20%, ma attualmente è calcolata al 2,9%. Dopo l'ingresso nell'Unione Europea, circa 2,5 milioni di polacchi sono emigrati, ma oggi il flusso si è invertito* 

2% nel primo trimestre del 2024. I dati pubblicati di recente dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico indicano che, mentre la maggior parte dei paesi europei ha evidenziato una crescita, sia del reddito reale delle famiglie, sia del Pil reale pro capite nel primo trimestre del 2024, la Polonia ha registrato l'aumento più consistente del reddito disponibile pro capite, con un incremento del 10,2% rispetto a una diminuzione del 2,7% nell'ultimo trimestre del 2023. In considerazione di questi miglioramenti, la Banca Europea per la Ricostruzione



e lo Sviluppo ha cambiato le previsioni di crescita del Pil polacco al 2,9% per il 2024, rispetto alla precedente stima del 2,7%. La revisione al rialzo per il 2024 riflette la forte crescita nella prima metà dell'anno, trainata dalla domanda interna e dagli investimenti finanziati dall'Ue. In prospettiva, la Banca prevede che l'economia polacca crescerà del 3,5% nel 2025. Tuttavia, alcune sfide economiche significative devono ancora essere risolte. Varsavia è costretta a fare i conti con livelli di inflazione invariati dal 2023 e il deficit di bilancio, attualmente calcolato al 2,5% del Pil, dovrebbe salire al 4,5% per tenere conto di alcune promesse elettorali.

VENTI ANNI DI UNIONE EUROPEA

Numerose analisi hanno evidenziato l'aumento della prosperità e del progresso che può essere direttamente attribuito ai due decenni di appartenenza della Polonia all'Unione Europea. In particolare, un rapporto dell'Istituto Economico Polacco, presentato in occasione del ventesimo anniversario dell'adesione all'Ue, indica chiaramente che il Pil pro capite è superiore di circa il 40% rispetto a quello che sarebbe stato altrimenti. **Katarzyna Pelczynska-Nalecz**, ministro dei **Fondi e dello Sviluppo regionale**,

afferma: «Negli ultimi 20 anni, la Polonia si è trovata a fare parte del gruppo di stati membri che hanno sperimentato il ritmo di cambiamento più rapido: abbiamo ridotto la nostra distanza dal livello medio di sviluppo dei paesi dell'Ue dal 51,5% del Pil pro capite nel 2004 all'80% attuale». Gli analisti dell'Istituto economico sostengono che uno dei fattori più importanti che hanno contribuito allo sviluppo economico del Paese è che l'Europa centrale è diventata parte integrante delle catene di approvvigionamento dell'Ue. In sostanza, l'adesione all'Unione ha portato un afflusso di investimenti stranieri che hanno determinato un aumento del 500% del valore delle esportazioni polacche, aumentandone anche la qualità e il livello di avanzamento. Guardando al futuro, gli analisti che consigliano l'attuale governo sono convinti che la posizione della Polonia nelle filiere europee rimanga più bassa di quanto potrebbe essere. Essi temono che la situazione attuale lasci Varsavia in un rapporto di dipendenza da economie più grandi e più forti, come quella tedesca, creando una situazione in cui i salari rimangano più bassi rispetto a quelli dei paesi più a ovest. In breve, i consulenti vorrebbero che la Polonia acquisisse uno status più forte e, di conseguenza, la capacità di negoziare condizioni più favorevoli.

CONCLUSIONI

Vent'anni fa, il Pil pro capite della Polonia era pari al 48% della media europea, mentre oggi è all'82%. La disoccupazione raggiungeva il 20%, ma attualmente è calcolata al 2,9%. Dopo l'ingresso nell'Unione Europea, circa 2,5 milioni di polacchi sono emigrati, ma ora il flusso si è invertito e la Polonia sta assistendo a un numero record di immigrati che rientrano in patria. Negli ultimi 30 anni, il Paese ha triplicato il valore della sua economia e ha registrato alcuni dei più alti tassi di crescita al mondo. Se la nazione continuerà sulla strada giusta, potrà quasi garantire il proseguimento di una curva di crescita accelerata anche in futuro. I piani ampi e progressisti della coalizione al governo offrono una visione per una Polonia stabile e prospera, tuttavia il futuro è caratterizzato da diverse sfide che richiedono soluzioni efficienti, che possono essere sviluppate e attuate solo in base a una prospettiva a lungo termine. Sebbene Varsavia si trovi ad affrontare numerosi problemi, se questi ultimi verranno risolti in accordo con le strategie di medio e lungo termine, una serie di importanti opportunità saranno alla portata del Paese. Le decisioni prese oggi determineranno se la Polonia continuerà la sua straordinaria traiettoria di crescita economica o se, al contrario, perderà vigore.

Cina: un cambio di passo che non arriva

a cura di Pinuccia Parini

Lo scorso luglio, il Partito comunista cinese (Pcc) ha concluso il tanto atteso Terzo plenum del 20° Congresso del Partito, che ha riunito i vertici, inclusi i membri del comitato centrale e del politburo. Alcuni di questi sette incontri, che vengono tenuti nell'arco di cinque anni, hanno segnato momenti decisamente significativi per la storia politica ed economica della Cina.

I PLENUM PASSATI

È ciò che avvenne, per esempio, nel 1978, quando il Terzo plenum dell'undicesimo comitato centrale del Pcc fu un momento decisivo per segnare il passaggio del Paese dalla rivoluzione culturale alla grande riforma dell'economia cinese e all'apertura della nazione volute dall'allora premier Deng Xiaoping. Nel 1993 Jiang Zemin annunciò ufficialmente l'adozione di «un'economia socialista di mercato», mentre nel 2013 Xi Jinping parlò di un «ruolo decisivo del mercato nell'allocazione delle risorse», alimentando le speranze di una nuova ondata di riforme e liberalizzazioni. Da allora, però, quella promessa è stata disattesa.

E anche quanto emerso quest'anno lascia un po' di amaro in bocca, viste le aspettative di alcuni analisti, soprattutto occidentali, di annunci che avrebbero aiutato la delicata fase dell'economia cinese. Ma forse le attese sono state mal riposte, visto che, come solitamente avviene, al di là delle dichiarazioni, sarà più importante vedere quali sono le misure che saranno adottate nel concreto. Ciò che rimane comunque interessante analizzare è l'immagine della Repubblica Popolare che emerge dal comunicato pubblicato alla fine dell'incontro.



IL COMUNICATO

Dopo un elenco dei risultati raggiunti, il documento sottolinea che «il presente e il prossimo futuro rappresentano un periodo critico per il nostro sforzo di costruire un grande Paese e di procedere verso il ringiovanimento nazionale su tutti i fronti attraverso la modernizzazione cinese». Per continuare il piano di riforme, è stata reiterata la necessità di «rimanere fedeli al marxismo-leninismo, al pensiero di Mao Zedong, alla teoria di Deng Xiaoping, alla teoria delle tre rappresentanze e alla prospettiva scientifica dello sviluppo e della piena attuazione del pensiero di Xi Jinping sul socialismo con caratteristiche cinesi per una nuova era»¹.

UNA REALTÀ GIÀ NOTA

La sensazione che si trae dalla lettura del testo è il ruolo centrale del Partito nel guidare la macchina economica del Paese, da cui emerge una maggiore centralizzazione; è tuttavia un aspetto che non dovrebbe sorprendere alla luce delle decisioni prese dall'attuale leadership politica. Viene affermata l'importanza di essere dotati di una «solida regolamentazione macroeconomica, insieme a una governance efficace da parte dell'esecutivo» per garantire che si possano «sfruttare appieno i punti di forza istituzionali» di un'economia di mercato socialista come quella cinese. Per questa

ragione, l'impegno è di migliorare il sistema nazionale di pianificazione strategica e i meccanismi di coordinamento delle politiche, at-

 **Quanto emerso quest'anno lascia un po' di amaro in bocca, viste le aspettative di alcuni analisti, soprattutto occidentali, di annunci che avrebbero aiutato la delicata fase economica dell'economia cinese. Ma forse le attese sono state mal riposte** 

traverso ulteriori riforme del sistema fiscale e finanziario, che garantiscano un finanziamento sostenibile alle autonomie locali, le cui casse sono state particolarmente colpite dalla crisi immobiliare.

PUBBLICO E PRIVATO

Ovviamente, il plenum non è l'occasione per entrare nei dettagli delle misure, ma le dichiarazioni fatte non offrono spunti particolari su quali iniziative saranno prese nel concreto. Pechino ha rimarcato la modernizzazione in stile cinese, promuovendo le riforme strutturali dal lato dell'offerta, migliorando i meccanismi di incentivo e di vincolo per dare impulso a uno sviluppo di alta qualità, creando nuovi motori di crescita, integran-

do l'economia reale a quella digitale, potenziando il settore dei servizi, modernizzando le infrastrutture e rafforzando la resilienza e la sicurezza nelle catene industriali e di approvvigionamento. L'istruzione, la scienza e la tecnologia e i talenti sono considerati la base strategica per tale processo e per questa ragione saranno redatte alcune riforme nei tre ambiti elencati. Tuttavia, nonostante venga detto che «incoraggeremo, sosteneremo e guideremo senza riserve lo sviluppo del settore non pubblico, faremo in modo che le entità economiche sotto tutte le forme di proprietà abbiano uguale accesso ai fattori di produzione in conformità con la legge, competano sul mercato su un piano di parità e siano protette dalla legge come pari», alla luce anche di quanto successo dal 2013 in poi, rimane il forte dubbio di quanto sarà lasciato al mercato in termini di allocazione delle risorse e quale ruolo svolgerà il Partito in questo senso. Negli ultimi anni la leadership ha avuto più a cuore il rilancio delle Soe e i maggiori sforzi sono andati in questa direzione, probabilmente tutto ciò a scapito di un tessuto industriale privato che era in passato fiorito e aveva sostenuto l'economia.

TRA UMANITÀ E NATURA

Un altro punto centrale del comunicato è garantire e migliorare il benessere della popolazione attraverso il perfezionamento dei servizi pubblici di base con la finalità di soddisfare i bisogni essenziali e fornire ammortizzatori sociali per i più bisognosi. In questa direzione è stata menzionata una più equa distribuzione del reddito e un miglioramento della politica occupazionale e del sistema di sicurezza sociale e sanitario. Ma la modernizzazione cinese riguarda anche il raggiungimento dell'armonia tra umanità e natura. Per questa ragione, vanno migliorati i sistemi di tutela dell'ambiente, compiuti sforzi concertati per tagliare le emissioni di carbonio e ridotto l'inquinamento. Alla reiterazione di questo impegno fa indubbiamente da sfondo un'industria cinese che, in alcuni ambiti, quali la produzione dei pannelli solari e le auto elettriche, ha visto il Dragone acquisire una posizione dominante all'interno delle catene di fornitura di questi prodotti, diventando una vera e propria minaccia per i concorrenti di altri paesi e aumentando le tensioni commerciali soprattutto con l'Occidente. Da questo punto di vista, l'esito delle elezioni americane potrebbe accentuare ulteriormente queste frizioni.



UN APPROCCIO OLISTICO

Un altro elemento vitale per garantire la modernizzazione cinese è la sicurezza nazionale. Nel comunicato si recita: «Dobbiamo applicare pienamente un approccio olistico alla sicurezza nazionale, migliorare le istituzioni e i meccanismi di salvaguardia e garantire che lo sviluppo di alta qualità e una maggiore sicurezza si rafforzino a vicenda, in modo da salvaguardare efficacemente la stabilità e la sicurezza del Paese nel lungo periodo».

Ciò significa che, oltre alla modernizzazione della difesa nazionale e delle forze armate, c'è un obiettivo molto chiaro: la sicurezza politica, che, in altre parole, significa proteggere l'attuale leadership. La considerazione potrebbe essere scontata, ma serve a connotare ulteriormente il messaggio emerso dal plenum, ossia che la visione del potere di Xi Jinping è più che mai rafforzata. Forse sarebbe successo anche nel caso di una diversa leadership, ma l'attuale presidente non solo aveva già rivisto la costituzione per potere ricevere un terzo mandato, ma vi aveva anche inserito il suo pensiero.

CONCLUSIONI

L'economia a doppia circolazione è stata una componente chiave del XIV piano quinquennale del Partito comunista cinese, adottato nel 2021, attraverso il quale emerge l'ambizione del Paese di diventare autosufficiente. Puntare a una maggiore indipendenza dall'esterno è peraltro un obiettivo che diverse economie

si sono date, soprattutto dopo la pandemia, spinte da venti più insistenti a favore di misure protezionistiche. Qualche difficoltà è emersa in questi anni e gli effetti si sono visti sul rallentamento dell'attività economica del Dragone, ma, per il momento, le diverse misure adottate non sono state sufficienti a rinvigorire la crescita come si era atteso. La promozione dei consumi, come si legge tra le righe del comunicato del Terzo plenum, avverrà tramite un rafforzamento della sicurezza sociale per spingere le famiglie a spendere di più, ma l'operazione non è semplice, soprattutto con gli effetti della crisi immobiliare ancora tangibili. Probabilmente, la preoccupazione di Pechino è che qualsiasi misura di stimolo o intervento possa deteriorare i conti pubblici e quelli dei governi locali, già alle prese con il debito e la ricerca di nuove risorse.

Ancora una volta sono necessarie azioni concrete che diano un senso ad affermazioni in cui si sottolinea il ruolo del mercato nell'allocazione delle risorse. Per il momento, ciò che è uscito dal plenum è la centralità del Partito e di Xi, in primis. L'economia è stata definita stabile dal politburo, ma, ciò nonostante, il principale organo del Pcc ha rimarcato l'importanza di aumentare i consumi. Come si muoveranno le autorità dovrà essere monitorato attentamente dagli investitori, che per il momento hanno visto le loro aspettative deluse.

1. (rif. http://en.cppcc.gov.cn/2024-07/19/c_1006186.htm)

LUCA SIMONCELLI
INVESTMENT STRATEGIST
INVESCO

Positivi sui mercati, ma con più attenzione alla qualità

a cura di Pinuccia Parini

Quali possono essere le incognite per la seconda parte del 2024?

«Partiamo pure dalle incognite, ma mi deve concedere una premessa: non pensiamo che nei prossimi mesi possano insorgere rischi di cui essere particolarmente preoccupati. Detto ciò, cercando di enucleare le potenziali variabili che potrebbero avere un impatto negativo sul mercato, evidenzerei innanzitutto l'equilibrio macroeconomico. L'economia americana sta rallentando e, in questo contesto, un punto di incertezza potrebbe essere la politica monetaria della Federal Reserve. Il mercato del lavoro si sta raffreddando, il tasso di disoccupazione sale e alcuni sostengono che si è prossimi a un contesto recessivo. Noi crediamo che la Banca centrale americana sia in procinto di tagliare i tassi, ma è pur vero che bisognerà vedere quanto peso darà a un quadro economico in

indebolimento rispetto al tasso d'inflazione. La tempistica, quindi, in una fase di attesa, potrebbe generare insicurezza. Tramite la nostra asset allocation abbiamo consigliato di avere una buona esposizione all'equity dallo scorso anno e la nostra view nel medio periodo non cambia, ma, nella situazione attuale, consigliamo di prediligere azioni più difensive caratterizzate da elevata qualità e dividendi, mentre nel segmento del credito preferiamo le obbligazioni Ig rispetto a quelle Hy. Un secondo aspetto che potrebbe essere considerato un'incognita è tecnico: sui mercati, in particolare quello americano, l'appetito al rischio degli investitori è molto elevato».

Perché ritiene che sia un elemento da monitorare?

«Anche se non crediamo che diventerà un catalizzatore per la correzione dell'azionario,



siamo in una fase nella quale potrebbe concretizzarsi una debolezza improvvisa. Ci sono posizioni su alcuni titoli che sono, per così dire, "affollate", il fattore momentum continua a trascinare i mercati e le azioni su cui c'è maggiore consenso sono un pugno ridotto di società. E, quindi, non può essere dismessa la possibilità che si verifichi un evento che faccia scattare i meccanismi di ribilanciamento sul mercato e crei turbolenza soprattutto sulle azioni che hanno raccolto il maggiore consenso. Il terzo tema è politico e geopolitico, soprattutto per gli Usa: le elezioni presidenziali potrebbero portare grandi cambiamenti non solo nella elezione del primo inquilino della Casa Bianca, ma anche all'interno del Congresso. Se i repubblicani vincessero su tutta la linea, si potrebbe assistere a un'estremizzazione delle politiche, oppure, una vittoria di misura dei democratici rischierebbe di generare tensioni sociali. Mi rendo conto che queste argomentazioni non hanno un impatto immediato sull'economia, ma influiscono sul sentiment degli investitori».

Quindi, per ritornare agli aspetti positivi, vi attendete che negli Usa ci sarà un atterraggio morbido dell'economia?

«Non so quale tipo di atterraggio ci attenda, ma a Invesco crediamo che i picchi dei tassi, della restrizione delle condizioni finanziarie e di inflazione siano arrivati: questi sono gli elementi sui quali poggiamo la nostra visione di medio periodo. Ciò significa che, anche se l'economia rallentasse bruscamente, senza che si verifici un crash, la nostra opinione non cambierebbe, perché i tassi in discesa, le maglie del credito che si espandono e il minore rischio inflativo sono condizioni positive per i mercati.»

Tuttavia, nel caso del mercato americano, il Pil è stato superiore alle attese e lo stesso è avvenuto per gli utili dell'S&P500, trascinati però da una stretta cerchia di aziende. Se l'economia Usa rallentasse, che cosa potrebbe succedere?

«Questo è un motivo per cui, tatticamente, siamo leggermente più cauti. Ciò nonostante, vorrei sottolineare che, se esistono alcuni fattori tecnici che possono fare sorgere dei punti di domanda sull'elevata concentrazione del mercato, lo stesso non si può dire per quanto riguarda l'andamento degli utili aziendali. Infatti, si stanno già vedendo segnali di crescita in un più ampio spettro di settori,

tanto che le attese per i prossimi trimestri vedono una maggiore dispersione dell'aumento dei profitti tra i diversi comparti. Quindi, non più solo It e communication service. Inoltre, per tornare al quadro economico, sosteniamo che il rallentamento degli Usa potrebbe essere controbilanciato, sia dall'Europa, sia dall'Asia a livello globale».

La volatilità molto bassa non è un segnale d'attenzione?

«Ci sono modalità d'investimento che sono legate alla volatilità e, di conseguenza, esistono obiettivi prestabiliti per questo fattore che non possono essere superati. Quando ciò avviene, perché la volatilità aumenta, si è costretti a vendere l'esposizione azionaria per mantenere il target iniziale. Nel momento in cui, per esempio, la questione geopolitica/politica intaccasse negativamente il sentiment e inneschiasse le vendite, sarebbe possibile un ampliamento dell'effetto sul mercato proprio per questo tipo di tecnicità».

A proposito di geopolitica e di politica, si è visto oramai più volte che il mercato tende a scontare velocemente un evento di questo tipo. Tuttavia, i mutamenti che ne possono derivare nel tempo hanno un impatto sull'economia e il mondo finanziario. Che cosa ne pensa?

«Facciamo un esempio concreto. Trump ha inasprito i dazi nei confronti della Cina e Biden ha continuato sulla stessa linea. Il fatto, di per sé, è già prezzato dai mercati ma, contestualmente, è indubbio che politiche mercantistiche più accentuate potrebbero avere un impatto economico e mantenere l'inflazione a un livello strutturale più elevato. Da questo punto di vista, ritengo che sarà importante vedere, nel lungo periodo, quale sarà il tasso d'interesse neutrale che la Fed riterrà adeguato e, a mio parere, sarà più alto del 2,5% attuale. Un altro aspetto che meriterà attenzione è rappresentato dai livelli di disavanzo fiscale che sono aumentati in diverse economie sviluppate, per le quali il problema sarà finanziare un aumento di produttività».

A livello geografico, nella presentazione di inizio anno, aveva parlato della necessità di non ignorare la Cina. Ha cambiato opinione?

«La mia idea è che bisogna guardare con attenzione all'Asia nel suo complesso, di cui la Cina è uno dei paesi. Dal mio punto di vista, è

l'area più interessante, perché è al centro di alcuni potenti macrotrend, che vanno dalla crescita dei consumi (India) al nuovo ciclo tecnologico (Corea e Taiwan) per arrivare alle politiche di diversificazione di attività produttive al di fuori della Cina, di cui la regione sta beneficiando. Continuiamo a essere positivi sui mercati asiatici anche per i prossimi mesi e sull'Europa».

L'interesse per l'Europa è motivato dalle valutazioni a sconto sugli Usa? Non crede che, soprattutto alla luce delle nuove tecnologie, gli Stati Uniti mantengano un vantaggio competitivo?

«È vero che c'è sempre stato uno sconto storico tra il mercato americano e quello europeo e che ci sia un vantaggio competitivo degli Usa in campo tecnologico (insieme all'Asia), ma forse non si prende in debita considerazione che le innovazioni in atto produrranno diversi giovamenti in altri ambiti e settori industriali, migliorandone l'efficienza e la redditività. Ritengo che si debba allargare l'orizzonte per cogliere gli effetti a macchia d'olio che le nuove tecnologie avranno, partendo anche dal presupposto che le attuali aziende leader difficilmente, nel futuro, potranno mantenere all'infinito tassi di crescita stellari».

Quindi meglio l'Europa e l'Asia rispetto agli Stati Uniti per il livello di valutazioni?

«Non solo, ma anche per mantenere, come dicevo pocanzi, una diversificazione del rischio all'interno dei portafogli, piuttosto che concentrarci solo sulla borsa americana».

La decisione di privilegiare la qualità nell'identificazione di un titolo, vi ha portato a modificare anche la strategia sulle obbligazioni societarie?

«Abbiamo deciso che l'opportunità aggiustata per il rischio sia maggiore per l'investment grade rispetto all'high yield più rischioso. Per quanto riguarda questa asset class, non abbiamo particolari preferenze: il carry, ossia il rendimento a scadenza di un'emissione, dell'Ig americano può essere più attrattivo, così come gli spread in Europa potrebbero avere più spazio per restringersi. I titoli governativi hanno indubbiamente deluso, perché il taglio dei tassi non è avvenuto così come atteso, ma riteniamo che sia una questione di tempo e anche i guadagni in conto capitale andranno a sommarsi ai rendimenti offerti».

SIMONA GAMBARINI

SENIOR MARKET STRATEGIST

GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT

Mitigare il rischio con la diversificazione

a cura di Pinuccia Parini

Non ritiene che l'eccessiva concentrazione degli investitori su alcuni titoli del mercato azionario sia fonte di rischio?

«Il fenomeno della concentrazione delle performance delle borse su alcuni titoli è una caratteristica comune a diversi mercati e si è manifestata nell'arco degli ultimi anni. Spicca il caso degli Stati Uniti, perché il numero di azioni che hanno trainato l'indice S&P 500 è decisamente limitato. Non è quindi così insolito che nel mese di luglio si sia assistito a un indebolimento dei corsi di queste azioni che ascriverei a tre ragioni. La prima è legata al fatto che, con valutazioni elevate e dopo un rally molto esteso, è abbastanza normale che ci sia una presa di profitto su società prezzate a li-

velli molto alti. In secondo luogo, anche se potrà sembrare controintuitivo, il processo di disinflazione negli Usa ha penalizzato, in qualche modo, i "magnifici sette", perché, pur essendo definiti come long duration stock, sono meno soggetti a beneficiare della riduzione dei tassi d'interesse, avendo una minore leva finanziaria e forte liquidità in cassa. Il terzo motivo è più di natura geopolitica ed è legato alle maggiori probabilità di una vittoria di Donald Trump alle prossime elezioni: il prospettato aumento delle tariffe penalizzerebbe le aziende con maggiori ricavi sui mercati internazionali. Tra queste ultime, spiccano le società del settore tecnologico. Ciò nonostante, la concentrazione su pochi nomi rimane ancora un tratto saliente del mercato e tale focalizzazione



continua a essere sostenuta solo dai fondamentali di queste società. Ma, non va dimenticato, il primato degli Usa non è certamente circoscrivibile solo a questi titoli, bensì risiede in un'economia robusta, in utili aziendali più elevati e in un tasso di reinvestimento delle imprese più sostenuto che altrove. Quanto elencato spiega la forza dell'America dell'ultimo decennio e anche perché il suo peso negli indici finanziari internazionali è ulteriormente aumentato, insieme ovviamente a quello della tecnologia».

Vero, ma tutto ha un prezzo...

«Nonostante la bontà dei fondamentali, la borsa americana è diventata costosa ed è per questo motivo che in Goldman Sachs Asset Management prestiamo molta attenzione a non allocare troppo peso in un singolo mercato, in un particolare settore o in poche aziende. Nella costruzione di un portafoglio pensiamo che sia importante mitigare le posizioni e crediamo che ciò possa essere fatto in diversi modi. La diversificazione geografica è uno di questi ed è per tale ragione che riteniamo interessante, ad esempio, il Giappone, che sta evidenziando cambiamenti strutturali significativi a livello economico e di mercato finanziario. Inoltre, sempre in quest'ottica, anche i paesi emergenti possono offrire buone opportunità, come nel caso dell'India, sulla quale siamo molto positivi. La nostra gestione attiva ci porta anche a non avere posizioni estremamente concentrate su singoli titoli e a considerare quelle azioni che trattano a valutazioni più contenute, che possono beneficiare della resilienza dell'economia americana, dei tagli dei tassi d'interesse della Fed e che, indipendentemente da chi vincerà le presidenziali in Usa, non subiranno particolari contraccolpi da politiche più protezioniste. Infine, crediamo che nell'universo delle piccole capitalizzazioni di borsa, i cui multipli sono decisamente attrattivi, si possano trovare, soprattutto nell'ambito del tech statunitense, le aziende del futuro che sfideranno gli attuali colossi del mercato».

Che cosa pensa delle attese degli utili per quest'anno e per il prossimo dell'S&P 500, rispettivamente +10% e +15%?

«Crediamo che siano molto ottimiste. All'inizio dell'anno avevamo detto che per i primi sei mesi i "magnifici sette" avrebbero comunque dominato grazie al momentum favorevole degli utili che sarebbe poi, con il

trascorrere del tempo, diminuito e che il rally si sarebbe ampliato ad altre aziende, soprattutto in uno scenario di soft landing come quello che si sta palesando. I protagonisti della prima metà dell'anno, infatti, in tale contesto potrebbero vedere il loro tasso di crescita affievolirsi e le valutazioni cui trattano rischiano di risultare eccessive. Inoltre, vorrei fare una considerazione aggiuntiva sul tema che non solo ha dominato i mercati, ma che ne spiega anche le peculiarità dei corsi: l'intelligenza artificiale. La crescita esponenziale di questa tecnologia è tale che risulterebbe limitante ipotizzare che il numero di player sul mercato non aumenti. Ci saranno nuovi sfidanti che emergeranno e, inevitabilmente, andranno a conquistare quote di mercato. Per tale ragione, sottolineerei ancora la nostra posizione sulle piccole capitalizzazioni: un bacino decisamente ricco di potenzialità, poiché il 30% del debito delle aziende, nel Russell 2000, è in forma variabile. Gran parte di questo debito sarà rinegoziata tra il 2025 e il 2026 con tassi che dovrebbero essere inferiori a quelli odierni e, di conseguenza, a un costo del capitale inferiore».

Ma il costo dell'equity sarebbe comunque superiore ai livelli degli anni scorsi. Non crede che sia necessaria maggiore cautela?

«Siamo in un contesto d'investimento completamente diverso da quello pre-Covid: i tassi rimarranno più elevati rispetto al passato, l'inflazione sarà più persistente e i rischi geopolitici maggiori, potenzialmente forieri di una più elevata inflazione. Di conseguenza, bisognerà puntare sulla qualità dei titoli, in uno scenario di maggiore volatilità all'interno del quale investire in azioni sarà non solo più sfidante, ma anche più complesso. Ovviamente, i fondamentali avranno un maggiore peso, perché non tutte le società saranno in grado di mantenere il livello di redditività pregresso. È proprio alla luce di queste considerazioni che è imprescindibile, insieme alla qualità delle aziende, individuare i temi che saranno trainanti nel futuro e dai quali le imprese trarranno beneficio. Sono quattro aree che, a nostro avviso, genereranno una domanda crescente: la transizione climatica, la tecnologia, la frammentazione globale e la demografia».

Che cosa intende per frammentazione globale?

«Intendiamo la desincronizzazione volontaria tra le diverse economie, dovuta a un'inclinazio-

ne al protezionismo, alla necessità di avere una sicurezza economica e, quindi, anche energetica. Questa tendenza globale è dovuta, sia a un incremento delle tensioni geopolitiche, sia ai blocchi Stati Uniti e Cina, formati nel 2018, che porteranno a una minore sincronizzazione economica, con evidenti ricadute sulla strutturazione delle catene del valore, e creeranno vincitori e perdenti».

Quando ha parlato di mitigazione dei rischi a livello geografico, non ha menzionato l'Europa. Come mai?


«Eravamo molto positivi sul Vecchio continente dalla fine dello scorso anno e fino alle elezioni europee, che hanno però aumentato il premio al rischio. A ciò va aggiunto l'interrogativo sull'esito delle consultazioni negli Usa, che potrebbero avere impatti su un'economia aperta come quella europea, che è esposta anche alla Cina. Tuttavia rimaniamo favorevoli all'area geografica per le valutazioni contenute, anche se al momento manteniamo un posizionamento più difensivo per l'incertezza politica legata alla creazione di nuovi equilibri all'interno dell'Unione e al contesto internazionale».

Nello scenario delineato, come si articolano le vostre scelte sul mercato obbligazionario?

«Continuiamo a essere positivi sull'azionario, ma stiamo cominciando ad avere una view più costruttiva anche sul mercato obbligazionario, che beneficerà, nelle nostre previsioni, di un numero superiore di tagli dei tassi d'interesse. In un'ottica di lungo termine, crediamo che il reddito fisso sia più attrattivo di quanto non lo sia stato negli ultimi anni, anche perché ci attendiamo livelli di tassi strutturalmente più elevati, con quelli neutrali al 3-3,5% negli Usa e Uk, e 2-2,5% nell'Eurozona. Nello specifico, poi, preferiamo i titoli governativi a quelli di credito, i cui spread sono già estremamente compressi e non offrono ulteriori potenzialità. Indubbiamente, il carry dell'high yield è interessante, ma in termini di assunzione di rischio preferiamo l'azionario a questa asset class. Riteniamo, inoltre, che il credito privato sia degno di attenzione, avendo un livello di rischio abbastanza paragonabile a quello delle emissioni investment grade, ma con un rendimento più elevato. Più in generale crediamo che sia opportuno inserire asset privati all'interno di un portafoglio, visto il crescente peso che questi ultimi stanno assumendo rispetto a quelli pubblici».

In fondo quasi come l'America

di Boris Secciani



Gli Stati Uniti, sia dal punto di vista economico, sia da quello dei mercati finanziari, sono storicamente al centro dell'attenzione degli investitori. Tuttavia, nell'ultimo periodo diversi interrogativi sono emersi su quanto questo protagonismo possa ancora continuare. In tale contesto, è opportuno analizzare all'interno del Vecchio continente quali siano le alternative alla borsa americana che non sono ancora sotto la lente degli operatori di mercato. Nonostante la crescita europea rimanga modesta e l'aumento della produttività sia un obiettivo difficile da raggiungere, esiste un terreno fertile nel quale operano diverse imprese che hanno sviluppato elevate competenze riconosciute a livello globale. Ciò vale soprattutto in ambito manifatturiero, con alcune aziende europee che hanno acquisito un forte vantaggio tecnologico e ricoprono un ruolo determinante all'interno delle catene di fornitura. La presenza di queste eccellenze non deve però distogliere l'Europa dall'importanza di creare un modello di crescita che le appartenga, promuoven-

do ed espandendo il maggiore successo continentale degli ultimi 80 anni, ossia il mercato unico. Non può però mancare una politica industriale pubblica innovativa che permetta una crescita della redditività di tutto il tessuto industriale e non solo di qualche leader o di poche nicchie di attività

Dopo un'estate volatile e difficile, in cui l'economia americana ha mostrato improvvisi segnali di rallentamento e si sono cominciate a vedere le prime crepe nel trend di crescita, apparentemente senza fine, dei giganti tecnologici Usa, vale la pena mettere sotto la lente l'economia europea e i suoi mercati equity. In particolare, è interessante evidenziare i punti di forza comparati dell'apparato produttivo del Vecchio continente andando ad analizzare ambiti che spesso sfuggono ai radar dei mass-media. In un momento in cui la centralità degli Stati Uniti non è più totale e gli investitori si guardano intorno alla ricerca di temi per diversificare i portafogli, l'obiettivo diventa offrire un quadro il più possibile lontano dagli stereotipi di uno dei tre grandi blocchi economici del mondo. La congiuntura, che si inserisce in una fase storica indubbiamente turbolenta, appare infatti particolarmente interessante



per testare la capacità di modernizzazione e la competitività di una serie di realtà fra loro variegata, ma che presentano anche diversi tratti in comune. Uno di questi, purtroppo, è negativo ed è una crescita modesta ormai da troppo tempo con una dipendenza molto marcata dall'andamento della domanda globale più che da driver endogeni.

UN ENIGMA

Va detto che, per certi versi, le debolezze dell'Europa contemporanea rappresentano un enigma. Infatti, alcune caratteristiche sociali e istituzionali costruite nel corso di secoli su questa sponda dell'Atlantico costituiscono un patrimonio senza uguali in giro per il pianeta, come ben ricorda **Pablo Duarte**, senior research analyst del **Flossbach von Storch Research Institute**: «Le economie europee sono ben posizionate a livello globale e ricche di capitale fisico e umano di alta qualità grazie agli elevati livelli di istruzione. Beneficiano di uno stato di diritto affidabile, di processi democratici e di bassi livelli di corruzione».

Il fatto di avere costruito società tutto sommato tranquille e ben funzionanti, caratterizzate da un elevato grado di istruzione diffusa, si è tradotto in una leadership quasi inattaccabile in molti ambiti che, secondo diversi modelli, è frutto del variegato panorama culturale

presente in questa parte della Terra. Interessanti al riguardo appaiono le considerazioni di **Hywel Franklin**, head of european equities di **Mirabaud Asset Management**: «L'Europa ha diverse aree dove si sono concentrate forti competenze, come quella manifatturiera di Düsseldorf, la pelletteria artigianale in Italia e i cluster dell'innovazione che si sono sviluppati intorno ad alcune università, come Cambridge nel Regno Unito e Kth a Stoccolma».

PRODUTTIVITÀ FERMA AL PALO

Gli innumerevoli talenti europei si manifestano soprattutto in ambito manifatturiero, dove molti snodi di diverse cruciali filiere dipendono quasi interamente da tecnologie sviluppate nell'alveo dell'Ue. Gli esempi forniti da **Christian Prieth**, chief investment officer di **Quaestio Sgr**, offrono un interessante complemento ai due interventi precedenti: «L'Europa, nonostante sia rimasta indietro nella corsa tecnologica verso l'AI, ospita comunque molte società leader a livello globale, con un forte vantaggio tecnologico o comparato. Si pensi al settore della salute, nel quale molte case farmaceutiche all'avanguardia sono europee: si tratta di società come AstraZeneca, Novo Nordisk, o Novartis. Poi c'è il comparto industriale: produciamo aerei (Airbus o Rolls Royce), impianti e



PABLO DUARTE
senior research analyst
Flossbach von Storch
Research Institute



Le economie europee sono ben posizionate a livello globale e ricche di capitale fisico e umano di alta qualità grazie agli elevati livelli di istruzione. Beneficiano di uno stato di diritto affidabile, di processi democratici e di bassi livelli di corruzione



macchinari industriali altamente tecnologici (Abb e Atlas Copco), mezzi di trasporto all'avanguardia e componentistica varia (Ferrari, Volvo e Brembo). Infine, ci sono anche la chimica (Novonesis) e i beni di consumo (Lvmh e L'Oreal). In altre parole, il continente europeo è molto ricco dal punto di vista industriale e tecnologico, così come lo è geograficamente e culturalmente». Nello specifico, i nomi riportati indicano in maniera evidente che il patrimonio di competenze dell'Europa non si esplica solo in una continua raffinazione di processi produttivi nell'ambito di settori tradizionali,

Aiutare i consumi

Sicuramente non è realistico per l'Unione Europea adottare in toto il modello statunitense di questi anni, che è stato caratterizzato da un forte grado di innovazione e cambiamento a livello di leadership aziendale. Questi fenomeni, inoltre, sono stati accompagnati da forti disavanzi nei conti pubblici, volti a spingere la domanda domestica (grazie soprattutto a tagli alle imposte e a trasferimenti diretti in denaro) e a garantire un mercato di sbocco ai nuovi beni e, soprattutto, ai servizi di continuo introdotti. Si tratta, dunque, di un sistema altrettanto sussidiato, anche se in maniera molto diversa rispetto a quello europeo. Importare un assetto così differente è impensabile, però da nazioni gigantesche e tutto sommato piuttosto centralizzate, come Cina e Usa, è possibile trarre alcune importanti lezioni. In particolare, sarebbe auspicabile, qualunque cosa si pensi dell'idea di un'Europa unita a livello politico, andare nella direzione di una maggiore integrazione economica.

DUE STRADE PRINCIPALI

Questo processo di convergenza, poi, andrebbe declinato secondo due direttrici ben sintetizzate da Christian Prinoth, di Quaestio Sgr: «Per incentivare il consumo vi sono due strade principali: maggiore integrazione e politiche industriali più proattive. Da un lato, una rinnovata spinta verso l'integrazione europea, che sembra oggi, inaspettatamente, nell'interesse di molti partiti politici, andrebbe a creare un mercato unico più ampio, con significativi benefici in termini di maggiore produttività e di minori prezzi per i consumatori. Tutto ciò potrebbe anche compensare un maggiore isolazionismo a livello globale. Dall'altro lato, il consensus politico sembra puntare attualmente anche su politiche industriali più proattive che, se ben realizzate, possono sviluppare alcuni settori e fare così da traino al resto dell'economia: in particolare, lo sviluppo di una difesa europea comune, che possa spaziare dalla cybersecurity alla sicurezza aerospaziale, così come la crescita del settore energetico, che punti ad arrivare a un'indipendenza energetica pulita».

PROMUOVERE IL MERCATO UNICO

Dunque, in primis bisogna continuare a promuovere ed espandere il maggiore successo continentale degli ultimi 80 anni, ossia il mercato unico. Inoltre, sarebbe cruciale adottare una politica industriale pubblica innovativa in grado di aumentare la dimensione di fatturato e utili delle aziende europee che oggi sono leader in aree che sono poco più che nicchie futuristiche.

UN CIRCOLO VIRTUOSO

Un simile approccio innescherebbe un circolo virtuoso i cui termini sono descritti da **Mark Denham**, gestore di **Carmignac Portfolio Grande Europe**: «Migliorare la fiducia dei consumatori è il modo più importante per stimolare i consumi e aumentare la disponibilità a spendere. Politiche fiscali mirate, come gli incentivi in particolari settori, possono inoltre contribuire a questo obiettivo. Infine, la riduzione delle barriere commerciali e l'incremento della concorrenza all'interno del mercato unico potrebbero favorire l'abbassamento dei prezzi e quindi la crescita dei consumi».

L'IMPORTANZA DELLA DOMANDA CONTINENTALE

Per troppo tempo, infatti, cittadini e aziende di questa parte di mondo hanno dato per scontato il progressivo venire meno dell'importanza della domanda continentale. Ma un suo robusto rilancio darebbe l'impulso decisivo all'emersione di nuovi campioni tecnologici europei e darebbe un calcio decisivo alla percezione di essere poco più che una comparsa nella lotta epocale per la leadership globale fra Cina e Stati Uniti.



MARK DENHAM
gestore
Carmignac Portfolio
Grande Europe



Migliorare la fiducia dei consumatori è il modo più importante per stimolare i consumi e aumentare la disponibilità a spendere





poiché i segmenti citati si possono tranquillamente classificare come growth.

AI LIMITI DELL'INCREDIBILE

Di conseguenza, un semplice dato macroeconomico, che è alla base del declino economico relativo del continente, riportato da Duarte, appare ai limiti dell'incredibile: «Le economie continentali hanno accumulato ritardi, soprattutto nella crescita della produttività. La guerra in Ucraina ha avuto un impatto anche sulle industrie ad alta intensità energetica. L'aumento della concorrenza e la riduzione degli oneri normativi potrebbero favorire l'innovazione nella fornitura di energia (verde), aiutando l'Europa a mantenere i suoi vantaggi, a ridurre l'inflazione e a stimolare i consumi. Nonostante i benefici istituzionali rispetto al resto del mondo, la produttività del lavoro in Europa non è aumentata dal 2012. La crescita della produttività, tuttavia, è essenziale per l'innovazione».

In pratica, la piaga principe, di solito attribuita all'Italia, si rivela un problema diffuso in tutto il continente. La domanda che sorge spontanea è come ciò sia possibile: sicuramente uno stereotipo comune descrive le società di nazioni quali la Francia, l'Italia e la Germania come ingessate e prive di dinamismo, con un forte scollamento fra il sistema scolastico e il mondo

delle imprese. In realtà, si è già notato che le aziende europee si sono posizionate in ambiti prevalentemente b2b, ma non certo privi di valore aggiunto e margini per imporre i propri prezzi ai clienti, grazie anche al rapporto fruttuoso con diverse istituzioni accademiche.

È vero che in buona parte i nomi citati comprendono realtà che esistono da molto tempo (capaci, comunque, di continui rinnovamenti), però nell'Ue c'è anche una ricca scena di startup tecnologiche. Sicuramente, l'invecchiamento della popolazione non aiuta, ma neppure nazioni dall'andamento della domanda domestica notoriamente vivace, come Australia, Corea del Sud e gli stessi Usa, presentano un profilo demografico particolarmente incoraggiante. Le ragioni della spirale di stagnazione a livello di produttività, stipendi e consumi vanno dunque ricercate in altri ambiti.

ANCORA TANTE VELOCITÀ

In particolare, continua a pesare sulle sorti dell'Europa un dinamismo diverso che vede una marcata concentrazione dell'innovazione e della ricchezza nei paesi di lingua germanica e nelle immediate propaggini di questa area (Est della Francia, Nord Italia e alcune realtà dell'ex cortina di ferro). Ma il tema non è più al centro delle attenzioni degli osservatori come nel 2011-2012 grazie alla forte azione della

Bce negli anni della crisi finanziaria, rafforzata poi da politiche fiscali indubbiamente lungimiranti in reazione alla pandemia. Ciò non vuole dire, però, che le difficoltà generate dalla mancata convergenza siano scomparse, anche se il problema non esiste solo in questa parte di mondo: l'abisso fra le zone rurali degli Stati Uniti e le metropoli della costa e la differenza tra lo splendore ultra-modernista della Cina urbana e la povertà delle campagne non sono certo meno rilevanti. Tuttavia, in entrambi i casi le economie locali possono contare su un governo centrale che sostiene attivamente i consumi delle regioni più disagiate.

Detto ciò, sarebbe sbagliato ridurre la questione alla solita dicotomia Nord contro Sud e, in parte, Est. In realtà, probabilmente a frenare l'andamento complessivo della produttività nell'Ue e dintorni sono alcune caratteristiche intrinseche del nostro sistema. Nello specifico, è vero che siamo all'avanguardia in molti comparti, ma è altrettanto fuori discussione che in tutto il Vecchio continente (anche nei paesi più ricchi e avanzati) abbondano società e segmenti produttivi ormai decotti, che sono tenuti in vita per ragioni di equilibrio sociale. Il fenomeno, peraltro lungi dall'affievolirsi, sta assumendo una sempre maggiore rilevanza a causa dei sussidi cinesi a diverse industrie, un problema che varrà la pena affrontare in maniera più approfondita.

UNA CERNITA DEI NOMI

Di conseguenza, oggi investire sui mercati di questo lato dell'Atlantico significa innanzitutto operare una profonda cernita dei nomi in grado di prosperare al riparo dagli scossoni geopolitici e da scelte locali europee spesso non rispondenti a criteri del tutto razionali. Di tutto ciò dà una lucida sintesi Hywel Franklin, di Mirabaud Asset Management: «Quando i nuovi prodotti esteri superano in modo significativo quelli nazionali, torna in primo piano l'orientamento protezionistico volto a sovvenzionare le industrie in difficoltà "nell'interesse nazionale". Tuttavia, le industrie che riteniamo più interessanti non sono in genere quelle che hanno bisogno di supporto a fronte di importazioni dall'estero molto più economiche, ma le imprese in cui l'Europa può essere veramente competitiva a livello globale».

Un Green Deal più sensato

Se è vero che il Green Deal rimane al centro dell'agenda dell'Unione per i prossimi anni, è altrettanto indubbio che l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha affiancato il tema dell'indipendenza energetica a quello della salvaguardia dell'ambiente. Ciò è avvenuto anche a causa delle caratteristiche del tessuto economico europeo, in cui l'export ricopre un ruolo importante: conquistare l'autosufficienza in materia d'energia aprirebbe al Vecchio continente nuove prospettive. Per fare sì che questo obiettivo sia raggiungibile, però, occorre che il piano per la transizione verde dia impulso a industrie che lavorano per l'industria e che ampli la ricerca di fonti energetiche a basso impatto ambientale, senza fermarsi al solare e all'eolico. Affinché ciò sia possibile, è fondamentale che sia direttamente chiamato in causa anche il settore downstream, nel quale alcune imprese continentali occupano posizioni d'avanguardia, nonostante alcune di esse, in termini di capitalizzazione, rientrino nell'alveo di quelle di piccola e media dimensione. Tuttavia, ol-

tre al mercato azionario, per gli investitori che vorranno partecipare alla realizzazione del Green Deal, ci saranno anche emissioni di green bond che si attendono a ritmo sostenuto

Nonostante una forte opposizione politica, in verità alimentata anche da eccessi irrealistici nella versione originaria, l'insieme di misure e interventi legislativi in sede europea, noto come Green Deal, rimane al centro dell'agenda continentale dei prossimi anni: il riproporsi della stessa maggioranza, con a capo Ursula von der Leyen, fornisce nuova linfa vitale alle prospettive di trasformazione industriale e tecnologica dell'Ue. E il primo elemento che va sottolineato in questo ambito è che nell'ultimo biennio sono profondamente mutati gli obiettivi di uno dei pilastri principali della transizione, ossia la politica energetica. Fino all'inizio del 2022, infatti, l'azione era focalizzata in larga misura sulla riduzione delle emissioni. Non sorprendentemente, con l'avvio dell'invasione russa dell'Ucraina, l'interesse per la tutela dell'ambiente si è accompagnato al delinearsi di obiettivi di indipendenza nella produzione di energia.

UN'OPPORTUNITÀ DALLA CRISI

Le difficoltà attuali dell'economia dell'Europa più competitiva a livello di export

(si parla ovviamente della Germania) sono infatti legate in buona parte all'improvvisa impennata dei costi dei combustibili fossili. Notoriamente, però, da ogni crisi nasce un'opportunità: l'Unione Europea è, insieme al Far East, l'area economica trasformatrice per eccellenza. Di conseguenza, compiere il passaggio da idrovora energetica alla mercé delle paturne dei corsi del gas e del greggio a entità autosufficiente o quasi costituirebbe un salto epocale per le prospettive del Vecchio continente. È quindi necessario adottare politiche di investimento in infrastrutture e tecnologie di nuova generazione allo scopo di aumentare margini e produttività del manifatturiero (ma anche dei servizi) e finalmente riavviare una dinamica più robusta a livello di salari e consumi. Proprio nell'alveo del Green Deal è possibile dare impulso a industrie che lavorano per l'industria.

Un macrosettore di cruciale importanza è la produzione elettrica e la conseguente elettrificazione della maggiore quantità possibile di attività. Come si può intuire, il tutto coinvolge una vasta quantità di filiere, nelle quali le imprese europee vantano spesso un'offerta di assoluta eccellenza. Innanzitutto, a livello upstream sta venendo abbandonato l'approccio del recente passato ritenuto (non del tutto a torto) eccessivamente ideologico a causa della sua forte enfasi su solare ed eolico. **Christian Prinoth**, chief investment officer di **Quaestio Sgr**, sottolinea che si sta tornando a una filosofia più coerente con i principi di neutralità tecnologica di cui si fregia l'Ue: «Nei prossimi anni si arriverà a un'interpretazione di Green Deal più ampia: non solo efficienza energetica ed energie rinnovabili, ma anche indipendenza energetica. Infatti, non possiamo più permetterci di essere dipendenti in questo senso; si pensi al caso della Russia. Questa strategia implica prospettive di crescita positive per le aziende in questi settori: eolico, biocombustibili, distribuzione e conversione dell'energia, ma anche il nucleare, che potrebbe vivere una rinascita, anche se più nel medio/lungo periodo».

UNA POSIZIONE DI LEADER

Sicuramente lo sfruttamento dell'atomo è un tema divisivo, ma in questo comparto il Vecchio continente vanta una posizione

“

In qualità di investitori nella transizione globale verso l'energia pulita, riteniamo che i produttori europei contribuiscano in modo determinante all'ecosistema green con tecnologie all'avanguardia

”



YI SHI
client portfolio manager clean
energy transition strategy
Pictet Asset Management

storica di leader mondiale che potrebbe essere di nuovo occupata, nonostante la crescita impetuosa di player come la Cina. Si tratta, in fondo, di un esempio paradigmatico di competenze europee non adeguatamente sfruttate sulla base di precise scelte culturali e politiche. Al di là del possibile ritorno del nucleare e di altre fonti a basso impatto ambientale, vi è da fare un profondo lavoro anche a livello downstream. Accumulo e distribuzione di elettricità, infatti, sono oggi temi molto caldi, nei quali diverse imprese continentali occupano posizioni d'avanguardia che dovrebbero essere meglio conosciute da parte degli investitori. Significative, al riguardo, appaiono le scelte di **Mark Denham**, gestore di **Carmignac Portfolio Grande Europe**: «Con il riaffacciarsi del Green Deal, le maggiori opportunità si presentano nel settore delle utility rinnovabili, come Solaria in Spagna, e nei titoli industriali che supportano l'elettrificazione e hanno forti credenziali di sostenibilità. Schneider Electric si inserisce in questo filone, in quanto dispone di un'ampia gamma di prodotti e servizi legati alla gestione dell'energia, all'accumulo di energia green e alle soluzioni di ricarica dei veicoli elettrici».

Se poi si allarga un minimo il campo di analisi, si scopre che la quantità di industrie toccate da quello che potrebbe essere definito come Green Deal 2.0 è a dir poco enorme. **Yi Shi**, client portfolio manager clean energy transition strategy

di **Pictet Asset Management**, ricorda che è possibile in questo contesto costruire un intero portafoglio ben diversificato: «Riteniamo che investire nella transizione energetica pulita richieda un approccio olistico. Ciò significa esplorare le opportunità di investimento in tutte le aree principali dell'ecosistema della transizione energetica pulita: l'offerta (fonti rinnovabili), le infrastrutture abilitanti (reti intelligenti), la domanda (efficienza) e le tecnologie abilitanti (stoccaggio dell'energia, semiconduttori). In qualità di investitori nella transizione globale verso l'energia pulita, riteniamo che i produttori europei contribuiscano in modo determinante all'ecosistema green con tecnologie all'avanguardia. Tra queste figurano la gestione e l'automazione dell'energia, i materiali da costruzione, la progettazione ingegneristica, i semiconduttori e le apparecchiature avanzate e i macchinari per le energie rinnovabili».

SCELTE DI TIPO BOTTOM-UP

I nomi e le nicchie produttive citate rientrano in gran parte fra le small e mid cap di cui i listini europei sono particolarmente ricchi. Si tratta di un elemento che in parte spiega le relative difficoltà dell'equity continentale rispetto a quello statunitense. La questione dell'anomalia storica degli ultimi anni, caratterizzata dal dominio di poche mega-cap tecnologiche, è stata spesso dibattuta. Va però aggiunto che dalle nostre parti un mercato aziona-

rio ricco di società di dimensioni contenute si scontra anche con una cultura diffusa piuttosto avversa al rischio. Fuor di metafora, molti cittadini dell'Unione Europea sono di per sé diffidenti a investire in azioni, specialmente in titoli di gruppi che richiedono in molti casi una profonda analisi solo per capire esattamente cosa fanno. Un aspetto interessante, però, è il rapido sviluppo di un mercato obbligazionario green a tutti i livelli. Quest'ultimo potrebbe fare da apripista per familiarizzare un pool di investitori avvezzo al reddito fisso con le tematiche della trasformazione europea.

Guy Stear, head of developed markets strategy dell'**Amundi Investment Institute**, sottolinea che l'obbligazionario "verde" è in generale un'asset class che tratta a corsi piuttosto convenienti: «Con l'Ue che prevede di investire più di 1.000 miliardi di euro nel prossimo decennio per guidare la transizione verde, ci saranno molte opportunità per gli investitori, sia nel settore pubblico, sia in quello privato. L'emissione di green bond sovrani e dell'Ue continuerà a ritmo sostenuto, con i titoli dell'Unione Europea che entreranno sempre più nei benchmark dei titoli di stato. L'emissione regolare crea liquidità e può darsi che il premio di liquidità faccia scendere il rendimento di queste obbligazioni

rispetto ad altri segmenti dell'indice. Il proseguimento dei lavori sulla tassonomia da parte dell'Ue, entrata in vigore nel 2020, aumenterà la trasparenza degli investimenti del settore privato. Molti di questi saranno rappresentati da obbligazioni societarie di grandi emittenti, che vengono ancora negoziate con un premio (o "greenium") molto basso rispetto ai titoli tradizionali»

SCARTARE CHI VIVE DI POLITICA

Qualunque sia l'approccio scelto per quanto riguarda l'asset allocation e quali che siano le preferenze a livello di stock picking, non va comunque dimenticato un fattore fondamentale sul quale si concentra **Hywel Franklin**, head of european equities di **Mirabaud Asset Management**: «Ci sono modi diretti e indiretti per sfruttare le opportunità di investimento legate al Green Deal, ma il punto più importante è separare i settori nei quali ci sarà un'enorme crescita di capacità da quelli in cui si potranno effettivamente realizzare dei guadagni. Ad esempio, l'efficienza energetica è un tema sempre più importante, soprattutto nel trasporto marittimo, nel quale i turbocompressori sono una componente chiave per l'aumento dell'efficienza dei motori».

Come si è visto, l'Europa è caratterizza-



HYWEL FRANKLIN
head of european equities
Mirabaud Asset Management



Ci sono modi diretti e indiretti per sfruttare le opportunità di investimento legate al Green Deal, ma il punto più importante è separare i settori in cui ci sarà un'enorme crescita di capacità da quelli in cui si potranno effettivamente realizzare dei guadagni



ta da una marcata mordacchia legislativa nei confronti dei propri processi di innovazione e dalla tendenza a sussidiare ampiamente diversi pezzi di industria allo scopo di garantire pace ed equità sociale. È difficile pensare che queste abitudini spariscono del tutto nel corso dello sviluppo del Green Deal. Di conseguenza, gli investitori nei prossimi anni dovranno fare comunque molta attenzione, focalizzandosi in maniera ossessiva su quei nomi in grado di produrre profitti reali, scartando, invece, chi sostanzialmente vive di politica.

Hi tech, tanto b2b e pochissimi grandi

È assodato che l'Europa non può competere con gli Stati Uniti in ambito tecnologico, ma sono tuttavia presenti diverse imprese che, in questo campo, occupano posizioni preminenti, anche se nei beni e servizi It tendono a concentrarsi in segmenti b2b. Ciò riflette la struttura del tessuto economico continentale, caratterizzata da una forte presenza dell'industria manifatturiera. Esistono, però, alcune eccezioni, come Asml, una large cap che ha goduto, insieme ad altre aziende di dimensioni inferiori, del forte boom che ha investito i microchip. Ma il contesto competitivo è tale che sarebbero necessarie ulteriori riforme in sede europea per fornire nuovo carburante alla tecnologia, tra le quali un piano di investimenti in aree come l'indipendenza energetica, i trasporti di nuova generazione e altre ancora. Indubbiamente, la digitalizzazione pervasiva della quotidianità delle nostre azioni sta facendo crescere il settore dei servizi e con esso nascono continue innovazioni che permettono ad alcuni player di emergere con successo. Ma oltre alla leadership in alcuni segmenti quali l'Iot o la realtà virtuale, l'Europa ha visto crescere gruppi nel campo della tecnologia medica e nel comparto farmaceutico. Nello specifico, il pharma continentale è sinora risultato tra i vincitori della rivoluzione dell'intelligenza artificiale

«Il settore tecnologico è l'area dove l'Europa è sicuramente più indietro rispetto agli Stati Uniti. Abbiamo molte meno società quotate e molte di esse non sono leader globali: ciò accade, per esempio, nella produzione di alcuni semiconduttori, di buona qualità, ma non certo sulla frontiera tecnologica, in particolare nell'automotive. Però vi sono anche alcune piccole nicchie di eccellenza, legate soprattutto al concetto di infrastruttura: tra queste Nokia ed Ericsson, leader mondiali nelle telecomunicazioni. Poi vi sono sviluppatori di software per l'industria, come Dassault Systèmes, che supportano società

attive nella produzione di beni o servizi altamente tecnologici, come ad esempio nell'aeronautica». Queste parole di **Christian Prinoth**, chief investment officer di **Quaestio Sgr**, offrono una mirabile sintesi del complesso e variegato settore tecnologico europeo. Lunghi dall'essere inesistenti, le aziende di beni e servizi It del Vecchio continente tendono, però, a concentrarsi in segmenti b2b, in alcuni casi ad altissimo valore aggiunto, ma comunque al di fuori dell'immenso mercato consumer dei servizi internet, con però una notevole eccezione che verrà analizzata in seguito.

Un simile posizionamento ha a volte penalizzato negli ultimi anni le quotazioni di queste aziende, in un ambiente caratterizzato dalla concentrazione spasmodica della liquidità su poche mega-cap. In particolare, l'insieme delle imprese legate all'informatica dell'Ue tende a riflettere la cultura economica locale, caratterizzata da una forte enfasi sul manifatturiero. Il boom dei microchip rappresenta un'isola felice in cui (caso più unico che raro) si è registrata una crescita delle quotazioni e delle valutazioni superiore a quella di diversi player del software. Il fenomeno ha sicuramente fornito una notevole spinta a un ecosistema produttivo incentrato sul colosso Asml, come ricorda **Yi Shi**, client portfolio manager clean energy transition strategy di **Pictet Asset Management**: «Asml, leader nella produzione di apparecchiature fotolitografiche avanzate, detiene un forte vantaggio competitivo soprattutto nella litografia ultravioletta estrema (Euv). Allo stesso modo, ci sono operatori europei che sono ai primi posti nel mondo in alcune parti ad alto valore aggiunto nella catena dei semiconduttori, tra cui altre apparecchiature avanzate e semiconduttori di potenza (ad esempio, per le automobili). Inoltre, l'Europa vanta anche leader competitivi nel software applicativo per la progettazione edilizia e ingegneristica».

Peraltro, le prospettive immediate in questo segmento produttivo appaiono tuttora piuttosto solide. **Francis Ellison**, client portfolio manager di **Columbia Threadneedle Investments**, afferma: «La produzione di semiconduttori è un tema chiave, ma Asml non è l'unico beneficiario: anche Asm International, Be Semiconductors e altre aziende stanno prosperando. La domanda di apparecchiature per semiconduttori rimane stabile, con una crescita

“

La produzione di semiconduttori è un tema chiave, ma Asml non è l'unico beneficiario: anche Asm International, Be Semiconductors e altre aziende stanno prosperando

”



FRANCIS ELLISON
client portfolio manager
Columbia Threadneedle
Investments



che si protrarrà fino alla seconda metà del 2024. La complessità dei processori legati all'intelligenza artificiale continua a stimolare una robusta attività per il packaging avanzato e la backside power».

Se nei beni in conto capitale necessari alla produzione di semiconduttori l'Eu-

ropa occupa una posizione di leadership, la quota di mercato dei chip detenuta da gruppi basati in questo lato dell'Atlantico è piuttosto marginale e limitata, come accennato, soprattutto al comparto auto. Dato il quadro competitivo descritto, proprio la tecnologia rappresenta uno degli



GUY STEAR
head of developed markets
strategy dell'Amundi
Investment Institute

“

Anche se le aziende del settore della difesa non hanno rappresentato un'area di crescita per molti anni, la situazione sta cambiando e il trasferimento di tecnologia dalla difesa ad altri settori è un'importante fonte di creazione di valore

”

ambiti che più beneficerebbero di riforme in sede europea, ossia il potenziamento del mercato unico e l'avvio di un programma keynesiano di investimenti ragionati in aree quali l'indipendenza energetica, i trasporti di nuova generazione e molti altri ancora. In particolare, **Guy Stear**, head of developed markets strategy dell'**Amundi Investment Institute**, pone l'attenzione su un comparto probabilmente destinato ad assumere un'importanza fondamentale nei prossimi lustri: «Anche se le aziende del settore della difesa non hanno rappresentato un'area di crescita per molti anni, la

situazione sta cambiando e il trasferimento di tecnologia dalla difesa ad altri settori è un'importante fonte di creazione di valore».

Sicuramente, l'aumento delle spese militari costituisce una rottura con un passato consolidato da decenni che trova diverse resistenze nell'alveo europeo. Il variegato comparto della difesa è però dotato di un potenziale enorme per quanto riguarda gli obiettivi di autosufficienza e di economie di scala del Vecchio continente. Basta osservare che esso rappresenta uno dei volani strategici per lo sviluppo tecnologico generale, sia negli Usa, sia in Cina.

LEADER IN ALCUNI SERVIZI

Dall'altra parte, però, non poche imprese continentali stanno crescendo in maniera enorme in diversi settori dei servizi al centro del processo di digitalizzazione della vita umana. **Mark Denham**, gestore di **Carmignac Portfolio Grande Europe**, si concentra su alcune storie di successo particolarmente interessanti: «L'Europa conta numerosi leader di mercato a livello mondiale che dimostrano un chiaro vantaggio tecnologico. Ad esempio, in Europa ci sono produttori di primo piano di soluzioni smart che possono essere integrate nell'Internet of things (Iot) e nella produzione di prodotti farmaceutici. Nei settori industriali, un'azienda come Assa Abloy è leader mondiale nelle soluzioni di accesso: ha un chiaro vantaggio tecnologico nello sviluppo di soluzioni per sbloccare le porte utilizzando chiavi digitali, attraverso il suo ecosistema di controllo delle entrate Incedo, che consente alle aziende di gestire più dispositivi di vigilanza degli accessi. Inoltre, le sue funzionalità di sicurezza, che garantiscono un'autenticazione sicura e la riservatezza dei dati, sono protagoniste sul mercato».

La vita dei consumatori europei sta infatti cambiando rapidamente, molto di più rispetto a quanto gli stereotipi farebbero credere, grazie a una serie di provider di soluzioni innovative di cui uno degli esempi di maggiore successo è dato dai servizi finanziari digitali, in questo caso, fatto eccezionale in Europa, rivolti al grande pubblico. Ancora Marc Denham descrive un esempio interessante di ciò: «Nel settore fintech, Adyen è tra i leader di mercato. Con la sua piattaforma integrata end-to-end, l'azienda ha una presenza globale in 100 paesi. Il

fatto di essere europea le ha permesso di sviluppare un prodotto capace di gestire le complessità dei pagamenti e delle esigenze transfrontaliere. Questa circostanza le consente di avere un vantaggio nello sviluppo di un prodotto per le aziende multinazionali. Anche gli investimenti nell'innovazione hanno sostenuto il suo vantaggio competitivo». Un aspetto interessante dal punto di vista di chi desidera investire in questo processo di trasformazione complessiva va ricercato nel fatto che siamo comunque agli inizi di tale evoluzione, il che offre prospettive di robusti tassi di crescita nei prossimi anni. Il potenziale non sfugge all'attenzione di **Hywel Franklin**, head of european equities di **Mirabaud Asset Management**: «L'Europa dispone di un'ottima tecnologia per i servizi digitali, come la fatturazione elettronica, l'intermediazione ipotecaria, il blocco delle chiamate spam. I leader in queste aree hanno vantaggi molto evidenti e sono nella fase iniziale della loro crescita». Franklin, inoltre, invita a considerare un altro elemento chiave, connaturato ai mercati equity europei, ossia la prevalenza di small e mid cap presente anche in ambito It, che in futuro potrebbe tornare a costituire una spinta ai rendimenti: «Le recenti performance azionarie sembrano suggerire che le aziende più grandi a livello globale saranno le maggiori beneficiarie dell'innovazione dell'AI. Crediamo, però, che il tempo dimostrerà l'inesattezza di questa visione. I grandi cambiamenti tecnologici non portano quasi mai benefici maggiori alle aziende più grandi rispetto a quelle più piccole, perché le megastrutture sono investite soprattutto nei modelli di business esistenti e sono più lente ad adattarsi ai cambiamenti. Pertanto, in un'ottica di lungo termine, risultano più interessanti le società più piccole che ora sono in vendita e scambiano a sconto rispetto ai livelli storici».

CAMPIONI E CAMPIONCINI

Detto ciò, è comunque possibile trovare nei listini continentali anche titoli ad ampia capitalizzazione con i quali costruire un portafoglio diversificato incentrato su temi innovativi, come conferma Guy Stear di Amundi: «L'Europa è anche leader mondiale in alcune nuove tecnologie come la robotica, l'Internet delle cose, la produzione additiva (nota anche come stampa 3D) e la realtà virtuale o aumentata. Sul fronte azio-

Healthcare, il gioiello europeo in un mondo che invecchia

L'eterogeneo insieme di economie che costituiscono i tasselli dell'Unione Europea presenta un ulteriore asset fondamentale per affrontare le sfide del futuro: l'enorme concentrazione di talenti scientifici e imprenditoriali nell'ambito della cura della salute. Negli ultimi anni i mercati hanno riconosciuto la capacità innovativa di diversi gruppi continentali nel segmento della tecnologia medica e del farmaceutico. Peraltro, proprio in quest'ultimo campo i player più attrezzati hanno saputo integrare in maniera mirabile l'utilizzo di hardware e soluzioni software avanzatissime per aumentare la produttività e arricchire notevolmente la pipeline dei propri medicinali. Ancora Guy Stear, dell'Amundi Investment Institute, sostiene: «Ci sono diversi settori in cui le società europee registrano una forte crescita dei ricavi e margini operativi elevati, che si riflettono generalmente nelle valutazioni. Tra questi troviamo le biotecnologie, in cui lo sviluppo di farmaci prosegue a ritmo sostenuto».

Il pharma continentale, in particolare, è finora risultato fra gli assoluti vincitori della rivoluzione dell'intelligenza artificiale, nonché uno dei più limpidi casi di suo utilizzo concreto. Molto interessanti, ancora una volta, appaiono gli esempi su cui si focalizza Mark Denham, gestore di Carmignac: «In ambito sanitario, Novo Nordisk ha un netto vantaggio tecnologico nel suo settore, grazie all'uso dell'AI, dell'apprendimento automatico e dell'analisi predittiva per ottenere risultati migliori. L'azienda e la sua holding sono impegnate nell'utilizzo di nuove tecnologie in settori quali la ricerca sulle cellule staminali, l'Rna interference, l'editing del genoma e il quantum computing. Infatti, Novo Holdings ha investito 200 milioni di dollari in startup di quantum computing per migliorare i processi di scoperta dei farmaci».

Al di là degli immediati ritorni a livello di profitti e margini, per le società coinvolte nella rivoluzione in corso la crescita strutturale di questo circolo virtuoso medico e tecnologico potrebbe portare forse a un mutamento di paradigma ancora più profondo. In particolare, ci si riferisce al vorticoso processo di invecchiamento della popolazione umana, che passerebbe dall'essere una delle principali palle al piede per le prospettive dell'Ue a diventare una macchina di creazione di ricchezza quasi senza fine grazie all'avvento di un mondo più anziano, ma anche più benestante e vorace consumatore di farmaci made in Europe.

nario, il mercato tedesco è uno dei più importanti per queste nuove tendenze, perché le piccole e medie imprese locali sono, sia produttrici, sia clienti attivi di molte di queste tecnologie. Ad esempio, nel 2022 la domanda di robot è stata trainata per un terzo da aziende tedesche, mentre circa il 40% dell'industria teutonica utilizza la produzione additiva. Nonostante i leader di queste tecnologie in Europa siano spesso piccole e medie società, gli investitori devono guardare anche alle grandi realtà per trovare opportunità».

In definitiva, affinché il potenziale di futuri campioni e campioncini della digitalizzazione Ue possa dispiegarsi in maniera adeguata, ancora una volta appare cruciale fare progredire ulteriormente il mercato unico, stimolando al contempo redditi e investimenti. Infatti, per potere supportare le proprie aziende tecnologiche e investire in esse, i cittadini europei hanno bisogno di soldi in tasca (o meglio sui loro e-wallet) e fiducia nei confronti del futuro. I boom di comparti come la tecnologia in effetti, dipendono in buona misura anche da uno story telling immaginifico e coinvolgente, che negli ultimi decenni è in gran parte mancato in questa parte di mondo.



Dalla Cina pericoli, ma anche stimoli

L'attuale relazione tra Europa e Cina, viziato in parte dal rapporto che l'Unione ha con gli Stati Uniti, sta attraversando una fase delicata. Il Dragone, infatti, è sì un concorrente del Vecchio continente, ma vi è anche una forte integrazione tra aziende europee e cinesi. I deteriorati rapporti tra Washington e Pechino spingono Bruxelles a una difficile presa di posizione, situazione che si è aggravata a causa della leadership cinese in alcuni settori che sono necessari all'Europa per rendere possibile la transizione energetica: dalle materie prime alla produzione di batterie per arrivare sino ai marchi automobilistici. Quest'ultimo è un comparto molto delicato per un continente che punta molto sui brand locali. Al momento la risposta delle autorità europee è stata l'imposizione di dazi sulle auto cinesi, ma tale misura non può essere la soluzione finale

Per quanto riguarda i rapporti con la Cina, l'Europa si trova oggi a gestire una serie di ambiguità di non facile risoluzione. I paesi dell'Ue sono legati a doppio filo in un'alleanza politica, militare e (per così dire) di valori con gli Usa, i cui rapporti con Pechino sono vicini ai minimi storici. Inoltre, il Dragone rappresenta un concorrente industriale formidabile, responsabile di circa il 30% del valore aggiunto manifatturiero del pianeta. Allo stesso tempo, le aziende della Repubblica Popolare sono decisamente integrate con quelle di molte economie continentali, Germania in primis, dalle quali comprano una miriade di beni in conto capitale. Inoltre, l'infrastruttura produttiva del Dragone appare particolarmente forte proprio in quei comparti sui quali tanto si sta puntando in questo spicchio di mondo per completare la transizione energetica. Il tutto si accompagna a manovre di sussidio nei confronti di industrie chiave da parte del governo di Pechino per qualcosa come 320 miliardi di dollari l'anno.

Un simile approccio è dettato dalle ambizioni della seconda economia mondiale di lanciare i propri marchi in tutto il globo, ma anche dalla difficile transizione sul mercato domestico che ha di nuovo reso

centrale lo sbocco delle esportazioni per sostenere la crescita. Interessanti appaiono al riguardo alcune cifre riportate da **Jean-Marie Mercadal**, ceo di **Syncicap Asset Management**: «Se, da un lato, nel primo trimestre in Cina sono stati ottenuti risultati superiori alle aspettative, con un +5,3% che rafforza le stime per il 2024 di una crescita al 5%, dall'altro, se si analizza da che cosa è stato spinto questo risultato, si possono riscontrare i punti di forza e di debolezza. In generale, l'industria e l'export si sono dimostrati solidi e pure gli investimenti hanno registrato un incoraggiante +4,5%, anche se supportati dalla spesa pubblica. I consumi interni, invece, hanno deluso, mentre l'immobiliare continua a perdere terreno. Tuttavia, il dato più allarmante è rappresentato dalle vendite retail, che sono cresciute solo del 3%»

DUMPING NELLA TRANSIZIONE

In particolare, il settore delle auto elettriche ha assunto un po' il ruolo di simbolo delle ambiguità e delle difficoltà contemporanee, come ricorda **Enrico Vailati**, responsabile ricerca e investimenti di **Cassa Lombarda**: «La manifestazione più evidente del dumping cinese si riscontra nel settore dei veicoli elettrici. L'industria è impegnata nei necessari cambiamenti tecnologici imposti dalla lotta all'inquinamento e deve affrontare importanti investimenti; di conseguenza le economie di scala diventano ancora più rilevanti. Lo stato cinese sta sovvenzionando le imprese locali per permettere loro di conquistare quote significative nei mercati occidentali competendo sul prezzo. Tutto ciò ha l'effetto virtuoso derivante da una dimensione più elevata». È interessante notare che in questo particolare ambito in Cina si è formata una posizione di leadership lungo tutta la filiera: dalle materie prime (a partire dalle famigerate terre rare) alla produzione di batterie per arrivare finanche a marchi automobilistici che sfoggiano numeri impressionanti. Quest'ultimo punto appare particolarmente preoccupante per l'Europa, che storicamente sulla forza dei propri brand automotive conta non poco.

Questi elementi, non sorprendentemente, hanno generato una forte reazione protezionistica da parte dell'Ue, con l'imposizione di una serie di dazi che, sempre per Vailati, rappresentano però solamente una soluzione



La manifestazione più evidente del dumping cinese si riscontra nel settore dei veicoli elettrici. (...)

Lo stato cinese sta sovvenzionando le imprese locali per permettere loro di conquistare quote significative nei mercati occidentali competendo sul prezzo



ENRICO VAILATI
responsabile ricerca
e investimenti
Cassa Lombarda

ne nel breve periodo: «L'inevitabile reazione europea è stata di colpire con dazi le auto elettriche cinesi, cercando di ristabilire eque condizioni competitive. Questa soluzione è valida nell'immediato e finché i cinesi non riusciranno ad aggirarla concentrando le produzioni in stabilimenti localizzati in Europa».

FARE PRODOTTI ECCELLENTI

Inoltre, gli obiettivi di sostenibilità richiedono sforzi produttivi ambiziosissimi, che vanno oltre l'attuale capacità installata: perciò ricorrere al protezionismo non appare particolarmente compatibile con il decollo dell'economia green di massa. Anche su tale tema vale la pena dare un'occhiata ad alcuni numeri, in questo caso forniti da **Yi Shi**, client portfolio manager clean energy transition strategy di **Pictet Asset Management**: «È necessario avere una chiara visione delle "tre nuove" industrie cinesi (i veicoli a nuova energia, le batterie agli ioni di litio e i prodotti fotovoltaici) e dell'impatto delle presunte questioni di "dumping". In primo luogo, la domanda globale di veicoli elettrici, batterie ed energia solare è ben lungi dall'essere soddisfatta, visto che, secondo l'Agenzia Internazionale dell'Energia, arriverà a circa 45 milioni di unità, ovvero quasi tre volte le vendite di veicoli elettrici del 2023. Allo stesso modo, per raggiungere gli obiettivi fissati dalla Cop28 negli Emirati Arabi Uniti, sarà necessario

che la diffusione delle batterie aumenti di sette volte entro il 2030 rispetto al 2023. Per invertire la rotta del riscaldamento globale e soddisfare la necessaria domanda di tecnologie pulite è indispensabile un aumento significativo della capacità produttiva. Vietare o imporre tariffe elevate sulle tecnologie pulite straniere potrebbe ostacolare fortemente la transizione a zero dei paesi dell'Ue».

CONCENTRarsi SULLA QUALITÀ

Dunque, che cosa si può fare per salvare capra e cavoli? Sostanzialmente, la risposta va cercata in quella che è sempre stata la caratteristica principe dell'apparato produttivo europeo, ossia concentrarsi sulla qualità, sfruttando, come sottolinea **Guy Stear**, head of developed markets strategy dell'**Amundi Investment Institute**, i nostri vantaggi competitivi sistemici: «L'Europa deve davvero sfruttare i propri punti di forza in termini di tecnologia e innovazione, oltre che di "gestione del brand". Le esportazioni europee di maggiore successo non sono mai state quelle che competono sul prezzo». Si potrebbe obiettare che si tratta di qualcosa più facile a dire che a fare, ma in questa fase storica forse l'Unione Europea è meno indifesa rispetto al recente passato. Yi Shi, di Pictet Asset Management, rammenta, infatti, che alcune delle questioni oggi di attualità sono, in una forma o in un'altra, già presenti



JEAN-MARIE MERCADAL
ceo
Syncicap Asset Management

“

Tante grandi aziende cinesi del web si stanno espandendo in tutto il mondo, in cerca di quei driver di crescita che sono diventati necessari dopo che il mercato domestico ha iniziato ad arrancare a causa di fattori macroeconomici sfavorevoli

”

nell'agenda continentale da circa un quindicennio: «L'Europa ha già affrontato problemi simili, come la disputa commerciale tra Ue e Cina sui pannelli solari più di 10 anni fa, e probabilmente imparerà dal passato. L'attuazione di una politica industriale chiara, equilibrata e completa, che acceleri la localizzazione della catena di fornitura delle tecnologie pulite, è fondamentale per proteggere la forza manifatturiera dell'Europa senza mettere a repentaglio la sua economia da ritorsioni commerciali e pressioni inflazionistiche dovute alla restrizione delle importazioni».



SFUGGIRE ALLA SUBALTERNITÀ

Anche in questo caso si torna al consueto leit motiv di tutte le analisi che vede come chiave di volta per la rinascita dell'Europa il favorire economie di scala e investimenti mirati in innovazione. Su questi punti si esprime in maniera decisamente chiara Enrico Vailati: «Nel lungo periodo, l'unica soluzione veramente efficace non può che essere le riforme e gli investimenti, come indicato anche da Mario Draghi alla Commissione nell'anticipazione del suo rapporto sul futuro della competitività europea. È essenziale garantire un uso il più efficace possibile delle economie di scala a livello continentale, fornire e finanziare beni pubblici europei e garantire il rifornimento di risorse indispensabili, tra le quali una mano d'opera adeguatamente formata. Tutto ciò contribuirà a sostenere i consumi e, di conseguenza, a promuovere la crescita».

Proprio il punto della riattivazione delle spese degli europei costituisce una necessità imprescindibile, dal momento che oggi l'Ue si trova di fronte, come ricorda Jean-Marie Mercadal, di Syncicap

Asset Management, oltre che alla forza dirompente delle piattaforme statunitensi del consumismo digitale all'ascesa impetuosa delle imprese internet del Dragone, desiderose di accaparrarsi fette sempre più rilevanti delle vendite al dettaglio globali: «Tante grandi aziende cinesi del web si stanno espandendo in tutto il mondo, in cerca di quei driver di crescita che sono diventati necessari dopo che il mercato domestico ha iniziato ad arrancare a causa di fattori macroeconomici sfavorevoli. Alcuni esempi sono la crescita esponenziale di Pinduoduo (Temu), che nel 2023 è entrato in 48 paesi grazie a un modello di business innovativo e credibile, la grande scossa portata da Tencent nel mondo del gaming (Riot, Supercell, Epic e altri ancora) e la diffusione in tutto il mondo di TikTok e dei suoi servizi di shopping online quali eCommerce TikTok Shop». In pratica, o si fanno riforme rapide e profonde o il destino che ci attende è di assurgere al ruolo di colonia, tecnologica ma anche commerciale, di un blocco piuttosto che dell'altro.

Opportunità nell'high yield europeo

a cura di **Pinuccia Parini**

Il credito high yield continua a riportare performance positive. Fondi&Sicav ha chiesto ad **Angelina Chueh**, client portfolio manager, reddito fisso di **Columbia Threadneedle Investments** un parere su questa asset class nel mercato europeo.

Considera il mercato obbligazionario europeo ancora un'opportunità da cogliere?

«Penso che il comparto del reddito fisso, nel suo complesso, sia ancora attrattivo e in una fase in cui potrebbe essere interessante investire. Di recente, si è assistito a un po' di debolezza ascrivibile al confronto elettorale in Europa, ma, se si guarda al mercato del credito, gli spread sono relativamente stretti rispetto ai dati storici, con una diversa intensità in base al periodo di osservazione. In generale, ritengo che i rendimenti europei siano interessanti, soprattutto nell'high yield: ci sono emissioni che rendono il 7% con una duration inferiore ai tre anni, un livello rimasto sostanzialmente invariato dall'inizio dell'anno. Indubbiamente, l'appetibilità di questi bond è più legata a questo aspetto rispetto alla possibilità di un ulteriore restringimento degli spread».

Quindi l'interesse negli high yield è più che altro guidato dalla volontà di catturare rendimento?

«Le valutazioni dell'asset class sono ragionevoli, i rendimenti sono allettanti e, in un contesto che non prevede l'evoluzione in uno scenario recessivo, anche il livello attuale degli spread non è allarmante: le aziende stanno riportando buoni risultati, generalmente riaffermando la guidance per l'anno o addirittura battendo le stime. Per il momento non vi sono indicazioni di un repentino deterioramento della situazione, né di ripresa della volatilità. Inoltre, i rendimenti reali sono più elevati rispetto alla media di lungo periodo. In Italia, per esempio, siamo a circa 2,6% contro 1,8% degli ultimi 30 anni. Si è di recente assistito a momenti di pressione in vendita, ma la volatilità è rimasta bassa e ciò fa pensare che la situazione rimanga complessivamente stabile».

La descrizione che ha offerto delinea un contesto favorevole all'Hy europeo. Questa considerazione vale anche per l'asset class nel suo complesso?

«All'interno dell'universo Hy c'è una biforcazione: obbligazioni BB e B di emittenti con robusti fondamentali, che stanno riducendo la



ANGELINA CHUEH
client portfolio manager,
reddito fisso
Columbia Threadneedle Investments

loro leva, generano cash flow e sono capaci di rifinanziarsi a buone condizioni, mentre l'altra parte del mercato è composta da bond, soprattutto con rating CCC, con una leva finanziaria elevata che offrono rendimenti tra il 19% e il 20%. Questi ultimi sono livelli straordinari, ma non per questo motivo sono da considerare interessanti tout court: bisogna approcciarli con molta cautela all'interno di un portafoglio che sia ben bilanciato».

Il quadro macroeconomico ha favorito la performance degli asset più rischiosi, tra i quali anche il credito. Non ritiene che le sue considerazioni rientrino in una visione ampiamente condivisa dal mercato?

«In merito al mercato high yield, adottiamo una gestione molto attiva: siamo costruttivi sull'asset class, ma in particolare sulla parte con merito creditizio più elevato. Quest'anno si è assistito a un numero consistente di emissioni BB e B, che sono state ben accettate dal mercato, mentre molto più contenute sono state quelle CCC. Laddove decidiamo di inserire titoli con beta più elevato, ci preoccupiamo sempre che siano compensati, anche con emissioni investment grade».

Potrebbe elaborare ulteriormente il concetto di gestione attiva nell'ambito del credito Hy?

«Una modalità di accesso a questa asset class può avvenire attraverso gli Etf che, in quanto tali, permettono l'esposizione a tutto il mercato. Tuttavia, come già accennato, il segmento Hy presenta una biforcazione che richiede una gestione attiva che permetta di ponderare con at-

tenzione l'acquisto di emissioni, soprattutto nel caso si vogliano evitare le aziende con maggiore leva finanziaria, e avere una gestione controllata del rischio del portafoglio».

Qual è il vostro processo d'investimento?

«È fortemente basato sulla ricerca e prende in considerazione tutti i fattori legati a ciascun emittente: è un approccio completamente bottom-up. Di conseguenza, analizziamo il modello di business delle società, il loro pricing power, il livello del management, la capacità di affrontare la concorrenza, sino a esaminare nel dettaglio la parte più specifica della gestione finanziaria, rispetto alla quale instauriamo un dialogo e un confronto con l'azienda. L'attività di engagement, inoltre, riguarda anche i temi legati alla sostenibilità per comprendere i piani e i progressi realizzati in materia dall'impresa. Nella definizione del nostro universo utilizziamo anche le nostre view macro e un'analisi ex-post delle posizioni che si sono create rispetto al benchmark di riferimento, sia in termini di peso, sia di duration time spread. In quest'ultimo caso, ad esempio, potremmo avere un sovrappeso su determinati titoli, ma perché abbiamo deciso di acquistare emissioni a due anni per mantenere una duration bassa nel portafoglio. Pensiamo che questo nostro approccio sia decisamente importante per chi decide di investire in questo segmento del credito».

Tuttavia, il processo bottom-up vi può portare ad avere una forte o bassa concentrazione in determinati settori. Come vi comportate in questo caso?

«Possiamo apportare alcuni aggiustamenti una volta ottenuto il quadro complessivo del portafoglio. Ma può anche succedere, come nella situazione attuale, che si continui a mantenere un sovrappeso nel settore leisure, costruito allo scoppio della pandemia, perché riteniamo che le valutazioni siano ancora attrattive».

Ci sono settori le cui dinamiche sono, da vostro punto di vista, preoccupanti?

«Citerei il comparto immobiliare e il recupero crediti, ma, in generale, direi che bisogna prestare attenzione a tutti i settori che sono vulnerabili ai tassi d'interesse elevati. Tuttavia, per quanto riguarda il real estate, nel mercato

Hy commenterei che si tratta di un segmento specifico, ossia i developer, che non hanno ancora conosciuto, per il momento, una ripresa del fatturato e hanno una leva finanziaria elevata».

Qualche anno fa c'era la preoccupazione che un'ondata in arrivo di nuove emissioni avrebbe potuto causare problemi al mercato. Che cosa è successo?

«Sono state ben assimilate e ciò è riscontrabile nelle "initial price talk" (Ipt, discussioni preliminari sul prezzo), dove il rendimento delle emissioni è andato diminuendo per il buon livello della domanda, soprattutto per gli emittenti più conosciuti. Per quelli meno noti, invece, si è visto un prezzo finale dell'emissione avvicinarsi molto a quello dell'Ipt ed è proprio all'interno di questo mondo che si possono trovare opportunità interessanti».

Ma le preoccupazioni legate al "muro" di rifinanziamenti che doveva impattare il mercato si sono poi rivelate eccessive. Come mai?

«Se ne è discusso molto, ma una gran parte dei rifinanziamenti è avvenuta durante il Covid, a tassi d'interesse bassi, e ciò ha permesso di spostare più in là nel tempo le prossime scadenze. Le vere preoccupazioni sono arrivate nel 2022-2023, quando è avvenuto il rialzo dei tassi d'interesse: è per questa ragione che guardare con attenzione quanto cash flow genera un'azienda diventa fondamentale, soprattutto per capire quali siano le capacità di affrontare i nuovi costi di raccolta sul mercato».

Lo scoppio della pandemia ha visto il declassamento di alcuni titoli da Ig a Hy, i cosiddetti "fallen angel". Si tratta di un ambito che prendete in considerazione?

«Certamente, ma riteniamo interessanti anche le "rising star" (società high yield con il potenziale di tornare allo status di investment grade), che hanno supportato il mercato quest'anno e in quello precedente. Sino allo scorso maggio, il volume delle rising star era superiore a quello dei fallen angel. Una parte della nostra strategia è individuare quali emittenti abbiano la potenzialità di diventare astri nascenti, come è successo, per citare un caso, per alcune società del settore avioleone».

Quando il tempismo può essere dannoso

di Frank Lipowski

Molti fondi a termine giungeranno presto a scadenza, ma quali sono oggi le opportunità di rendimento? Quali strategie obbligazionarie hanno maggiori possibilità di successo? A rispondere con un suo scritto è **Frank Lipowski**, gestore del fondo **Flossbach von Storch-Bond Opportunities**.

Le mode vanno e vengono, non solo nell'haute couture, ma anche nel mondo della finanza. In seguito alla storica inversione di tendenza verso l'aumento dei tassi, di recente le obbligazioni hanno riconquistato le luci della ribalta. Il ritorno di rendimenti adeguati ha permesso ai bond di preservare il patrimonio alla luce dell'inflazione; ora questi titoli stanno nuovamente svolgendo il loro effetto di diversificazione per stabilizzare, in determinate fasi di mercato, i portafogli multi asset che si affidano anche alle azioni. In questo contesto, i fondi a termine hanno riscosso una forte domanda. Gli investitori hanno riversato parecchie risorse in questi prodotti, che offrono chiare previsioni di rendimento su periodi ben definiti e di diversi anni. A nostro avviso, però, questi strumenti mostrano ora alcuni punti deboli.

Secondo la nostra analisi, la finestra temporale ottimale per i fondi obbligazionari a scadenza fissa è stata superata. L'afflusso in nuovi porta-

fogli di obbligazioni a scadenza fissa dall'inizio del 2023 ha provocato una relativa sopravvalutazione dei titoli più richiesti, cioè quelli societari (soprattutto con scadenze comprese tra il 2027 e il 2029). Gli spread di credito, specialmente in questa fascia di durata, sono ora vicini ai minimi storici. Questi investimenti offrono quindi una scarsa protezione rispetto al rischio relativo assunto.

SVILUPPO SORPRENDENTE

Attualmente, stiamo assistendo a uno sviluppo sorprendente del mercato obbligazionario. Le differenze di rendimento tra le popolari obbligazioni societarie di "classe media" e quelle di qualità molto più elevata, come i Pfandbriefe con rating AAA o i titoli corporate di altissima qualità di emittenti con rating minimo "Single A", sono appena percettibili. In termini relativi, si può dire che i titoli di alta qualità tendono a essere economici, mentre quelli di media e bassa qualità sono alquanto costosi.

Inoltre, sebbene le performance di questi prodotti relativamente nuovi siano state finora soddisfacenti, riteniamo che il potenziale sia già stato in gran parte esaurito. Oggi gli investitori obbligazionari si trovano di fronte a una curva dei rendimenti invertita o, più precisamente, a una curva che assomiglia più a un disco volan-



FRANK LIPOWSKI
gestore
Flossbach von Storch
-Bond Opportunities

UNA CURVA DEI RENDIMENTI SIMILE A UN DISCO VOLANTE



te (si veda grafico). Pertanto, le più popolari obbligazioni a breve e medio termine rappresentano spesso il punto minimo della curva dei rendimenti ed è molto probabile che in futuro saranno vittime di un “effetto roll-up” negativo.

In presenza di curve dei rendimenti “normali”, i bond con scadenze più lunghe rendono più di quelli a breve termine. Se un’obbligazione con una scadenza più lunga “rotola” verso una scadenza più ravvicinata, si sposta lungo la curva dei rendimenti verso un rendimento più basso, che a sua volta spinge al rialzo i prezzi (cedola e prezzo si muovono in direzioni opposte). Questo effetto viene in genere sfruttato per massimizzare il rendimento di un portafoglio obbligazionario. L’attuale curva dei rendimenti invertita, però, ha un effetto negativo: un’obbligazione con una scadenza più lunga si sposta lungo la curva verso rendimenti più elevati, creando un vento contrario per il rendimento corrente.

CAMBIATI I FONDAMENTALI

Dopo tutto, i fondamentali del mercato sono profondamente cambiati negli ultimi mesi. L’inflazione è in calo e la crescita economica si sta indebolendo non solo in Europa, ma anche in Cina e negli Stati Uniti. Questo contesto di crescita e inflazione potenzialmente inferiori potrebbe determinare un imminente calo dei rendimenti. In tale caso, la consueta bassa duration (quindi la minore sensibilità ai tassi dei fondi obbligazionari rispetto ai portafogli con una duration possibilmente più elevata) può fornire solo un supporto limitato a molti fondi a termine.

Flossbach von Storch-Bond Opportunities

persegue una strategia d’investimento sostanzialmente diversa. Come investimento core flessibile, il fondo alloca le sue risorse tenendo conto delle valutazioni relative dei vari segmenti di mercato e, se necessario e giustificato, passa da un settore all’altro e da un’obbligazione all’altra. Così facendo, riesce a evitare i bond e i settori sopravvalutati. Inoltre, il fondo controlla la duration in relazione al rapporto rischio/rendimento in un determinato momento, allo scopo di realizzare l’intero potenziale, piuttosto che lasciarsi vincolare dai requisiti imposti ai fondi a scadenza fissa.

Flossbach von Storch-Bond Opportunities persegue un approccio d’investimento universale, globale e flessibile. I gestori di portafoglio mirano a soddisfare sempre i seguenti criteri:

- approccio globale con una prospettiva europea, per coprire gran parte dei rischi valutari;
- utilizzo responsabile del grado di libertà di un “fondo obbligazionario flessibile (non vincolato)”, che può attingere all’intero universo di investimento del reddito fisso;
- gestione attiva delle principali classi di attività: titoli di stato, Pfandbriefe e obbligazioni societarie con vari livelli di qualità (compresi bond ad alto rendimento di emittenti con rating creditizio inferiore, scelti in modo selettivo e attivo);
- gestione attiva della duration in termini di durata assoluta e struttura;
- selezione attiva di singoli titoli, emittenti e settori interessanti fra le obbligazioni societarie;
- tutte le decisioni di investimento sono prese sulla base del rapporto di rischio/rendimento e ciò richiede, in alcune fasi, un approccio anticiclico;
- obiettivo generale: il fondo intende essere

l’investimento principale della componente obbligazionaria strategica di un portafoglio (“one-stop shop”) e fornire un valore aggiunto.

STRATEGIA FLESSIBILE E ATTIVA

A nostro avviso, l’aspetto decisivo per il successo di questo prodotto sul mercato obbligazionario è (e rimane) il fatto che continuiamo a perseguire una strategia d’investimento molto flessibile e attiva, in grado di adattarsi rapidamente a condizioni che cambiano con grande dinamismo. Infatti, si tratta sempre di classificare i premi di rischio esistenti per i rischi di scadenza, credito e liquidità, in termini assoluti e relativi. Fissarsi a lungo termine su un unico scenario di mercato, soprattutto per quanto riguarda lo sviluppo di un portafoglio non statico, è troppo spesso controproducente.

Al contrario, riteniamo che sia molto più importante una valutazione continua del contesto di mercato corrente. Ciò significa stilare in ogni momento una dettagliata e profonda analisi dei rischi e delle opportunità delle singole obbligazioni, considerandone qualità e scadenza, e osservare le reazioni e il comportamento degli altri partecipanti al mercato (“flussi di mercato”). Infatti, eventi come la Brexit, la pandemia, la guerra in Ucraina o eventuali tagli ai tassi d’interesse da parte delle banche centrali sono del tutto imprevedibili e le loro conseguenze possono anche determinare sviluppi di mercato completamente diversi da quelli previsti nel medio termine. Pertanto, non elaboriamo previsioni a lungo termine e non forniamo prospettive per interi anni solari. Riteniamo, infatti, che questo approccio non solo sia obsoleto per il successo degli investimenti nel tempo, ma possa addirittura metterlo a repentaglio.

A nostro avviso, la risposta giusta a un contesto di mercato persistentemente difficile e volatile resta l’“Active income”, a sottintendere un reddito non più fisso, ma attivo. Si tratta di adottare un approccio flessibile, molto attivo e globale che tenga conto non di uno, ma di tutti gli scenari possibili.

In definitiva, l’obiettivo non è “indovinare” in ogni momento lo scenario giusto, ma piuttosto ottenere una performance favorevole nel tempo in tutti gli scenari probabili. Il desiderio di fare sempre bene è spesso il principale ostacolo al raggiungimento dell’obiettivo generale, cioè offrire agli investitori una performance eccellente nel lungo termine.

Guida galattica per investitori nei mercati emergenti

di Daniel Zanin
analyst, investment research, Invesco

Investire non è una scelta semplice e farlo nei mercati emergenti può risultare ancora più complesso. Da un lato, gli investitori azionari, più inclini alla volatilità, sono attratti dalle opportunità offerte da queste piazze finanziarie; dall'altro, coloro che puntano sull'obbligazionario devono monitorare numerosi fattori prima di puntare su questi paesi. In alcuni casi, il monitoraggio può sembrare più una missione spaziale che una semplice passeggiata domenicale. Ed è proprio pensando agli investitori più avversi al rischio, che spesso rifletto su quanto sarebbe utile avere una "guida galattica per i mercati emergenti".

Di certo, avrete già intuito la citazione. Proprio come Douglas Adams narra nella celebre opera "Guida galattica per autostoppisti", anche per gli investimenti obbligazionari nei mercati emergenti sarebbe fondamentale avere un manuale che offra informazioni utili, pratiche e magari anche un po' divertenti. Così come la guida galattica serve da compendio di sopravvivenza per i viaggiatori spaziali, offrendo consigli, descrizioni di culture aliene e molto altro, una per i mercati emergenti dovrebbe aiutare a orientarci

nella scelta dei paesi nei quali investire, con precisione e dettaglio, senza dimenticare il sarcasmo e l'ironia. Purtroppo, questo vademecum non esiste e non credo di avere le capacità necessarie per redigerne uno. Tuttavia, se dovessi pensare ad alcuni elementi fondamentali per questa guida galattica, partirei dall'analisi della teoria economica e finanziaria, che ci offre strumenti pratici per valutare, almeno a livello fondamentale, le metriche che possono aiutarci a capire la solidità e le opportunità concrete dei paesi emergenti.

IL PUNTO DI PARTENZA

Il punto di partenza per ogni investitore potrebbe essere il rapporto deficit/Pil. Un valore superiore al 4% generalmente indica un sostanziale rischio di credito del paese considerato. Molte nazioni emergenti, infatti, prendono a prestito nel breve periodo e si rifinanziano su base periodica. Una crescita del debito in queste economie potrebbe significare l'impossibilità del paese di ripagare le proprie obbligazioni, segnalando così un allarme per l'investitore.

Continuando l'analisi, potrebbe essere

utile includere nella guida anche un'attenta valutazione del rapporto debito/Pil. Storicamente, un rapporto inferiore al 90% è stato considerato un segnale positivo per gli investitori. Inoltre, per essere compensati dal rischio dei paesi emergenti, si dovrebbero cercare le evidenze di una crescita reale di almeno il 4%, così come un deficit delle partite correnti, ossia quando una nazione importa più beni e servizi di quanti ne esporta, che sia inferiore al 4%. Questa è la soglia che storicamente ha segnalato un allarme per molti investitori.

Scorrendo le pagine della nostra guida galattica, sarebbe poi indispensabile avere un chiaro riferimento sul rapporto tra l'indebitamento estero netto e il Pil. Un valore superiore al 50%, così come un livello assoluto del debito superiore al 200% delle partite correnti, dovrebbe essere interpretato come un segnale di rischio per il paese considerato.

Gli elementi dunque non mancano, ma di certo, questi punti appena citati non rappresentano la totalità dei messaggi da considerare, se volessimo effettivamente diventare gli autori della guida galattica per investitori nei mercati emergenti.

L'ESEMPIO INDIA

Detto ciò, un po' come Arthur Dent utilizza la "Guida galattica per autostop-pisti" durante la sua fuga dalla Terra e il suo viaggio spaziale, anche noi, neofiti dei paesi emergenti, desideriamo collaudare in modo pratico questa prima versione della nostra guida. Per farlo, partiamo da un esempio e consideriamo l'India come punto di riferimento per la nostra analisi. Ecco alcuni dati economici che il nostro compendio ci restituirebbe alla fine del secondo semestre del 2024: rapporto debito/Pil 85%, tasso di crescita reale 7%,

crescita nominale 12%, tasso di inflazione 5%, deficit delle partite correnti 3% e debito estero come percentuale del Pil 25%. Se stessimo utilizzando davvero questo strumento, noteremmo che molti indicatori, come la crescita reale, il rapporto debito estero in percentuale del Pil e il rapporto debito/Pil, rientrano, alla data considerata, tra i segnali positivi che gli investitori in cerca di opportunità nei paesi emergenti potrebbero prendere in esame per valutarne la solidità finanziaria. Tuttavia, è importante sottolineare che questo esempio è puramente illustrativo e serve solo a dimostrare che la guida po-

trebbe essere utilizzata per scremare ed evidenziare paesi più o meno interessanti nell'universo degli investimenti. Un investimento, per essere tale, va sempre contestualizzato all'interno del proprio portafoglio e valutato in relazione ai propri obiettivi.

Ah, per poco mi dimenticavo! La "guida galattica" dovrebbe restituirci anche fatti divertenti e ironici sul paese considerato. Immagino quindi che, continuando a utilizzare l'India come esempio, potremmo trovare spunti più "bizzarri" come: "Data la stessa (o quasi) quantità di popolazione, che cosa manca all'India per essere la nuova Cina?"

IL CONTO DELLE BICICLETTE

Sebbene le biciclette in India siano un mezzo di trasporto molto diffuso e accessibile, utilizzato tanto nelle aree urbane quanto in quelle rurali, esse sono principalmente impiegate per recarsi al lavoro o a scuola. Diverse città stanno sviluppando infrastrutture ciclabili e le biciclette sono anche utilizzate per il trasporto di merci leggere grazie alla loro praticità e adattabilità. Tuttavia, nonostante la popolazione del paese sia comparabile a quella della Cina, vi si contano attualmente circa 100 milioni di biciclette, mentre nella "Terra di mezzo" il numero è significativamente maggiore, con circa 500 milioni di biciclette, ovvero 400 milioni in più rispetto all'India.

Questo confronto può sembrare insolito, ma riflette il fatto che la classe media indiana deve ancora raggiungere il livello di sviluppo di quella cinese. Possedere una bicicletta spesso indica un miglioramento del tenore di vita e, pertanto, potrebbe rappresentare un trend da monitorare nei prossimi anni.

Considerazioni sui rischi

Il valore degli investimenti ed il reddito da essi derivante possono oscillare (in parte a causa di fluttuazioni dei tassi di cambio) e gli investitori potrebbero non ottenere l'intero importo inizialmente investito.

Informazioni importanti

Questa comunicazione di marketing è per pura finalità esemplificativa ed è riservata all'utilizzo da parte dei Clienti Professionali in Italia. Non è destinata e non può essere distribuita o comunicata ai clienti al dettaglio.

Le informazioni riportate in questo documento sono aggiornate a maggio 2024, salvo ove diversamente specificato. Il presente documento costituisce materiale di marketing e non deve essere interpretato come una raccomandazione a comprare o vendere in nessuna specifica classe d'attivo, nessun titolo o strategia. I requisiti normativi che necessitano l'imparzialità delle raccomandazioni d'investimento/di strategia d'investimento non sono quindi applicabili, né costituiscono un divieto alle contrattazioni prima della pubblicazione. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri, non costituiscono una costante nel tempo e non vi è garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro. Pareri ed opinioni sono basati sulle attuali condizioni di mercato e sono soggette a modifiche. Il presente documento è pubblicato in Italia da Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg, regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg.



I megatrend del prossimo decennio

a cura di Pinuccia Parini

Lombard Odier Investment Managers (Loim) ha realizzato un sondaggio che esplora l'atteggiamento degli investitori nei confronti di quattro megatrend che l'asset manager ritiene daranno forma all'economia e al mercato nel prossimo decennio. **Giancarlo Fonseca**, country head dell'asset manager per l'Italia, illustra i contenuti più significativi che sono emersi da questo studio.

Perché avete deciso di realizzare questa ricerca?

«Negli ultimi 40 anni, il nostro mondo è stato plasmato da quattro megatrend: globalizzazione, rapida espansione della forza lavoro, crescita economica a discapito della sostenibilità ambientale e crescenti disuguaglianze nella distribuzione della ricchezza. Essi hanno plasmato le economie, creando un contesto di investimento caratterizzato da scarsa inflazione, bassi tassi di interesse nominali e reali e limitato costo del capitale. I tempi, però, sono cambiati. L'inflazione è tornata, i tassi più alti mettono a dura prova i portafogli e il costo del capitale non è più a buon mercato. Prevediamo quattro cambiamenti simultanei che porteranno a una completa inversione del paradigma precedente. Questi nuovi megatrend sono: mondo regionalizzato, riduzione della forza lavoro, transizione ambientale e riequilibrio del capitalismo. Ciascuno di essi sarà dirompente e genererà rischi e opportunità specifici per i mercati e i settori selezionati. Abbiamo così deciso di effettuare

un sondaggio per comprendere meglio le prospettive degli investitori sulla natura e gli effetti di queste nuove tendenze, intervistando 1.800 investitori istituzionali e wholesale in nove mercati distribuiti in Europa, Nord America e Asia».

Che cosa intendete per mondo regionalizzato?

«Il protezionismo, il nearshoring e il friendshoring stanno contrastando la globalizzazione. A nostro avviso, il prossimo decennio vedrà i governi e le imprese mettere in atto strategie per competere in un mondo più regionalizzato. Gli investimenti nella produzione domestica e la riorganizzazione delle catene di approvvigionamento potrebbero fare salire l'inflazione, soprattutto in coincidenza con altri megatrend, come la riduzione della forza lavoro globale e la transizione ambientale. Complessivamente, gli intervistati interrogati sul tema sono più propensi a ritenere che attualmente si stia assistendo a una battuta d'arresto della globalizzazione (40%), anche se l'opinione diverge tra i vari paesi. Alla domanda su quali siano i maggiori rischi di un mondo più regionalizzato, è stato così risposto: inflazione più elevata (34%), conflitti geopolitici (31%), crescita più contenuta (29%), investimenti verdi non coordinati (28%) e innovazione ostacolata (27%). Mentre, per quanto riguarda le opportunità che possano emergere in un simile contesto, il 46% ha indicato le industrie domestiche e lo sviluppo di nuove o diversificate catene di approvvigionamento, insieme



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

alla possibilità di trattenere talenti (41%)».

Questi rischi e opportunità vengono poi declinati nelle decisioni d'investimento?

«I risultati raccolti suggeriscono che l'adattamento dei portafogli da parte degli investitori allo stato attuale della globalizzazione è in ritardo. Quasi un intervistato su quattro (23%) dichiara di non adeguare consapevolmente i portafogli per riflettere l'aumento della regionalizzazione».

Qual è stato il parere espresso, invece, sull'invecchiamento della popolazione?

«Quando abbiamo analizzato l'atteggiamento nei confronti delle sfide poste dall'incombente innalzamento dell'età lavorativa, abbiamo scoperto che la maggior parte degli investitori intervistati (79%) è d'accordo sul fatto che ciò si tradurrà in un aumento dei rendimenti obbligazionari e che, col tempo, comporterà l'indebolimento (o l'abbandono) dei sistemi pensionistici statali (77%). Tuttavia, credono che l'adattamento economico all'invecchiamento della popolazione porterà alcuni vantaggi da un punto di vista, sia economico, sia dell'innovazione tecnologica».

La transizione ambientale è un tema molto dibattuto, ma è veramente ritenuto fondamentale dagli investitori professionali?

«Nonostante il suo immenso valore per l'economia globale, il capitale naturale non è stato valorizzato, né sono stati valutati gli impatti dannosi dello sfruttamento ambientale come le emissioni, la perdita di biodiversità o i rifiuti plastici. In Loim riteniamo che l'entità

del cambiamento necessario per ricablare l'economia renda la transizione ambientale una seria questione di asset allocation per gli investitori, piuttosto che un'esposizione di nicchia in classi di attività selezionate. Secondo il nostro sondaggio, questa opinione è condivisa da molti investitori professionali. In effetti, quasi nove su 10 (88%) affermano che la transizione ambientale è importante nelle loro decisioni di asset allocation. Il 100% degli intervistati vede opportunità di investimento di prim'ordine, ma anche grandi rischi. Il 76% concorda sul fatto che le spese in conto capitale necessarie per la transizione ambientale, combinate con la domanda di materiali e competenze, possano essere un driver a lungo termine dell'inflazione».

Perché ritenere che un ribilanciamento del capitalismo sarà un megatrend nel futuro?

«Nell'ultimo decennio, abbiamo assistito a un sostanziale aumento del rendimento delle imprese sul capitale investito, mentre i salari sono rimasti stagnanti. Nelle economie occidentali, la differenza tra i livelli più alti e più bassi di ricchezza e di retribuzione è la maggiore dal primo dopoguerra. Questo spostamento dei profitti verso il capitale a scapito del lavoro e l'intervento del governo nelle economie occidentali, che ha raggiunto i massimi storici, sono a nostro avviso insostenibili. Il prossimo decennio sarà quindi caratterizzato da una tassazione più pesante sugli alti livelli di ricchezza individuale e sulle imprese, insieme a un miglioramento dei salari per i ceti bassi e medi. Tuttavia, contrariamente al nostro punto di vista, dalla ricerca è emerso che gli intervistati non si aspettano che tra guadagni in conto capitale e salari si raggiunga presto un bilanciamento più equo. Quasi nove su 10 (86%) affermano che è probabile che lo status quo persista per i prossimi 5-10 anni. Detto ciò, ritengono che questa persistente disparità avrà un impatto importante sul panorama politico nel corso del prossimo decennio. Nello specifico, l'82% è d'accordo sul fatto che la disuguaglianza dei redditi continuerà a essere un motore sempre più potente del populismo in politica nei prossimi anni e l'81% ritiene che la differenza di ricchezza porterà i sindacati a guadagnare più potere».

Quali sono le vostre conclusioni sullo studio fatto?

«Riteniamo che gli investitori professionali deb-

bano prepararsi a un mondo completamente diverso. Siamo di fronte a un cambio di paradigma: l'inflazione, i tassi reali e nominali e il costo del capitale saliranno probabilmente a livelli strutturali superiori a quelli visti negli ultimi 40 anni. I portafogli dovranno quindi adattarsi per mitigare i rischi e cogliere le opportunità quando questa transizione economica avrà un impatto sui settori e influenzerà i rendimenti delle asset class. Gli intervistati hanno individuato una serie di rischi e di opportunità, come la crescita delle soluzioni sostenibili. Tuttavia, le loro risposte indicano anche le sfide che gli investitori devono affrontare, come l'adattamento dei portafogli all'attuale stato di globalizzazione. Ci auguriamo che questa nostra ricerca li aiuti a pensare in anticipo rispetto ai cambiamenti già in atto».

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 eguaglieranno la performance dei titoli discussi nel presente documento. La normativa britannica per la tutela dei clienti al dettaglio nel Regno Unito e l'indennizzo disponibile nell'ambito del Financial Services Compensation Scheme britannico non si applicano a qualsiasi investimento o servizio fornito da un soggetto estero.

Una sintesi dei diritti degli investitori e informazioni sull'integrazione dei rischi di sostenibilità sono disponibili sul sito <https://am.lombardodier.com/home/asset-management-regulatory-disc.html>. Il presente documento è di proprietà di LOIM ed è indirizzato al suo destinatario esclusivamente per uso personale. Non è consentito riprodurlo (in tutto o in parte), trasmetterlo, modificarlo o utilizzarlo per qualsiasi altro scopo senza la preventiva autorizzazione scritta della LOIM. Questo materiale contiene le opinioni di LOIM, alla data di emissione. Né il presente documento né alcuna copia dello stesso possono essere inviati, portati o distribuiti negli Stati Uniti d'America, nei loro territori o possedimenti o in aree soggette alla loro giurisdizione, o a o a beneficio di un soggetto statunitense A tal fine, per "Soggetto statunitense" si intende qualsiasi cittadino, cittadino o residente degli Stati Uniti d'America, società di persone organizzata o esistente in qualsiasi Stato, territorio o possedimento degli Stati Uniti d'America, società di capitali organizzata secondo le leggi degli Stati Uniti o di qualsiasi Stato, territorio o possedimento degli stessi, o qualsiasi patrimonio o trust che sia soggetto all'imposta federale sul reddito degli Stati Uniti d'America indipendentemente dalla fonte del suo reddito.

Fonte dei dati: Se non diversamente indicato, i dati sono stati elaborati da LOIM. Sebbene alcune informazioni siano state ottenute da fonti pubbliche ritenute affidabili, senza una verifica indipendente, non possiamo garantirne l'accuratezza né la completezza di tutte le informazioni disponibili da fonti pubbliche.

I pareri e le opinioni espressi sono solo a scopo informativo e non costituiscono una raccomandazione da parte di LOIM ad acquistare, vendere o detenere alcun titolo. Le opinioni e i pareri sono aggiornati alla data della presente presentazione e possono essere soggetti a modifiche. Non devono essere interpretati come consigli di investimento. Nessuna parte di questo materiale può essere (i) copiata, fotocopiata o duplicata in qualsiasi forma, con qualsiasi mezzo, o (ii) distribuita a qualsiasi persona che non sia un dipendente, un funzionario, un direttore o un agente autorizzato del destinatario, senza il preventivo consenso di Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited. Nel Regno Unito, questo materiale è un materiale di marketing ed è stato approvato da Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, autorizzata e regolamentata dalla FCA.

© 2024 Lombard Odier IM. Tutti i diritti riservati.

Ai, siamo solo agli inizi

a cura di Pinuccia Parini

Investire in aziende che creano innovazione e beneficiano di trend dirompenti è l'obiettivo di **Global Innovation Fund di Wellington Management**. Fondi&Sicav ha chiesto a **Michael T. Masdea**, senior managing director, partner e portfolio manager del fondo, come leggere ciò che sta avvenendo sul mercato e come approcciare i temi che guidano la filosofia di questa soluzione d'investimento.

La domanda è forse scontata, ma guardando le performance dei titoli tecnologici legati all'intelligenza artificiale, si può affermare che si è di fronte al rischio di una bolla speculativa?

«Nella mia esperienza lavorativa ho visto la creazione di diverse bolle, compresa quella delle dot-com, cui spesso si fa riferimento quando si analizza l'attuale situazione del mercato. Quest'ultima, agli inizi del 2000, fu sicuramente una bolla, ma è pure vero che, a distanza di tempo, tutta la capacità creata allora è stata utilizzata. Attualmente ci troviamo in una situazione analoga, soprattutto se, nell'ambito dell'Ai, si considerano i model builder, ossia società simili a OpenAi. In aggiunta, c'è un consistente ammontare di capitale privato che si riversa sul mercato, la maggiore parte del quale non sarà probabilmente investito con successo. Spesso i deal vengono fatti senza avere chiaro quale sia il ritorno sul capitale investito. Sulle base di queste considerazioni, si potrebbe affermare che si sia entrati in una bolla. Tuttavia, ci sono un paio di aspetti che

caratterizzano in modo diverso la situazione odierna rispetto a quella di oltre vent'anni fa. Il primo è legato a come la tecnologia si sta dispiegando. Se penso all'intelligenza artificiale, credo che si possano evidenziare tre fasi: la classificazione (ciò che i computer leggono, vedono o percepiscono), che si è sviluppata tra il 2010 e il 2020 e ha conosciuto un'accelerazione nel suo sviluppo grazie agli insight di Google nelle reti neurali e nel deep learning; la generazione di qualcosa di nuovo da ciò che è già stato classificato, come nel caso di ChatGpt, e che non si limita alla semplice produzione di testo, ma anche di video (multi-mode); il planning & reasoning o agentic. Quest'ultima fase è quella che si svilupperà nei prossimi cinque-15 anni e consiste nel ricevere un riscontro a una richiesta inoltrata, dove automaticamente il computer procede in modo autonomo».

Ciò significa che siamo nelle fasi iniziali di sviluppo dell'intelligenza artificiale?

«Direi di sì e che non è ancora disponibile tutta la tecnologia necessaria per ottenere quanto descritto in precedenza. Certamente, si può analizzare la situazione da due punti di vista: la visione di breve termine vedrà un'accelerazione legata a modelli simili a ChatGpt, che è probabilmente troppo aggressiva e non è escluso che, forse tra un anno, si possa assistere a una correzione dei titoli coinvolti; quella di lungo termine vedrà gli investimenti continuare per un po' di tempo, con momenti di volatilità e dinamismo che costelleranno il prossimo decennio».



MICHAEL T. MASDEA
senior managing director, partner
e portfolio manager
Global Innovation Fund
Wellington Management

Qual è l'altro aspetto che caratterizza la situazione attuale?

«Nei cicli passati, che fossero legati ai computer o alla dot-com o ad altro, tutto dipendeva dalla capacità della mente umana di realizzare qualcosa e determinare le fasi di sviluppo di un progetto. Con l'avvento dell'intelligenza artificiale, l'evoluzione può avvenire sempre più in modo autonomo, senza che vi sia un intervento dell'individuo per fare progressi. Ciò significa che alcuni colli di bottiglia o impedimenti possono essere superati molto più velocemente».

Ma se ciò fosse vero, e non è mia intenzione dubitarne, come vengono prese le decisioni d'investimento?

«È certamente difficile, soprattutto se paragonato a quanto avveniva in precedenza. E lo dico da ingegnere, una qualifica che forse in passato non era così necessaria per seguire le evoluzioni dell'It, ma che ora è fondamentale. È una formazione che permette di capire che cosa sta accadendo a livello tecnologico e avere accesso in modo consapevole a tutta la letteratura che le stesse aziende mettono a disposizione per fare conoscere ciò che stanno sviluppando. Indubbiamente, ora è più complesso, perché si tratta di comprendere cosa accade non all'interno della mente umana, bensì di un computer».

A tendere, questa maggiore capacità di elaborazione delle macchine di calcolo richiederà un dispendio energetico superiore?

«Non necessariamente. Se si dovesse considerare lo stato attuale di sviluppo tecnologico e

pensare che vi possa essere un utilizzo più intenso con il trascorrere del tempo, sì, avremmo un problema di fabbisogno energetico. Non è un caso che i più grandi model builder abbiano siglato accordi con società di pubblica utilità per soddisfare le proprie necessità. Tuttavia, c'è un altro aspetto che non credo sia stato pienamente compreso. Non tutti questi modelli avranno grandi dimensioni e credo che se ne vedranno di più piccoli, ma più specifici, addestrati con dati estremamente rilevanti e dotati di insight all'interno di un determinato ambito di conoscenza. Questi ultimi non avranno bisogno di essere alimentati con grandi quantità di energia. Per quanto riguarda, invece, i super model, potrebbero essere incorporati in differenti ambiti di competenza, ciascuno con le proprie pertinenze, che possono collaborare tra loro, ma contestualmente richiedere calcoli meno intensivi, perché alimentati da dati selezionati. Infine, ritengo che si debba considerare un altro aspetto: a oggi si è visto lo sviluppo delle reti neurali, dei trasformatori che hanno permesso progressi tecnologici, ma ce ne saranno molti altri in arrivo che renderanno l'attività molto più efficiente».

Quindi, attualmente, a che punto siamo?

«Da un punto di vista energetico siamo probabilmente a un punto non sostenibile e sicuramente da una prospettiva Esg. Ciò nonostante, se si prende in considerazione come potrà mutare l'architettura e migliorare l'efficienza di questi modelli, la situazione potrebbe sostanzialmente cambiare».

Come traduce queste sue considerazioni in decisioni d'investimento?

«Molto del nostro tempo è dedicato allo studio delle dinamiche in ambito tecnologico e delle innovazioni a esso connesse. Classifichiamo i titoli in cui investiamo in tre gruppi: gli enabler, i service deliver e coloro che creano applicazioni. Con il mio collega, gestiamo il portafoglio adottando un processo bottom-up, senza speculare su che cosa potrà succedere nel futuro, bensì cerchiamo aziende i cui utili sono trainati dall'intelligenza artificiale. All'interno dei tre gruppi esaminiamo le dinamiche in atto. Ad esempio, al momento c'è una forte domanda per l'utilizzo di Gpu (prodotti da Nvidia), ma si sta già notando che molti model builder si stanno indirizzando verso i custom chip, che costano circa il 30-40% di un'unità di elaborazione grafica e sono più efficienti energeticamente. È un processo che alcuni

stanno adottando molto gradualmente, ma è un fenomeno che riteniamo sia importante seguire da vicino, perché, anche se non si assisterà a un drastico cambiamento in un arco di tempo ristretto, crediamo possa prendere corpo nei prossimi due anni. Ciò non significa che non ci sarà più una crescita dei Gpu, ma che una fetta del mercato sarà occupata da questa diversa tipologia di chip. Inoltre, nell'individuazione delle aziende in cui investire applichiamo un'analisi Esg, all'interno della quale prestiamo molta attenzione alla governance, che è un aspetto da non trascurare quando si parla di Ai».

Qual è la vostra percezione delle aziende che utilizzano l'intelligenza artificiale nella loro attività?

«Delle aziende che affermano di impiegare l'Ai, di fatto circa due terzi stanno solo imparando a usarla e non è un fattore che traina la loro redditività. Noi ci concentriamo sulle imprese che traggono benefici tangibili, anche se siamo convinti che tra un decennio l'universo di riferimento si amplierà decisamente. In Wellington Management incontriamo migliaia di aziende all'anno e a tutte chiediamo quale sia il loro impiego dell'Ai e quale impatto abbia sul loro modello di business. La risposta più comune è che l'adozione di questa tecnologia serve a migliorare la loro efficienza, ma rischia di essere una considerazione molto generica se non se ne possono misurare le ricadute. Credo che si sia di fronte a una disconnessione tra ciò che l'Ai promette di fare e ciò che è attualmente in grado di fare».

È quindi prematuro parlare di impatto dell'Ai sulla crescita economica?

«Penso che sia troppo presto per affermare che ciò che si sta osservando in termini di produttività sia in gran parte guidato dall'intelligenza artificiale, anche se la situazione è diversa nei singoli settori industriali, dove alcuni mostrano progressi più marcati di altri. Per questa ragione è necessario seguire da vicino i cambiamenti in corso ed essere attivi nella gestione del portafoglio: sarebbe difficile scegliere una quarantina di titoli e mantenerne l'esposizione per i prossimi 10 anni, perché è probabile che solo alcune aziende riusciranno a tenere il passo con l'evoluzione tecnologica e acquisire una leadership nel mercato. Ed è anche questa la ragione per cui bisogna guardare con attenzione i titoli che sono saliti molto, perché potrebbero anche scendere molto».

WYSIATI:

finanza tra realtà e profezia

03-04
OTTOBRE
2024

**TEATRO
DEL MAGGIO
MUSICALE
FIORENTINO,
FIRENZE**

PARTNER



ENTI DI FORMAZIONE



BROADCASTING UFFICIALE

PARTNER ISTITUZIONALI



INFO E ISCRIZIONI SU
WWW.EFPA-ITALIA.IT

#EFPAITMEETING





FOCUS ETF

Uno strumento sempre più indispensabile



Amundi
Investment Solutions



21shares®



DWS

Nuovi record per gli Etf

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

Le ultime settimane hanno visto la volatilità ritornare sui mercati. Che il tutto sia stato causato da fattori tecnici o da preoccupazioni di carattere macroeconomico è una questione aperta al dibattito. Probabilmente è stata una commistione tra i due fattori a causare forti correzioni dei corsi del mercato azionario, che si è poi gradualmente ripreso. In questo contesto, i flussi in entrata

negli Etf non solo sono continuati, ma hanno fatto segnare numeri da record a luglio. Come affrontare la seconda parte dell'anno rimane un argomento cogente, soprattutto alla luce di possibili tagli dei tassi da parte delle banche centrali. In un contesto di generale incertezza, gli Etf continuano a riscontrare consenso e a essere una parte importante nelle strategie di investimento.

«Criptovalute: un asset class da inserire nei portafogli»



MASSIMO SIANO
managing director
e responsabile per il Sud Europa
21Shares

21shares®

Ritenete che l'investimento in Etp in criptovalute possa in futuro diventare una componente più strategica dell'asset allocation, abbandonando il carattere puramente tattico e speculativo comune fino a pochi anni fa?

«L'asset allocation strategica in criptovalute che non sia di mera natura speculativa è uno degli obiettivi che ci hanno spinto a creare i nostri Etp, tanto che in passato abbiamo pubblicato spesso simulazioni di quanto un portafoglio standard 60/40 trarrebbe vantaggio da una ripartizione che preveda anche il bitcoin o, meglio ancora, un basket di criptovalute. Un notevole contributo a fare passare questo messaggio ce lo ha dato l'approvazione da parte della Sec degli Etf sul bitcoin prima e su ethereum poi. Infatti, queste decisioni hanno portato una maggiore chiarezza normativa sullo status di questi asset, che ha permesso anche agli istituzionali Usa di investirvi, visto che prima non potevano farlo, e si stanno già vedendo gli effetti di questa decisione. Certamente, come sempre è stato, tra gli investitori ci saranno gli



scettici a vita, gli eterni indecisi, i lenti, coloro che hanno appena approcciato questa asset class e gli entusiasti che investono da tempo nelle criptovalute, ottenendo significativi ritorni».

A vostro avviso, visti i recenti scandali e collassi, che cosa si potrebbe fare per stabilizzare il mondo delle criptovalute? Pensate che la crescita degli Etp in questo ambito, con la sua base diversificata di investitori, possa rappresentare un fattore di destabilizzazione?

«Innanzitutto, occorre avere l'intelli-

genza di studiare questo settore ancora agli albori senza pregiudizi; altrimenti si rischia di buttare il bambino con l'acqua sporca. Ritengo che chi non agirà in questo modo dovrà prima o poi confrontarsi con i propri clienti, che chiederanno spiegazioni su come mai non è stata loro data la possibilità di esporsi all'asset class più performante negli ultimi 10 anni. Per quanto riguarda gli Etp, a nostro avviso la loro crescita va proprio in questa direzione, poiché permette agli investitori di selezionare e di investire autonomamente negli asset digitali che ritengono più interessanti e di farlo attraverso uno strumento semplice, sicuro, regolamentato, che è acquistabile attraverso la propria banca o il proprio

broker. Così facendo si evitano così tutti quei rischi connessi al possesso diretto di criptovalute, come quelli legati alla cybersecurity. Per questo motivo, credo che la diffusione di strumenti quali gli Etp e simili possa stabilizzare il settore e la riprova di quanto affermato è l'aumento degli investitori di lungo termine in bitcoin».

Pensate che l'esplosione che si è vista in Germania dei piani di accumulo in Etf proposti da neo-broker possa estendersi al resto d'Europa e che possa rappresentare una fonte di liquidità importante per i crypto asset?

«In realtà, noi riteniamo che questa espansione sia già cominciata. Posso dire, infatti, che gli investitori retail italiani non sono secondi a nessuno da questo punto di vista e anche noi abbiamo visto che iniziano a fare piani di accumulo sugli Etp in criptovalute. Il mercato in questo segmento è in forte ascesa, anche grazie al fatto che è diventando un tema sempre più oggetto di discussione tra politici. A questo proposito, basterebbe pensare alla centralità che il bitcoin sta assumendo nella campagna elettorale di Donald Trump, testimoniata dalle sue parole pronunciate alla Bitcoin conference lo scorso 27 luglio e dall'aver scelto una persona da sempre "crypto-friendly" come J.D. Vance quale candidato alla vicepresidenza».

Poiché l'offerta è già molto ricca, ritenete che fra i provider di Etp in crypto ci sarà un maggiore consolidamento?

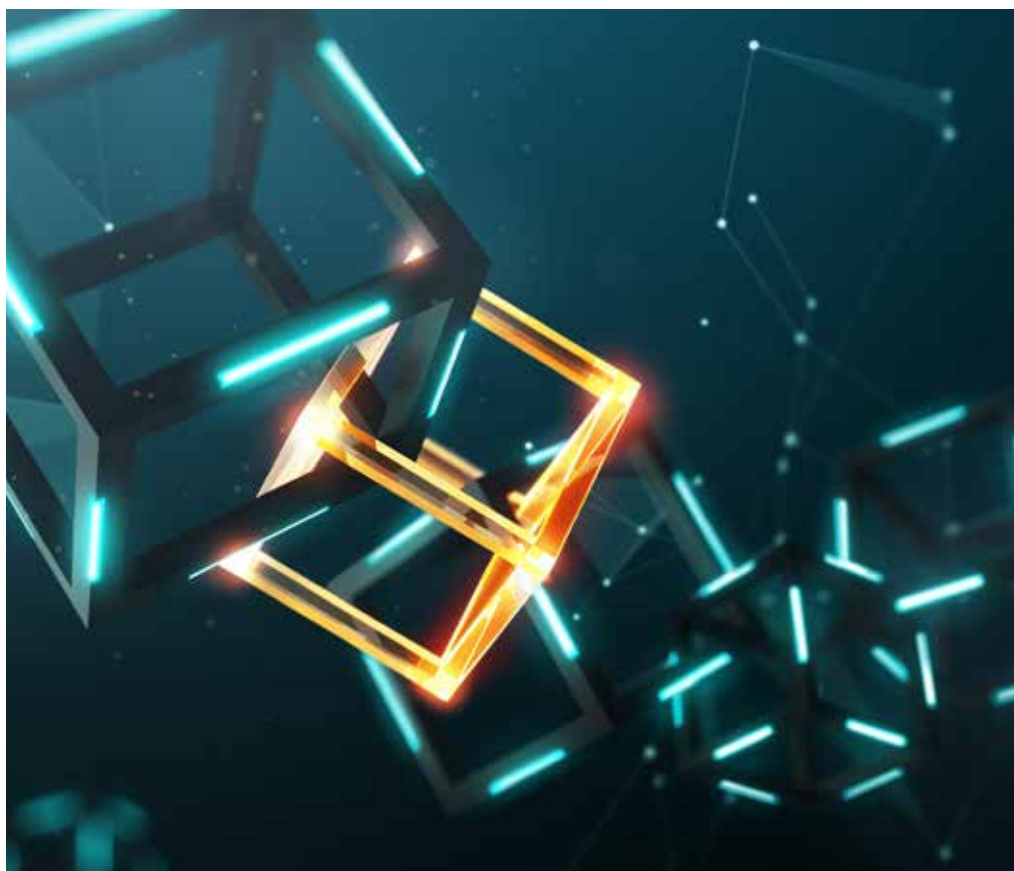
«Nel breve periodo no. Credo piuttosto che vedremo un maggiore numero di player, perché ritengo che la forte crescita degli ultimi cinque anni sia tutt'altro che finita. Naturalmente, noi, che abbiamo quotato oltre 40 Etp solo sulle criptovalute con anni di anticipo, godiamo di un "first mover advantage", ma in questo settore, che è ancora in una fase embrionale, non è immaginabile stare fermi. È quindi difficile sapere quali saranno le evoluzioni future, quali

provider continueranno a operare sul mercato e quali saranno estromessi».

In un orizzonte di medio periodo (tre-cinque anni) quale sviluppo pensate che avranno gli asset digitali e quale panorama vi attendete per gli Etp a essi dedicati?

«Riteniamo che i prossimi tre o cinque anni saranno un periodo di grande crescita per le criptovalute. Il primo elemento a sostegno di questa tesi è la profonda integrazione della tecnologia blockchain in altri settori, con ampi benefici per tutti gli utenti finali. Inoltre, prevediamo che anche la tokenizzazione si espanderà ulteriormente, andando a risolvere i problemi dell'infrastruttura della finanza tradizionale. Dopo il successo riscosso dalle security governative tokenizzate, è molto probabile che questo trend interesserà altri comparti, a vantaggio anche di quelle blockchain, quali ethereum, solana e chainlink, che sostengono il fenomeno e che saranno sempre più accettate e adottate dal grande pubblico: sarà incentivata, così, ancora di più l'innovazione on-chain.

Un'altra area cui guardiamo con molta attenzione è l'intelligenza artificiale che, convergendo con la blockchain, potrebbe trasformare vari settori sfruttando i punti di forza di entrambi i campi. Per fare un esempio, il sistema di registrazione delle transazioni immutabile e verificabile della blockchain può divenire un elemento chiave nell'autenticazione delle grandi quantità di dati generati dall'AI. Non è un caso che Fox Corporation abbia stretto una partnership con Polygon, che mira proprio a raggiungere questi risultati, dimostrandone il potenziale per l'adozione mainstream. Venendo invece agli strumenti di investimento, prevediamo una crescente domanda per un'esposizione diversificata e a basso costo tramite Etp basket e su singole criptovalute. Infatti, ci aspettiamo che gli investitori utilizzino sempre di più le criptovalute come allocazione strategica, per apportare una crescita potenziale e una maggiore diversificazione in un portafoglio tradizionale. Questa maggiore adozione delle crypto creerà una vigorosa crescita in termini di fornitori, prodotti e innovazione e di conseguenza una vasta gamma di asset differenziati».



«Etf: un contesto in continua evoluzione»



MAURO GIANGRANDE
head of Xtrackers sales
Emea South
Dws



Ter, Aum e volumi negoziati sono i parametri più utilizzati per la selezione di un Etf. Quali altri elementi gli investitori dovrebbero tenere in considerazione per effettuare la scelta migliore?

«Il Ter, il patrimonio gestito e i volumi scambiati sono molto utilizzati perché sono informazioni facili da reperire, sia sul sito dell'emittente, sia sui portali specializzati. Inoltre, non richiedono alcuna analisi supplementare. Si tratta sicuramente di parametri utili, ma una selezione più attenta non può fermarsi a questi aspetti. In primo luogo, è fondamentale esaminare le caratteristiche del benchmark, come il numero di costituenti, il livello di concentrazione (quanti titoli hanno un peso rilevante?), il grado di rappresentatività (la capitalizzazione di mercato dei costituenti sul totale della capitalizzazione di mercato) e, in alcune situazioni, il tipo di azioni selezionate (è il caso del mercato cinese dove ci sono le categorie di titoli, A, H o Red chip). Un Etf può quindi costare meno, avere un volume di scambi maggiore, ma replicare per la stessa asset class e la medesima area geografica un indice meno interes-



sante e rappresentativo di un altro. Dopo di che, bisognerebbe osservare anche la tracking difference, ossia la differenza di rendimento, ad esempio annuale, tra l'Etf e l'indice, calcolata utilizzando il Nav del fondo e il livello di chiusura del benchmark nella medesima valuta. Questo pa-

rametro dice moltissimo, perché misura l'efficienza della replica al di là dei puri costi espliciti rappresentati dai costi di gestione e amministrativi. Un Etf, a parità di benchmark e Ter, può performare meglio di un altro, in quanto adotta una modalità di replica (fisica o sintetica) o

un domicilio più efficiente dal punto di vista fiscale o perché impiega una politica di prestito titoli più remunerativa. Per quanto, infine, riguarda la liquidità, un investitore retail, oltre ai volumi negoziati in borsa, dovrebbe monitorare anche lo spread denaro lettera medio e la profondità del book. Per un investitore istituzionale che negozia over the counter, invece, i volumi di borsa non hanno alcuna rilevanza. A contare sono le condizioni che i broker sono in grado di offrire su un dato Etf, che dipendono solo in minima parte dalla dimensione del fondo. Il parametro più importante in tal senso è, infatti, la liquidità del sottostante».

Guardando ai flussi della prima parte dell'anno, quali sono stati gli Etf della vostra gamma che hanno raccolto più interesse tra gli investitori?

«All'inizio del 2024, molti pensavano che potesse essere l'anno del fixed income, viste le attese di un'imminente riduzione dei tassi da parte della Federal Reserve e della Banca Centrale Europea. In realtà, mentre la Bce ha ridotto i tassi solo a giugno, la Fed ha ritardato ulteriormente, generando un'elevata volatilità sul mercato dei governativi. Ciò ha influenzato negativamente l'appetito per le duration più lunghe. I flussi si sono quindi concentrati, da un lato, su Etf monetari a brevissima scadenza, per sfruttare il più possibile una curva dei tassi euro ancora invertita e, dall'altro, su Etf azionari globali, per beneficiare di un mercato che ha premiato soprattutto gli indici Usa, ma che ha registrato performance positive anche in Europa, Giappone e Australia. Sul gradino più alto del podio dei prodotti Xtrackers che hanno raccolto di più nel primo semestre del 2024 c'è quindi l'Etf Xtrackers Euro Overnight Swap. Si tratta di un fondo che ha beneficiato di un livello del tasso overnight elevato e ha avuto un andamento assimilabile a quello di un conto di deposito. Il patrimonio viene infatti ricapitalizzato ogni giorno al tasso di rendimento giornaliero del mercato interbancario (€STR). Al secondo posto non sorprende vedere l'Etf Xtrackers Artificial Intelligence & Big Data. Non solo per il forte interesse sul

tema, ma anche perché molti investitori hanno apprezzato la metodologia adottata dall'indice benchmark, che impiega l'AI anche per l'analisi dei brevetti e la selezione dei componenti. Infine, al terzo posto l'Etf Xtrackers Msci World Esg, a dimostrazione del fatto che la domanda per le strategie Esg è ancora molto forte, soprattutto nell'ambito dei prodotti che offrono un'esposizione globale altamente diversificata».

In Germania abbiamo assistito a una vera e propria esplosione delle sottoscrizioni di Pac in Etf da parte dei retail. Prevedete possa verificarsi anche in Italia?

«L'ultima ricerca diffusa dal portale ExtraEtf a ottobre 2023 ha evidenziato che in Germania c'erano già oltre 7 milioni di piani di accumulo e 14 miliardi di euro che ogni anno gli investitori retail stavano facendo affluire in Etf tramite questa semplice forma di risparmio. In pratica, essi sono oggi lo strumento preferito nel Paese tedesco per chi vuole costruire un patrimonio nel medio lungo termine attraverso acquisti mensili ripetuti, perché sono strumenti facili da capire e da monitorare e hanno commissioni di gestione contenute; in aggiunta, possono essere acquistati con un semplice click sul proprio telefonino, elemento fondamentale per le nuove generazioni, ma non solo. Probabilmente in Germania l'educazione finanziaria media è maggiore rispetto all'Italia e ciò ha favorito un più veloce avvicinamento del retail agli Etf, ma non vediamo alcuna ragione specifica per la quale il successo non possa essere replicato anche nel nostro Paese. Come Xtrackers stiamo quindi investendo molto in questo ambito e sottoscrivendo partnership con le principali piattaforme online operanti in Italia, inclusi i cosiddetti neo-broker, per permettere agli investitori, esattamente come avviene in Germania, di sottoscrivere Pac ed effettuare acquisti diretti senza sostenere costi di transazione».

Vedete la domanda di Etf attivi in aumento?

«La domanda di Etf attivi è sicuramente in forte sviluppo, anche se in Europa

è a un tasso non ancora paragonabile a quello che stiamo osservando negli Stati Uniti. In America, infatti, i prodotti a gestione attiva nel primo semestre del 2024 sono stati in grado di attrarre oltre un terzo dei flussi totali in Etf, mentre in Europa, seppure in aumento, la percentuale supera di poco il 5%. Le ragioni di una crescita un po' più lenta sono probabilmente legate a due aspetti. In primo luogo negli Usa questi strumenti godono di un vantaggio fiscale importante nei confronti dei fondi non quotati per una ragione puramente tecnica: sul mercato primario le sottoscrizioni e i rimborsi operati dagli operatori specializzati sono spesso eseguiti in natura (ossia consegnando e ricevendo direttamente i titoli del patrimonio dell'Etf), non generando quindi capital gain. In Europa il trattamento fiscale è invece allineato per entrambe le tipologie di veicoli. L'altro aspetto è probabilmente funzione del modello distributivo prevalente nei due continenti. Negli Stati Uniti la consulenza finanziaria fee-only è quella maggiormente utilizzata, mentre nel Vecchio continente i distributori tendono a preferire l'offerta di un servizio remunerato attraverso la corresponsione di retrocessioni da parte delle case di gestione. Da noi, quindi, la maggior parte delle reti mostra ancora una decisa preferenza per il collocamento di fondi attivi, mentre gli Etf sono al momento prevalentemente acquistati dalla clientela che non si avvale di consulenza (self-directed). E non sorprende che questa tipologia di investitori tenda a preferire gli Etf passivi a quelli attivi perché più semplici da comprendere. Questa è la situazione attuale, ma è altrettanto vero che il contesto di mercato si evolve costantemente. Se guardiamo più nello specifico all'Italia, stiamo infatti osservando alcuni segnali di cambiamento importanti nell'ambito proprio dei servizi di consulenza. Il numero di consulenti autonomi e delle società di consulenza finanziaria (Scf) è cresciuto in maniera esponenziale negli ultimi 12 mesi. Inoltre, alcune reti particolarmente evolute hanno iniziato a puntare in maniera strategica sull'approccio fee-only. Entrambi questi aspetti potranno dare un'ulteriore spinta tra il retail alla diffusione degli Etf, non solo tradizionali, ma anche attivi».

«Investitori istituzionali e retail: cresce l'utilizzo di Etf»



GAËTAN DELCULÉE
global head of Etf,
indexing & smart beta sales,
deputy global head
of distribution
Amundi Group

Amundi
Investment Solutions

Quali sono i trend di allocazione più significativi che avete osservato sui mercati nel 2024?

«Fino a metà agosto, i flussi verso gli Etf Ucits sono stati particolarmente consistenti, raggiungendo 128 miliardi di euro, nonostante l'incertezza economica e la volatilità che hanno caratterizzato i mercati quest'anno. Gli investitori hanno puntato circa 93 miliardi di euro in Etf azionari, soprattutto quelli esposti ai mercati globali e statunitensi. Quelli sulle azioni europee hanno invece attirato flussi più modesti, pari a 10 miliardi di euro, seguiti da quelli sull'azionario asiatico. In questo contesto, entrano in gioco diverse tendenze. In una prospettiva di lungo termine, i flussi azionari globali sono in parte guidati da trend secolari: la domanda generale di Etf, gli investimenti a lungo termine e la costruzione di portafogli utilizzando elementi di allocazione che apportano diversificazione. In questo contesto, le azioni statunitensi, che rappresentano oltre il 70% dell'Msci World, attirano un notevole interesse e ciò spiega i

flussi più bassi verso l'Europa. In ottica più tattica e market-driven, la disparità regionale dei flussi azionari può essere attribuita alle diverse condizioni economiche e al sentiment degli investitori. Il mercato statunitense, guidato dall'S&P 500, ha continuato a dimo-

strare una certa resilienza, soprattutto grazie al solido settore tecnologico. Dall'altra parte, i mercati europei hanno dovuto affrontare difficoltà legate ai rischi politici e al rallentamento della crescita economica, con un conseguente atteggiamento più cauto da parte de-



gli investitori. Il Giappone ha registrato una forte performance dall'inizio del 2023 e, sebbene i flussi verso le azioni locali siano stati forti nel primo semestre, di recente abbiamo assistito a una pausa da parte degli investitori in un contesto caratterizzato da maggiore volatilità. Infine, sui mercati emergenti, la Cina ha sofferto a causa del persistere di venti contrari che soffiano sull'economia, delle pressioni normative e di una mancanza di fiducia da parte degli investitori.

In questo contesto, come si sono mossi gli Etf obbligazionari?

Anche gli Etf a reddito fisso hanno suscitato un notevole interesse nel 2024, con 35 miliardi di euro di afflussi netti. L'attrattiva delle obbligazioni, sostenuta dall'aumento dei rendimenti e dal potenziale derivante dall'esposizione alla duration nel momento in cui le banche centrali iniziano a ridurre i tassi in risposta alla moderazione dell'inflazione, suggerisce un crescente interesse degli investitori per attività meno rischiose e generatrici di reddito. In questa asset class l'attenzione si è concentrata prevalentemente sui titoli di stato, sugli strumenti short term e sulle obbligazioni aggregate, a testimonianza della preferenza per la stabilità in un contesto di mercato incerto».

Di recente c'è stata una crescita del numero di Etf a reddito fisso. Quali sono le recenti innovazioni cui gli investitori possono accedere?

«Negli ultimi anni abbiamo assistito a un aumento dell'offerta di Etf obbligazionari sul mercato europeo per diverse ragioni. La principale è il contesto di mercato favorevole a questa asset class, che ha portato a una ripresa della domanda di soluzioni di investimento a reddito fisso. Un altro elemento importante è stato la maggiore fiducia degli investitori negli Etf obbligazionari, che hanno dimostrato resilienza e liquidità in fasi di mercato particolarmente turbolente. In Amundi abbiamo messo a disposizione dei nostri clienti una gamma completa di oltre 80 Etf obbligazionari

su esposizioni governative e sul credito, con o senza l'integrazione di criteri Esg, per esporsi a diverse notazioni e tratti di curva, in funzione della view e della propensione al rischio di ciascuno. Un esempio di innovazione recente disponibile sul mercato sono gli Etf a scadenza fissa esposti ai titoli governativi, di cui offriamo una gamma che include sia esposizioni broad, sia specifiche, come il nostro Etf a scadenza fissa sui Btp. Si tratta di strategie potenzialmente interessanti per tutti i tipi di investitori, in quanto uniscono le caratteristiche degli Etf di diversificazione, semplicità e costo contenuto, con quelle di un investimento classico in titoli di stato, quali la visibilità sul rendimento a scadenza finale stimato. Per quanto riguarda gli investimenti Esg, che costituiscono uno dei trend che hanno caratterizzato l'industria negli ultimi anni, un esempio di innovazione è il nostro Etf sui titoli governativi in euro con tilt sui green bond. Si tratta di una soluzione interessante, in quanto consente di investire con un'attenzione particolare per il clima, mantenendo al contempo un profilo rischio/rendimento simile a quello dell'indice di riferimento. Tali caratteristiche rendono questo Etf uno strumento adatto a diverse tipologie di investitori, anche quelli che vogliono integrare l'Esg pur avendo vincoli stringenti».

È tornato l'interesse per gli Etf tematici?

«Negli ultimi due anni gli Etf tematici hanno dimostrato una buona resilienza di fronte alle sfide del mercato. Sebbene il settore abbia subito venti contrari a causa dell'aumento dei tassi di interesse e dello shift verso i titoli value, ha continuato ad attrarre interesse, sottolineando il suo potenziale di sviluppo a lungo termine. Il 2024 ha visto una notevole ripresa degli Etf tematici guidata da intelligenza artificiale (Ai) e disruptive technology. Questa crescita è dovuta ai rapidi progressi dell'Ai e alla sua diffusa adozione in tutti i settori, con conseguenti afflussi significativi. Anche la cybersecurity è emersa come tema tecnologico cruciale a fronte delle crescenti minacce digitali, mentre la robotica e l'automazione continuano a registrare un forte incremento grazie ai progres-

si tecnologici e all'adozione industriale. Ci sono poi altri comparti che stanno registrando una solida performance. Gli Etf sull'acqua hanno guadagnato terreno, grazie alla crescente consapevolezza globale sulla scarsità della risorsa, così come i temi ambientali e dell'energia pulita, che hanno registrato una forte ripresa sostenuti dalle preoccupazioni per il cambiamento climatico e dalle politiche favorevoli. Il panorama degli investimenti in Etf tematici sembra destinato a un'ulteriore evoluzione. Con i tassi di interesse che iniziano a diminuire e una chiara rotazione verso i titoli a piccola e media capitalizzazione rispetto alle mega-cap altamente concentrate, la dinamica degli Etf tematici potrebbe cambiare in modo significativo nei prossimi mesi. Questo mutamento delle condizioni di mercato, unito a valutazioni più interessanti dopo un periodo di compressione, potrebbe presentare nuove opportunità per gli investitori».

Quali saranno, secondo le vostre stime, i principali fattori di crescita dell'industria degli Etf nei prossimi anni?

«Guardando alla domanda degli investitori, riteniamo che l'utilizzo degli Etf continuerà a crescere su tutti i canali. Da un lato, gli investitori istituzionali, come le banche centrali, ricorrono sempre più a soluzioni indicizzate ed Etf per ragioni di efficienza e reattività e ci aspettiamo che questa tendenza prosegua nei prossimi anni. Per il retail, la crescente adozione osservata rappresenta uno dei più importanti motori di sviluppo del mercato europeo degli Etf, caratterizzata dall'utilizzo sempre più ampio degli Etf all'interno di soluzioni "wrapped" e dalla distribuzione digitale (banche online, robo advisor e piattaforme di trading), scelte sempre di più dagli investitori finali più evoluti. Amundi conta più di 50 partnership con operatori digitali in Europa e Asia e ha una competenza di lunga data nell'affiancare i distributori nel costruire le soluzioni più adatte ai loro clienti, con servizi dedicati, formazioni e training che vanno oltre il prodotto. È una capacità che deriva dalla nostra profonda conoscenza del mondo della distribuzione in Europa».

L'era dei sensori per l'Open insurance

a cura di **Boris Secciani**

L'insurtech è ancora abbastanza indietro in Italia, anche se qualche broker digitale sta lavorando in maniera molto interessante. In questo campo è da scoprire l'esperienza di **Neosurance**. A parlarne è **Pietro Menghi**, ceo e cofounder della società.

Potrebbe fare una breve storia di Neosurance con le principali tappe di sviluppo del gruppo?

«Neosurance è una Pmi innovativa che opera come broker omnicanale che abilita aziende partner (brand non assicurativi e altri intermediari assicurativi) alla distribuzione di polizze e servizi di protezione e assistenza nell'Unione Europea, nel Regno Unito e nel Nord America. È nata nel 2016 con l'intento di colmare il cosiddetto "protection gap", cioè il problema della distanza tra domanda e offerta nel settore assicurativo, dovuto allo scarso rapporto fiduciario tra clienti e compagnie e viceversa. Alla base della value proposition di Neosurance c'è l'idea di creare strumenti digitali con l'obiettivo di reinterpretare il rapporto tra assicurazione e assicurato in un'ottica che metta al centro le esigenze del cliente più che le caratteristiche del prodotto. In aggiunta alla folta schiera di business angel che hanno dato propulsione all'azienda fin dalla prima ora, nel 2020 la compagine sociale ha visto l'ingresso di investitori istituzionali. Nel 2022 l'azienda è entrata a fare parte del Gruppo Mag, da oltre 40 anni broker assicurativo di riferi-

mento per le aziende italiane che operano nel mercato nazionale e internazionale, che ha acquisito il 50,06% del capitale».

Quali sono i capisaldi del vostro modello di business?

«Operiamo con un modello b2b2c, abilitando terze parti alla distribuzione di servizi di protezione e assistenza destinati a consumatori finali, aziende e dipendenti, presidiando tutti i processi di prevenzione, vendita e post-vendita, ivi inclusa la denuncia di un sinistro. La nostra "Open insurance platform as a service" coniuga intelligenza artificiale, scienze comportamentali, tecnica e compliance assicurativa, e user experience design, per favorire un'integrazione sempre più efficace con i contesti digitali e fisici in cui oggi viviamo. Oltre a consentire la sottoscrizione di polizze in self-service, ci permette di abilitare alla distribuzione anche reti di distribuzione fisica (banche, broker, associazioni, federazioni, consorzi), che rivestono ancora un'importanza fondamentale sul mercato, specie nel caso di rischi complessi o qualora il rapporto di fiducia sul territorio giochi un ruolo fondamentale. Grazie alla nostra piattaforma, che fa da ponte tra utenti finali, brand, intermediari e compagnie assicurative, riusciamo ad automatizzare l'intero processo di rendicontazione e remunerazione degli attori coinvolti, con vantaggi per tutti in termini di trasparenza, semplicità ed esperienza utente».



PIETRO MENGHI
ceo e cofounder
Neosurance

Come considerate l'attuale panorama dell'insurtech? Quali sono le aree più promettenti di sviluppo in questo settore?

«Nonostante le buzzword che spopolano ogni anno, il settore è ancora alla ricerca di un modello di business vincente e le gravi difficoltà che stanno affrontando alcuni player insurtech anche a livello internazionale ne sono la prova. Alcune tecnologie, come per esempio la blockchain, che avrebbero dovuto rivoluzionare positivamente il settore, si sono poi rivelate molto meno utili e promettenti. Al di là delle parole, quindi, ciò che alla fine davvero conta è la concreta capacità di execution dei progetti innovativi che si annunciano, che, a sua volta, passa da una profonda conoscenza del mercato e delle sue regole e da un approccio distributivo omnicanale. La connected insurance, grazie alla crescente quantità di dati prodotta da sensori e dispositivi connessi in ogni ambito delle nostre vite, sta aprendo opportunità interessanti e nuove nicchie. I dati ottenuti in tempo reale permettono di assicurare rischi che prima non potevano essere coperti e soluzioni come la nostra permettono addirittura di automatizzare l'erogazione degli indennizzi in presenza di determinate condizioni».

Potrebbe spiegare come funziona il paradigma dell'open insurance?

«L'open insurance permette in sostanza di favorire l'integrazione tra diversi ecosistemi (app, piattaforme per dipendenti, community, etc.) nel rispetto di tutti i requisiti di privacy e compliance con vantaggi per tutti. Grazie a soluzioni di embedded insurance,

le assicurazioni possono ampliare i propri canali distributivi attraverso touchpoint che intercettano l'utente finale (sia esso un privato, un'azienda, un dipendente) nei contesti in cui si percepisce in modo più netto l'effettivo bisogno di protezione. I clienti possono sottoscrivere prodotti assicurativi meglio profilati con processi più fluidi, trasparenti e attenti alla user experience, anche in fase di sinistro. Brand e intermediari fisici, che integrano i sistemi assicurativi grazie all'open insurance, arricchiscono l'offerta ai propri utenti e ottengono ricavi commisurati al proprio contributo alla catena distributiva. A livello tecnico, si tratta di automatizzare e snellire una serie di processi che impattano negativamente sul protection gap. La rilevazione dei sinistri, nel caso di alcune polizze basate su IoT, avviene in automatico grazie a sensori, così come, sempre in automatico, può avvenire il pagamento dell'indennizzo all'assicurato da parte della compagnia».

Neosurance offre soluzioni che permettono anche a brand non assicurativi di promuovere servizi di protezione? Potrebbe descrivere come funziona il meccanismo?

«Neosurance fornisce a compagnie, brand e partner una piattaforma API e di front-end completamente integrabile e personalizzabile. In questo modo, qualsiasi azienda può integrare all'interno dei propri siti e app un'interfaccia che rispecchia fedelmente il proprio "look and feel", pensata per facilitare l'esperienza dell'utente (o dell'intermediario che assiste l'utente finale, nel caso di prodotti più complessi). Il nostro team è specializzato in user experience design per il mondo assicurativo e analizza la customer journey associata ai singoli casi per rendere il processo, dalla sottoscrizione, alla denuncia di sinistro fino all'erogazione dell'indennizzo, quanto più fluido e trasparente possibile, in linea con l'esperienza che un utente vive mentre usa, ad esempio, l'app della propria smart home, la piattaforma benefit aziendale o l'antifurto Gps della propria bici».

In generale come vedete lo sviluppo dell'integrazione fra IoT e settore assicurativo in futuro?

«Oltre al già citato settore agricolo e all'automotive, che presenta già diversi

casi di successo, stiamo osservando alcuni trend interessanti. La crescente diffusione di "contatori intelligenti" favorirà una migliore gestione di perdite di energia o acqua, così come l'immediata rilevazione di terremoti e incendi, per sospendere automaticamente forniture di gas. Questo segmento ha molti punti di contatto con il mondo assicurativo. Nei prossimi anni tutelarsi da problemi come danni strutturali nella propria abitazione, mancata erogazione delle utenze, oltre che impossibilità temporanea di pagare una bolletta sarà sempre più semplice e avverrà direttamente tramite il proprio gestore e altre app e piattaforme dell'ecosistema. Il progressivo invecchiamento della popolazione, inoltre, spingerà lo sviluppo della telemedicina, con la diffusione di piattaforme "smart" facili da usare per rispondere a esigenze di prevenzione, cura e assistenza. Grazie a dati oggettivi sarà più facile offrire servizi di protezione basati su dati certi e polizze anche parametriche che garantiranno indennizzi automatici. Anche le nostre città dovranno adeguarsi al cambiamento demografico. Alcune istituzioni governative locali stanno iniziando a guardare ai vantaggi di queste tecnologie. Mobilità, traffico, qualità dell'aria, illuminazione, sicurezza, effetti del clima: questi ed altri ambiti saranno ottimizzati attraverso i sensori IoT distribuiti nelle nostre città».

Quale ruolo può giocare l'intelligenza artificiale?

«Le implicazioni maggiori potrebbero essere a livello di fabbrica prodotta, di prevenzione del rischio, di miglioramento della customer journey, oltre che di gestione di sinistri e assistenza. In ogni caso, le assicurazioni sono un settore complesso, nel quale la consulenza e la fiducia giocano un ruolo chiave, senza menzionare tutti gli aspetti di compliance. Il valore aggiunto apportato dall'esperienza umana non verrà sostituito, ma sicuramente l'AI sarà un alleato per semplificare e velocizzare molti processi. L'affermarsi di nuovi modelli basati sull'AI potrebbe però non essere così imminente. Non dimentichiamo che, a oggi, al di là delle buzzword e di annunci altisonanti, la digitalizzazione di diversi player assicurativi, non va ancora oltre l'uso di fogli Excel».

Un candidato per la transizione energetica

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

L'idrogeno è uno dei principali candidati per la transizione energetica globale verso fonti di energia più pulite. Grazie alla sua versatilità e al potenziale di riduzione delle emissioni di carbonio, questo elemento chimico può assumere un ruolo cruciale nei settori dell'energia, dei trasporti e dell'industria. Il mercato dell'idrogeno è in una fase di rapida crescita e di trasformazione. Nel 2023, a livello globale, è stato valutato intorno a 150 miliardi di dollari e si prevede che raggiunga oltre 300 miliardi entro il 2030, con un tasso di crescita annuale composto (Cagr) del 9-10%.

Esistono vari metodi per produrre idrogeno. Lo steam methane reforming (Smr) rappresenta attualmente il metodo più comune: utilizza gas naturale e produce significative emissioni di CO₂. L'elettrolisi utilizza l'elettricità per separare l'acqua in idrogeno e ossigeno e, se l'elettricità proviene da fonti rinnovabili, l'idrogeno prodotto è considerato "verde". La gassificazione del carbone, utilizzata principalmente in Cina, è intensiva in termini di emissioni di carbonio. L'idrogeno blu, infine, è prodotto utilizzando Smr con

cattura e stoccaggio del carbonio (Ccs), riducendo così le emissioni di CO₂.

L'idrogeno può essere impiegato nelle celle a combustibile per la generazione di elettricità e calore. Nei trasporti, i veicoli a celle a combustibile (Fcv) e i camion a idrogeno offrono un'alternativa a zero emissioni ai veicoli a combustibili fossili. Nell'industria, l'idrogeno trova applicazione nella produzione di ammoniaca, nella raffinazione del petrolio e nella metallurgia. Inoltre, esiste un potenziale significativo per l'utilizzo dell'idrogeno nei sistemi di riscaldamento domestico.

I governi, a livello globale, stanno implementando politiche di sostegno e finanziamenti per incentivare l'adozione dell'idrogeno. L'Unione Europea ha lanciato l'iniziativa "Hydrogen Strategy for a Climate-Neutral Europe" con obiettivi ambiziosi per la produzione di idrogeno verde. Negli Stati Uniti, il Dipartimento dell'Energia ha avviato il programma "H2@Scale" per promuovere l'uso dell'idrogeno. In Asia, Giappone e Corea del Sud sono leader nell'adozione dell'idrogeno, con piani nazionali e investimenti significativi.

Il mercato dell'idrogeno è destinato a cresce-

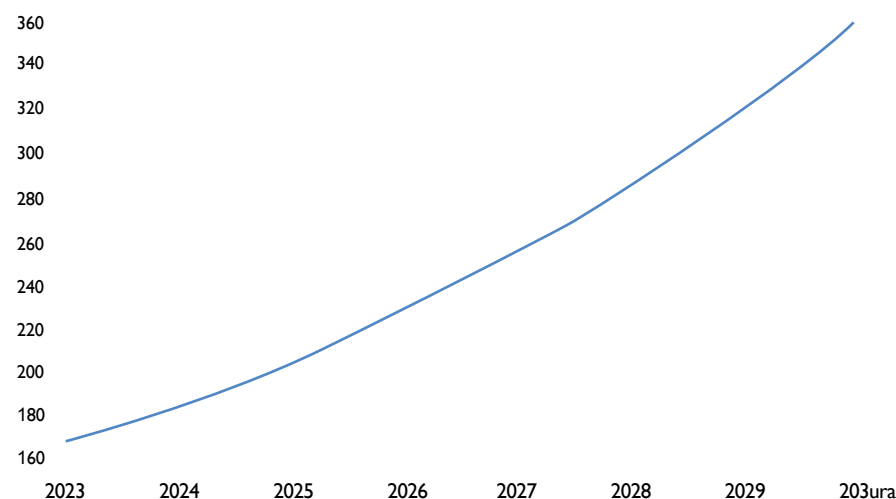
re significativamente nei prossimi decenni, sostenuto da politiche governative favorevoli, investimenti privati e innovazioni tecnologiche. Tuttavia, per realizzare pienamente il potenziale di questo elemento chimico, sarà necessario affrontare sfide rilevanti, tra le quali la riduzione dei costi e lo sviluppo di infrastrutture adeguate. Un approccio coordinato e sostenibile potrebbe consentire all'idrogeno di diventare un pilastro fondamentale della transizione energetica globale. L'esposizione al rischio geopolitico del mercato dell'idrogeno è però una questione cruciale, data la natura globale della produzione e del commercio delle risorse energetiche: le tensioni geopolitiche possono influenzare significativamente la disponibilità e il costo delle materie prime necessarie per la produzione di idrogeno, come il gas naturale e l'elettricità da fonti rinnovabili. Inoltre, le politiche nazionali e internazionali possono variare ampiamente, creando incertezze per gli investitori e le aziende che operano nel settore. Ad esempio, cambiamenti nelle normative ambientali, sanzioni economiche o conflitti regionali rischiano di alterare drasticamente le dinamiche di mercato. La diversificazione delle fonti di approvvigionamento e lo sviluppo di tecnologie di produzione di idrogeno localizzate possono mitigare alcuni di questi rischi, ma la cooperazione internazionale e la stabilità politica rimangono elementi fondamentali per garantire un mercato dell'idrogeno resiliente e sicuro.

ANALISI SWOT

Punti di forza

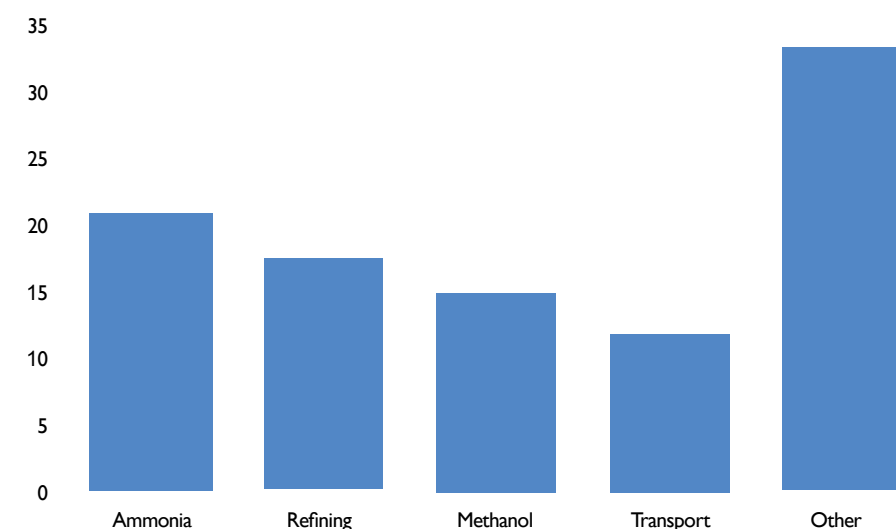
- **Sostenibilità ambientale** - L'idrogeno verde, prodotto tramite elettrolisi con energia rinnovabile, non emette gas serra, contribuendo alla riduzione delle emissioni globali di CO₂.
- **Versatilità d'uso** - Può essere utilizzato in vari settori, tra cui trasporti, energia, industria e riscaldamento residenziale.
- **Innovazione tecnologica** - Progressi costanti nelle tecnologie di produzione, stoccaggio e utilizzo dell'idrogeno stanno migliorando l'efficienza e riducendo i costi.
- **Supporto governativo** - Molti governi stanno implementando politiche e investimenti significativi per promuovere l'adozione dell'idrogeno come fonte di energia pulita.

FIGURA 1 - CRESCITA DEL MERCATO DELL'IDROGENO (2023-2030)



Fonte: immagine Aiaig

FIGURA 2 - SEGMENTAZIONE DEL MERCATO PER APPLICAZIONE (2023)



Fonte: immagine Aiaig



Debolezze

- **Costi elevati** - La produzione di idrogeno verde è ancora più costosa rispetto alle fonti energetiche tradizionali, rendendo difficile la competitività senza sussidi.
- **Infrastrutture insufficienti** - La rete di trasporto e stoccaggio dell'idrogeno è ancora in fase di sviluppo e limita l'espansione.
- **Efficienza energetica** - La produzione di idrogeno tramite elettrolisi richiede una quantità significativa di energia, sollevando preoccupazioni sull'efficienza complessiva.
- **Rischio geopolitico** - La dipendenza da materie prime e l'instabilità politica in alcune regioni possono influenzare la produzione e la distribuzione dell'idrogeno.

Opportunità

- **Transizione energetica** - L'aumento della domanda di fonti di energia pulita e la spinta globale verso la decarbonizzazione creano un mercato in crescita per l'idrogeno.
- **Investimenti privati** - L'interesse crescente da parte degli investitori privati può accelerare lo sviluppo di tecnologie e infrastrutture legate all'idrogeno.
- **Collaborazioni internazionali** - Partnership globali e cooperazioni tra nazioni sono in grado di favorire la standardizzazione e lo sviluppo del mercato dell'idrogeno.
- **Innovazione continua** - Nuove tecnologie e miglioramenti nei processi di produzione e utilizzo dell'idrogeno possono ridurre i costi e aumentare l'efficienza.

Minacce

- **Concorrenza di altre tecnologie** - Altre soluzioni di energia pulita, come le batterie al litio e l'energia solare, hanno la capacità di competere con l'idrogeno, limitando la sua quota di mercato.
- **Volatilità dei prezzi delle materie prime** - Fluttuazioni nei prezzi del gas naturale e dell'elettricità sono in grado di influenzare la redditività della produzione di idrogeno.
- **Regolamentazione stringente** - Normative complesse e in continua evoluzione possono creare incertezze per gli operatori del mercato.
- **Accettazione del mercato** - La percezione pubblica e l'accettazione dell'idrogeno come fonte di energia possono influenzare la sua adozione su larga scala.



SCENARI DI SVILUPPO

1. Crescita moderata e sostenuta (alta probabilità)

In questo scenario, il mercato dell'idrogeno cresce in modo costante grazie a politiche governative favorevoli, investimenti crescenti e miglioramenti tecnologici continui. I governi implementano regolamentazioni e incentivi per supportare la produzione di idrogeno verde e blu, mentre le aziende private investono significativamente nelle infrastrutture e nelle tecnologie di produzione. L'infrastruttura per il trasporto e per lo stoccaggio dell'idrogeno si sviluppa gradualmente, facilitando l'adozione in settori chiave come trasporti, energia e industria. Questo scenario prevede una crescita annuale composta del mercato dell'idrogeno intorno al 10-12%.

2. Adozione accelerata e trasformativa (probabilità media)

Questo scenario immagina una rapida adozione dell'idrogeno su scala globale, guidata da importanti progressi tecnologici e da una forte volontà politica. Le innovazioni riducono significativamente i costi di produzione dell'idrogeno verde, rendendolo competitivo

con i combustibili fossili. Le collaborazioni internazionali e i partenariati pubblico-privati accelerano lo sviluppo delle infrastrutture necessarie. Le politiche di decarbonizzazione stringenti e le pressioni per ridurre le emissioni di CO₂ favoriscono un'adozione diffusa dell'idrogeno in settori difficili da decarbonizzare. In questo scenario, il mercato potrebbe vedere un Cagr del 15-20%.

3. Crescita limitata e selettiva (probabilità bassa)

In questo scenario, il mercato dell'idrogeno sperimenta una crescita limitata a causa di una combinazione di fattori negativi. I costi di produzione dell'idrogeno verde rimangono elevati, rendendo difficile la competitività senza sussidi significativi. Le infrastrutture per il trasporto e lo stoccaggio dell'idrogeno si sviluppano lentamente a causa di investimenti insufficienti e di incertezze normative. Le tensioni geopolitiche e le fluttuazioni dei prezzi delle materie prime influenzano negativamente la stabilità del mercato. Inoltre, la concorrenza da parte di altre tecnologie energetiche pulite limita ulteriormente l'adozione dell'idrogeno. In questo scenario, la crescita del mercato potrebbe essere limitata a un Cagr del 5-7%.

«Il mondo non basta»

Vi siete mai chiesti il perché dell'interesse di alcune aziende private per la conquista di Marte? Si tratta di semplice comunicazione nei confronti del mercato o di una strategia figlia di calcoli matematici dai quali risulta che il nostro pianeta non basta? L'equazione del mondo descritta in questo articolo mette in relazione le risorse finite della Terra con la crescita dei modelli economici. Grazie ai continui apporti scientifici, la comprensione del mondo è in continua evoluzione e ci sembra fondamentale proporre un'analisi matematica metodica per la creazione di ricchezza nel futuro.

DESCRIZIONE DELL'EQUAZIONE:

L'"equazione del mondo" rappresenta un modello che mira a codificare il fragile equilibrio tra le risorse finite presenti sul pianeta Terra e la crescita esponenziale delle attività legate agli esseri umani, che includono aspetti demografici, economici e finanziari. Questa relazione è fondamentale per comprendere i limiti imposti dalla scarsità di risorse.

I CONCETTI CHIAVE

a. Risorse limitate: le risorse della Terra, tra le quali i combustibili fossili, i minerali, l'acqua dolce e i terreni coltivabili, sono limitate e non possono sostenere una crescita infinita.
b. Crescita umana: si riferisce alla crescita della popolazione, all'espansione economica (misurata dal Pil) e all'aumento del consumo di risorse.

c. Capacità di carico¹: è la dimensione massima della popolazione e il livello di attività economica che l'ambiente può sostenere indefinitamente.

LA MATEMATICA

Per modellare questa relazione, si può utilizzare un'equazione di crescita logistica modificata che incorpora i vincoli delle risorse.

Il modello di crescita della logistica standard è adatto perché tiene conto della capacità di carico, che corrisponde al concetto di risorse finite. Da cui ne deriva:

$$\frac{dN}{dt} = rN \cdot (1 - N/K)$$

1. La capacità di carico di un ambiente è influenzata da una serie di fattori, definiti biotici e abiotici. Gli impatti delle attività umane, come l'inquinamento, la deforestazione e lo sviluppo urbano, possono alterare significativamente tali fattori, modificando così la capacità di carico dell'ambiente.

Dove:

- N è la dimensione della popolazione o il livello di attività economica, che viene derivata secondo il tempo nella formula soprastante;
- r è il tasso di crescita intrinseco;
- K è la capacità di carico, che rappresenta il volume di assorbimento massimo sostenibile della popolazione o il livello di attività economica.

I vincoli delle risorse vengono incorporati modificando la capacità di carico K a seconda delle risorse disponibili (R):

$$K = f(R)$$

Assumendo una relazione lineare:

$$K = \alpha R$$

Il tasso di esaurimento delle risorse può essere modellato in funzione delle dimensioni della popolazione o del livello di attività economica, secondo la seguente derivata:

$$dR/dt = -\beta N$$

Dove β è il tasso di consumo di risorse per unità di popolazione o di attività economica.

MODELLO COMBINATO

Combinando queste equazioni, otteniamo un sistema di equazioni differenziali:

$$\begin{aligned} dN/dt &= rN * (1 - N / \alpha R) \\ dR/dt &= -\beta N \end{aligned}$$

INTERPRETAZIONE

- Crescita della popolazione (N):

Il tasso di crescita della popolazione o dell'attività economica diminuisce man mano che ci avviciniamo alla capacità di carico, che dipende dalle risorse disponibili.

- Esaurimento delle risorse (R):

Le risorse si esauriscono a un ritmo proporzionale alle dimensioni della popolazione o al livello di attività economica.

IMPLICAZIONI

A mano a mano che le risorse si esauriscono, la capacità di carico diminuisce, il che rallenta e alla fine limita la crescita. L'equazione evidenzia la natura insostenibile, nella sua accezione primaria del termine, della crescita esponenziale in un mondo con risorse limitate. Ciò sottolinea la necessità di pratiche sostenibili, sempre nella sua accezione primaria del termine, come conservazione delle risorse e innovazioni tecnologiche per

mitigare l'esaurimento delle risorse. L'"equazione del mondo" fornisce un quadro matematico per comprendere l'interazione tra la crescita e le risorse limitate del "sistema pianeta" e sottolinea l'importanza di bilanciare crescita e sostenibilità per garantire la vitalità a lungo termine della civiltà umana sulla Terra.

IL DANNO SOVRAPPRODUZIONE

I dibattiti sul deterioramento ambientale e l'instabilità economica tendono frequentemente a focalizzarsi sull'eccessivo consumo. Tuttavia, esistono evidenze sempre più convincenti che indicano la sovrapproduzione come principale fattore scatenante di tali problematiche. Questa riconsiderazione della prospettiva comporta significative ripercussioni su come si dovrebbero affrontare la sostenibilità e le riforme economiche.

La sovrapproduzione, ovvero l'eccesso di offerta rispetto alla domanda, è un fenomeno economico scaturito da diversi fattori interconnessi, tra i quali:

- i progressi tecnologici che incrementano la capacità produttiva;
- gli incentivi capitalistici che stimolano la massimizzazione dei profitti;
- le catene di approvvigionamento globali che possono portare a un eccesso di produzione a causa di previsioni imprecise della domanda;
- le strategie di marketing che influenzano artificialmente la domanda.

Le conseguenze della sovrapproduzione sono vaste e gravi; di seguito le principali.

• **Impatto sull'ambiente:** la sovrapproduzione porta a un uso eccessivo delle risorse naturali e all'aumento dell'inquinamento e dei rifiuti. L'industria della moda, ad esempio, è responsabile di notevoli danni ambientali, in quanto si stima che il 40% degli abiti prodotti ogni anno (circa 60 miliardi di pezzi) rimanga invenduto.

• **Inefficienza economica:** i prodotti invenduti sono uno spreco di capitale e risorse. Questa inefficienza può portare all'instabilità economica e contribuire a cicli di boom-bust (fasi di espansione e contrazione con impatti di importante gravità).

• **Disuguaglianza sociale:** i benefici della sovrapproduzione spesso si accumulano su una piccola parte della società, esacerbando le disparità di ricchezza.

• **Esaurimento delle risorse:** la continua sovrapproduzione può esaurire le risorse



limitate, minacciando la sostenibilità a lungo termine.

IL CICLO DEL SOVRACONSUMO

Sebbene il consumo eccessivo sia un problema significativo, è spesso un sintomo di sovrapproduzione piuttosto che la sua causa principale. La sovrapproduzione può creare un ciclo che porta a un consumo eccessivo:

- a) le aziende producono beni in eccedenza per guadagnare quote di mercato e massimizzare i profitti;
- b) l'inventario in eccesso porta a un marketing aggressivo e a sconti per vendere i prodotti;
- c) i consumatori sono incoraggiati ad acquistare più del necessario attraverso tattiche di vendita e prezzi artificialmente bassi;
- d) il ciclo si ripete, con le aziende che producono ancora di più per mantenere la loro crescita e la loro posizione di mercato.

Come già si è visto, questo ciclo è particolarmente evidente nell'industria della moda, soprattutto dove il fast-fashion ha radicalmente trasformato il ciclo e lo ha reso una macchina da produzione di tendenze effimere. In particolare, il numero di "stagioni" è aumentato da due a 52 all'anno, con conseguente eliminazione di 92 milioni di tonnellate di rifiuti di abbigliamento all'anno. Questa sovrapproduzione, che alimenta una cultura del consumo usa e getta, ha conseguenze ambientali drammatiche: oltre al quantitativo ingente di rifiuti tessili che finiscono in discarica o vengono inceneriti, altri effetti sono un uso di energia e d'acqua eccessivi e le condizioni di lavoro disumane nelle fabbriche di produzione.

PREVENIRE GLI ECCESSI

La sovrapproduzione è un fenomeno complesso con ripercussioni significative sull'economia e sulla società che occorre contrastare. Per affrontarla è necessario un approccio multidisciplinare che coinvolga governi, imprese e cittadini. La prevenzione richiede misure politiche e di responsabilità aziendale, di trasparenza, di formazione e di sensibilizzazione. Ma può dare interessanti risultati anche il ricorso a una migliore stima dell'andamento dei consumi mediante l'intelligenza artificiale (Ai) predittiva. Il laboratorio di algoritmica avanzata di Kelony® ha intercettato il bisogno di una previsione di consumi più sostenibili in molti settori, a partire dal food fino al tech e alla finanza e ha quindi sviluppato un modello ad hoc.

La tanto richiamata responsabilità aziendale riguarda il fatto che le imprese devono adot-

tare modelli di business che diano priorità alla sostenibilità a lungo termine rispetto ai profitti a breve. Ciò significa una stima più accurata della domanda, dei cicli di produzione più corti e dare priorità alla qualità rispetto alla quantità. In questa direzione può essere d'aiuto l'Ai predittiva come regolatore di produzione e sprechi.

Un altro aspetto riguarda la trasparenza delle aziende, fondamentale nella prevenzione della sovrapproduzione. I vari marchi dovrebbero essere incoraggiati o tenuti a divulgare i loro volumi di produzione. Questa trasparenza consentirebbe di identificare le aree di sovrapproduzione e di responsabilizzare le imprese.

Le misure politiche possono riguardare, da un lato, l'attuazione di normative ambientali più severe e, dall'altro, importanti incentivi per chi attua pratiche sostenibili; queste misure possono aiutare a frenare la sovrapproduzione. I regimi di responsabilità estesa del produttore, ad esempio, potrebbero responsabilizzare i marchi di moda nella gestione dei prodotti dopo che sono stati utilizzati.

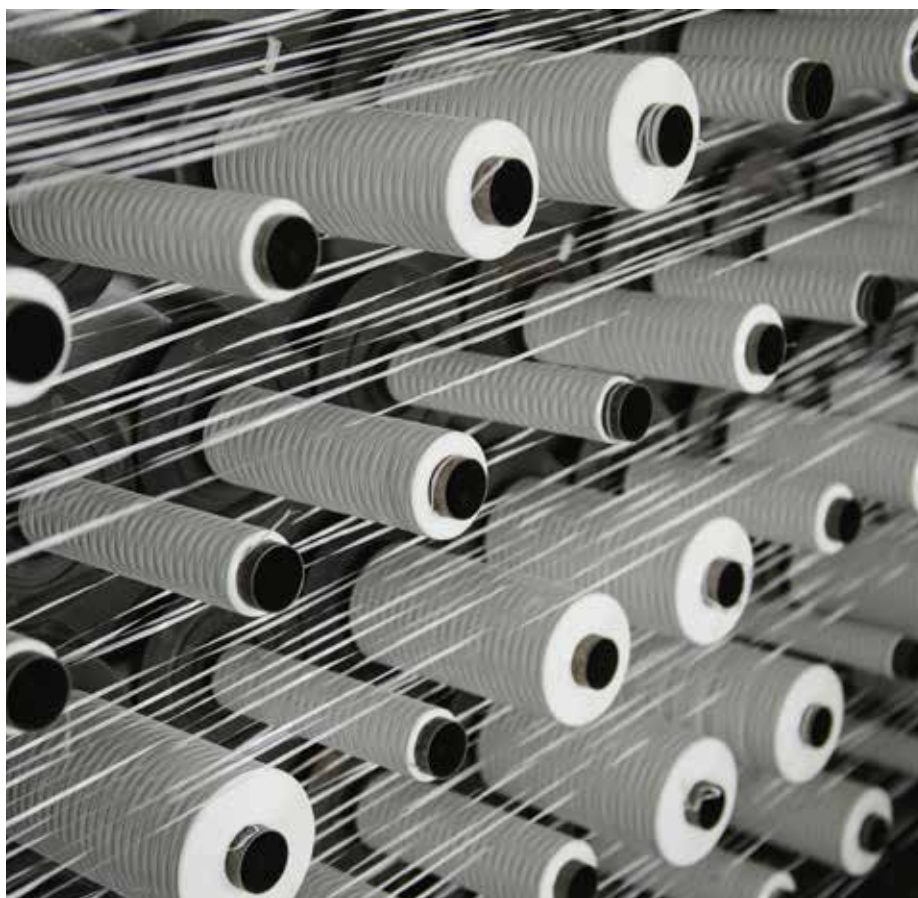
E anche i consumatori vanno profondamente educati: aumentare la consapevolezza degli impatti della sovrapproduzione può aiutarli a fare scelte più informate e sostenibili.

nere i marchi sostenibili. Infine, promuovere un'economia circolare in cui i prodotti sono progettati per essere riutilizzati, riparati e riciclati può aiutare a ridurre i rifiuti e il consumo di risorse.

CONCLUSIONE

Sebbene sia importante affrontare il problema del consumo eccessivo, concentrarsi esclusivamente sul comportamento dei consumatori non tiene conto dei problemi sistemici che stanno guidando il degrado ambientale e l'instabilità economica. Focalizzandoci sulla sovrapproduzione, possiamo affrontare la causa principale di molti problemi di sostenibilità, che richiedono un ripensamento fondamentale dei nostri sistemi economici e dei nostri modelli previsionali e di business. Si tratta di passare da una mentalità di produzione a tutti i costi a una che valorizza la previsione della domanda. Processi qualitativi più che meramente quantitativi si rivelano maggiormente redditizi.

In questo scenario, l'Ai predittiva, creata dall'intelligenza umana e sotto la sua supervisione, si rivela un regolatore della produzione e degli sprechi che, controintuitivamente, funge da leva per la crescita.



Compleanni e questionari

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

Il “paradosso del compleanno”, divulgato nel 1939 da Richard von Mises, racconta che in una stanza con solamente 23 persone la probabilità che due di esse condividano lo stesso giorno di nascita è già superiore al 50%. E aumenta oltre il 99% se ce ne sono 70. Questo fenomeno, apparentemente controintuitivo (i giorni in un anno sono 365), si basa sulla teoria delle probabilità. In questo caso, sulla “probabilità di non coincidenza”: è più semplice calcolare la probabilità che in un gruppo nessuna coppia condivida lo stesso compleanno e sottrarre questo valore da 1. Più il numero di persone cresce più diminuiscono i giorni “disponibili” (quelli non condivisi tra più individui) ed esponenzialmente aumenta la probabilità di coincidenze di compleanni. Statistica e probabilità, dunque, pur essendo strumenti critici nel ragionamento scientifico e nell’analisi dei rischi, sfidano l’intuizione umana in modi che possono sembrare sorprendenti o paradossali.

* 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.

CERVELLO VECCHIO, NUOVI RISCHI

Il cervello umano mostra una straordinaria capacità di adattamento nell’acquisire nuove competenze; tuttavia, non è “naturalmente” incline all’elaborazione di concetti statistici e probabilistici, soprattutto nei complessi scenari di rischio moderni. Le nostre facoltà cognitive sono in primis orientate al riconoscimento di pattern conosciuti e alla risposta rapida a stimoli ambientali concreti.

Nei contesti di sopravvivenza dell’uomo primitivo, infatti, era determinante prendere decisioni rapide e affidabili per sfuggire a minacce immediate, come predatori o aggressioni, occasioni in cui una risposta emotiva come la paura poteva determinare o meno la sopravvivenza. Lo psicologo Gerd Gigerenzer descrive queste decisioni rapide come “euristiche”, ossia «strategie che deliberatamente ignorano parte delle informazioni disponibili» per facilitare decisioni più veloci, meno onerose, anche se talvol-

ta imprecise. Oggi la modernità sfida le nostre capacità evolutive di gestire l’incertezza in situazioni di “ambiguità”, in cui le probabilità di un evento sono solo

“ “ È necessario (...) sviluppare un pensiero che superi le reazioni istintive e coinvolga processi cognitivi complessi, spesso, né immediati, né intuitivi ” ”

parzialmente note o sono conosciute con precisione, ma derivano da fonti che possono differire e talvolta entrare in conflitto tra loro.

OLTRE LE REAZIONI ISTINTIVE

È necessario, dunque, sviluppare un pensiero che superi le reazioni istintive e coinvolga processi cognitivi complessi, spesso, né immediati, né intuitivi. Ad esempio, la statistica necessita di una solida comprensione matematica, un’abilità che per molti non è innata.



FABRIZIO PIROLLI
esperto di formazione bancaria
e assicurativa



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario

Gli individui generalmente hanno difficoltà con i concetti di probabilità e distribuzione, prediligendo narrazioni semplici e concrete. Gli allarmanti risultati dell'indagine Ocse/Pisa 2022 sulla competenza matematica degli studenti delle scuole secondarie dei paesi sviluppati evidenziano purtroppo queste lacune educative. Senza un'adeguata formazione o un'esperienza diretta, eventi apparentemente improbabili nel breve termine diventano quasi inevitabili su tempi più estesi e difficili da immaginare per menti orientate a ragionare su periodi limitati. Per contro, si tende anche a credere che gli accadimenti casuali si compensino a breve termine, mentre in realtà la "regressione verso media" avviene su scale temporali molto più ampie. Inoltre, si è naturalmente propensi a cercare informazioni che confermino le nostre credenze preesistenti, mentre il pensiero statistico richiede un'analisi obiettiva di tutti i dati disponibili, compresi quelli che contraddicono le nostre aspetta-

tive. Infine, tendiamo a sopravvalutare il nostro controllo sugli eventi casuali, un pregiudizio che può portare a decisioni irrazionali in contesti di incertezza. L'educazione finanziaria diventa così un laboratorio dinamico, un luogo di fusione tra teoria e pratica, dove le astrazioni matematiche sul rischio si devono trasformare in esempi concreti, utili per guidare decisioni finanziarie reali. Servono, di conseguenza, individui non solo tecnicamente competenti, ma anche emotivamente intelligenti ed eticamente consapevoli nella gestione del rischio finanziario. Ci sono contesti, pertanto, che possono favorire lo sviluppo di un "intuito statistico" negli individui? Ogni iniziativa educativa che venga promossa da un intermediario deve poggiare saldamente sulla fiducia reciproca e sulla cooperazione attiva del cliente. La cui partecipazione attiva diventa concreta, in particolare durante la compilazione del "Questionario di profilazione e valutazione di adeguatezza" richiesto dalla direttiva europea Mifid. Questo è un passaggio fondamentale per la comprensione e la gestione del rischio finanziario.

UNA "QUESTIONE" EDUCATIVA

Il "Questionario di profilazione e valutazione di adeguatezza" serve non solo per stabilire accuratamente il profilo di rischio del cliente, ma rappresenta per lui anche un'importante occasione di arricchimento. Attraverso questo dialogo strutturato, si pongono le basi per una comprensione più approfondita e personalizzata delle sue necessità finanziarie ed esso diventa un'opportunità per esplorare, comprendere e valutare, spesso per la prima volta, i rischi finanziari in modo concreto. Le domande sui rischi, difatti, offrono a chi risponde la possibilità di riflettere sul loro impatto a lungo termine, stimolando la considerazione sul modo in cui gli obiettivi di vita si traducano in specifiche esigenze finanziarie. Allo stesso tempo, questo approccio offre all'intermediario l'opportunità di promuovere un significativo miglioramento nella consapevolezza del cliente, migliorando in tal modo la qualità complessiva della consulenza fornita. Tutto ciò contribuisce in modo efficace alla creazione di una cultu-

ra del rischio più matura e informata, che diviene essenziale per una gestione prudente delle finanze personali. Il questionario di profilazione si trasforma allora in un catalizzatore di crescita reciproca nel rapporto tra intermediario finanziario e utente, uno strumento fondamentale per l'educazione finanziaria, utile a costruire fiducia e a personalizzare il servizio. Non va infatti trascurato il suo impatto trasformativo sull'investitore. E, anzi, questo dialogo strutturato rappresenta un'opportunità unica di approfondimento bidirezionale: da un lato, consente all'intermediario di acquisire una comprensione reale e personalizzata delle esigenze finanziarie del cliente; dall'altro, si trasforma per l'investitore in una piattaforma di apprendimento attivo, un percorso guidato che, se utilizzato con consapevolezza e creatività, trascende la sua funzione primaria di profilazione diventando un efficace strumento educativo. Quindi, non dovrebbe essere considerato semplicemente come un mero adempimento burocratico previsto dalla normativa, ma come una sorta di "processo" il cui valore si accresce nel tempo e necessita di aggiornamenti in risposta a cambiamenti significativi; tutto ciò lo rende in questo modo uno strumento dinamico e fondamentale nella gestione finanziaria. Costituisce, invero, un viaggio di scoperta che inizia dall'autovalutazione e conduce alla comprensione del complesso mondo della finanza personale. Ogni domanda, quindi, diventa un'opportunità di apprendimento, ogni riflessione un passo verso una maggiore consapevolezza finanziaria, permettendo a chi si sottoponga a un certo tipo di domande di apprezzare pienamente la qualità della consulenza ricevuta.

Per riprendere il nostro incipit: se state leggendo queste righe proprio nel giorno del vostro compleanno, potrebbe non essere un caso, ma un gioco del destino orchestrato dalla matematica delle probabilità. Considerando che la matematica non mente e che le statistiche sono a nostro favore, questo sembra davvero il momento perfetto per celebrare. Motivo per cui cogliamo l'occasione per inviarvi i nostri migliori auguri!

PUBBLICATO IN GAZZETTA UFFICIALE IL DECRETO DI RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA SMD

Un mercato più vivace per gli Npl

di Loris Cottoni, associate di Advant Nctm



Lo scorso 13 agosto è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale il Decreto legislativo n. 116/2024 concernente il recepimento nell'ordinamento italiano della Direttiva (Ue) 2021/2167 (cosiddetta Secondary market directive – Smd) relativa ai gestori e agli acquirenti di crediti in sofferenza. Una prima bozza di schema di Decreto legislativo di recepimento era già stata previamente posta in consultazione dal Mef a gennaio per raccogliere le osservazioni provenienti dal mercato. Tra gli obiettivi della Smd si annovera quello di creare un quadro regolamentare che incentivi lo sviluppo di un vivace mercato secondario a livello europeo degli Npl aprendo la partecipazione anche a capitali provenienti da soggetti non vigilati.

Due sono gli aspetti principali connessi al recepimento della Smd nel nostro ordinamento: la liberalizzazione dell'attività di acquisto dei crediti in sofferenza e l'introduzione della nuova figura del gestore di crediti in sofferenza.

In particolare, riguardo al primo aspetto, si rileva che l'attività di acquisto di crediti deteriorati dovrebbe essere sostanzialmente liberalizzata. Questo cambiamento introdurrebbe una nuova esenzione (benché valida solo per le sofferenze cedute da banche e intermediari finanziari) nel quadro definitorio del Dm 53/2015, secondo il quale l'acquisto di crediti a titolo oneroso è considerato un'attività riservata, in quanto rientra nel più ampio concetto di «concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma».

ATTIVITÀ NON PRIVA DI CONTROLLI

Tuttavia, l'apertura al mercato nelle intenzioni del legislatore non sarebbe affatto indiscriminata e priva di controlli, poiché, in un'ottica di equilibrio tra la necessità di sviluppare ulteriormente il mercato dei crediti deteriorati e quella di evitare possibili distorsioni e rischi sistemici derivanti dall'operatività di veicoli legati al mondo dello shadow banking, sono previsti alcuni presidi di vigilanza, tra cui:

(a) l'obbligo per l'acquirente di avvalersi di un gestore di crediti deteriorati;

“ Due sono gli aspetti principali connessi al recepimento della Smd nel nostro ordinamento: la liberalizzazione dell'attività di acquisto dei crediti in sofferenza e l'introduzione della nuova figura del gestore di crediti in sofferenza ”

(b) l'obbligo per il cedente di fornire al potenziale acquirente informazioni dettagliate sulle esposizioni creditizie da acquistare;

(c) regole specifiche di tutela rafforzata per i crediti vantati verso i consumatori;

(d) l'obbligo di effettuare le segnalazioni in Centrale dei Rischi;

(e) l'obbligo di comunicare alla Banca d'Italia eventuali ri-cessioni di crediti a un altro acquirente.

Il secondo punto è il fulcro della Smd. Nel Decreto legislativo, l'attività di gestione di crediti in sofferenza è definita come lo svolgimento di una o più delle seguenti attività:

(a) la riscossione e il recupero dei pagamenti dovuti dal debitore;

(b) la rinegoziazione dei termini e delle condizioni contrattuali con il debitore; (c) la gestione dei reclami;

(d) l'invio di un'apposita informativa al debitore relativa a ogni variazione dei tassi di interesse e degli oneri o a ogni pagamento dovuto.

Le predette attività potranno essere svolte soltanto dalla nuova figura del gestore di crediti in sofferenza, che dovrà essere un soggetto autorizzato da Banca d'Italia e dalla stessa vigilato.

Il decreto di recepimento prevede, come principali misure di

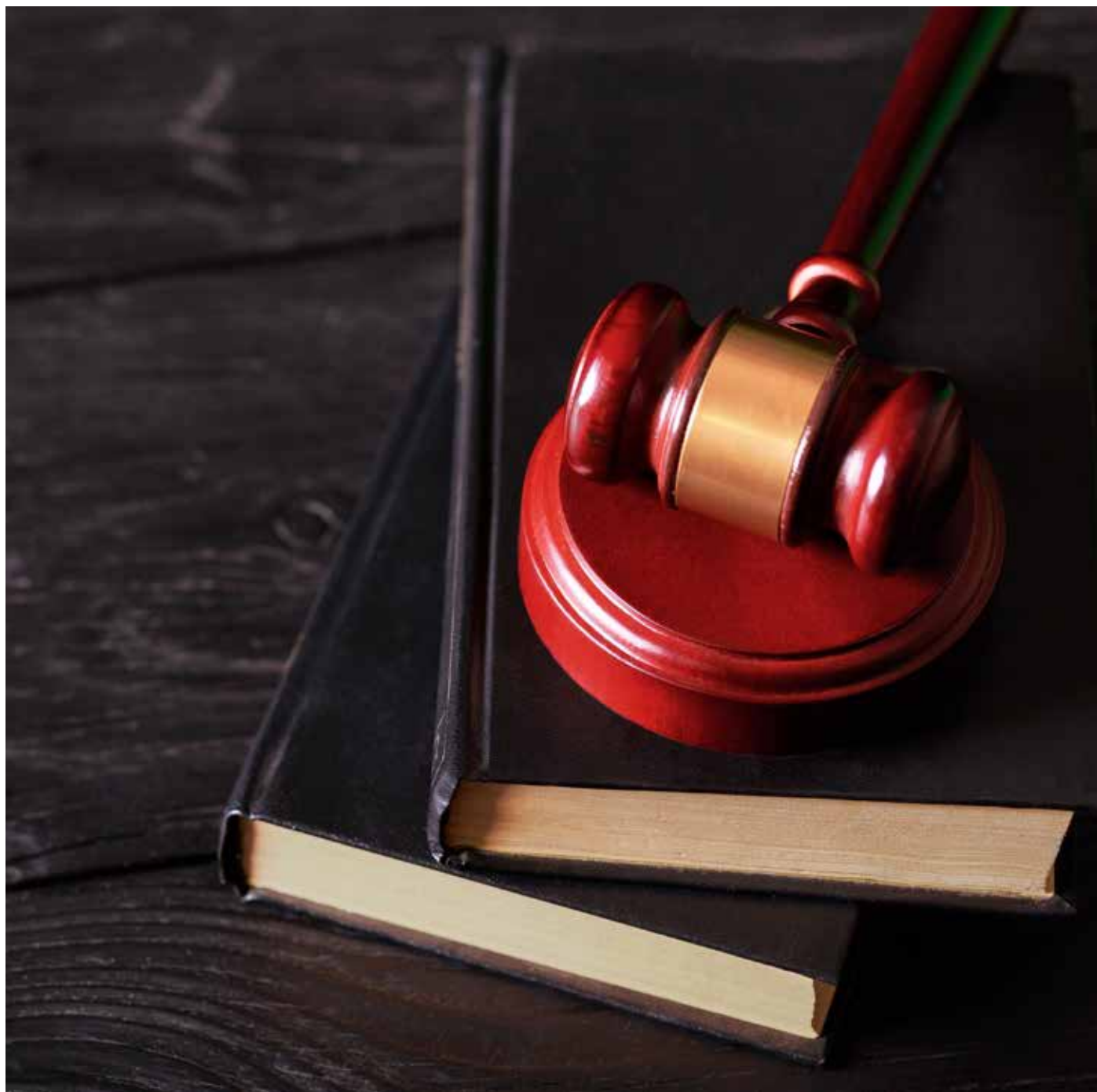
vigilanza prudenziale, che:

- (a) sia vietato lo svolgimento di tale attività alle persone fisiche;
- (b) siano rispettate specifiche regole in materia di governance e di sistema dei controlli interni;
- (c) i contratti di servicing con cui l'acquirente affida la gestione dei crediti al gestore contengano specifiche clausole di matrice prudenziale indicate nella legge;
- (d) l'esternalizzazione sia soggetta a una regolamentazione specifica;
- (e) sia necessario ottenere una specifica autorizzazione qualora si intenda intraprendere un'eventuale operatività cross-border;
- (f) siano rispettate particolari condizioni per la detenzione di

fondi ricevuti dai debitori ai fini del trasferimento degli stessi agli acquirenti di crediti.

LE DISPOSIZIONI ATTUATIVE DI BANKITALIA

Infine, si segnala che, lo scorso 24 luglio, Banca d'Italia ha posto in pubblica consultazione le disposizioni attuative, che includono anche le disposizioni di vigilanza sui gestori di crediti in sofferenza, da adottare in conseguenza del processo di recepimento della Smd. Infatti, numerose previsioni presenti nello schema di Decreto legislativo, necessitano di una disciplina regolamentare di attuazione affinché possano essere pienamente operative. Una volta entrata in vigore la disciplina di rango regolamentare da emanare da parte della Banca d'Italia, la riforma del framework normativo sulla gestione degli Npl potrà dirsi finalmente completata.



Bg Certificates Hub, una bussola nel mercato dei certificati

a cura di **Pinuccia Parini**



MELANIA D'ANGELO
responsabile della direzione
di risparmio amministrato
Banca Generali

Il settore dei certificati d'investimento è risultato in crescita nel primo semestre del 2024 e i dati Acepi, l'Associazione italiana certificati e prodotti di investimento, lo testimoniano. Nei primi sei mesi del 2024, le emissioni sul mercato primario hanno raggiunto il volume record di 12,885 miliardi di euro, in crescita dell'11,5% a/a, distribuiti su 919 diversi Isin. Numeri che restituiscono l'immagine di un mercato nel quale può essere difficile orientarsi e trovare gli strumenti giusti e in cui serve un servizio completo e all'avanguardia che affianchi gli investitori. Fondi&Sicav ha chiesto a **Melania D'Angelo**, responsabile della direzione di risparmio amministrato di **Banca Generali**, il ruolo di Certificates Hub nell'affiancare gli investitori, dal collocamento al post vendita, di questi strumenti finanziari.

I dati parlano di un mercato dei certificati sempre più ampio. Confermate questa espansione?

«Senza dubbio. Vediamo un settore in crescita con una grande varietà di strumenti, diversi per struttura e obiettivo di utilizzo, e con una pluralità di emittenti. Ciò perché anche le esigenze degli investitori sono sempre più diversificate e dinamiche. È uno scenario che presenta lati positivi e negativi: da una parte esistono prodotti per tutte le necessità, dall'altro può essere difficile per un investitore trovare la strada in questo vasto mare di offerte con strutture molto diverse tra loro. Per questo motivo, pensiamo che per gli investitori, nell'approcciarsi

a questo mercato, sia importante avere a propria disposizione strumenti che offrano un servizio di assistenza completo, per trovare i prodotti giusti a un corretto pricing, sia in asta, sia sul mercato secondario».

Nel contesto attuale del mercato, quale ruolo possono svolgere i certificati nei portafogli?

«In una fase di mercato come quella che stiamo vivendo, caratterizzata da un crescente nervosismo e forte volatilità, i certificate possano rappresentare uno strumento di diversificazione grazie alla loro capacità di adattarsi a molteplici scenari e alla loro efficienza fiscale. Sono strumenti complessi, ma una piccola quota può essere utile per stabilizzare portafogli più ampi. In particolare, per le esigenze della clientela private, una quota di prodotti realmente personalizzati e modellati, selezionati grazie al supporto dei professionisti, può rappresentare un valore aggiunto».

In questo senso il servizio del vostro Certificate Hub come funziona?

«Si tratta di una piattaforma ad architettura aperta, pensata proprio per mettere a disposizione dei nostri consulenti uno strumento ulteriore per aumentare il livello di servizio, modellando i certificati sulle esigenze della clientela private. L'offerta di prodotti viene da una platea di emittenti selezionati, in costante allargamento, arrivata nel 2023 a 12 controparti, così da riuscire a garantire le migliori

condizioni per il prodotto selezionato. È un servizio a tutto tondo, su misura, con la sottoscrizione di certificate in private placement. L'obiettivo è garantire un servizio a 360 gradi, sia in fase di asta e collocamento sul mercato primario, sia nella fase successiva, sul mercato secondario, con una reportistica periodica personalizzata».

Che cosa ha prodotto questa attività di personalizzazione e ascolto nell'ultimo periodo?

«In questo 2024 abbiamo introdotto sul Bg Certificate Hub tre nuove soluzioni di certificati di investimento, denominate Fast, Small e Sprint. I Fast, con un rimborso anticipato che parte dal 95% del valore nominale sono pensati per un contesto di mercato volatile, dove le condizioni possono cambiare rapidamente. Gli Small si caratterizzano per un taglio nominale di 100 euro e una frequenza del premio bisettimanale, adatti ai piccoli investitori, spesso più giovani, che cercano flessibilità e rendimenti regolari, anche in presenza di capitali iniziali ridotti. I certificati Sprint sono invece pensati per massimizzare il rendimento inizialmente, rispondendo alle strategie di investimento più dinamiche e permettendo un maggiore efficientamento fiscale. Sono tutte soluzioni che rispondono alle diverse richieste arrivate nel tempo dai nostri clienti, in linea con il ruolo del Bg Certificates Hub come incubatore di idee innovative mirate a intercettare e soddisfare le esigenze complesse e in continua evoluzione degli investitori».

Investire con un approccio sistematico nelle nuove energie

a cura di Pinuccia Parini

La gamma Theam Quant Funds, una cooperazione tra Bnp Paribas Global Markets e Bnp Paribas Asset Management, offre fondi quantitativi che si avvalgono di una lunga esperienza nei mercati globali del gruppo finanziario francese. L'obiettivo è fondere in soluzioni d'investimento la gestione attiva, quella rule-based (ossia attraverso un approccio sistematico vengono definiti gli investimenti su una base di regole predefinite) e tramite strumenti alternativi. La finalità di questa tipologia di prodotti è integrare la gestione patrimoniale tradizionale, competere con le strategie degli hedge fund, fornire alternative ai tracker e proporre soluzioni innovative difensive o di gestione del rischio. Al suo interno si possono trovare diverse offerte indirizzate, come asserisce l'asset manager, a «soddisfare i diversi profili rischio/rendimento degli investitori e le loro esigenze attuali e prospettiche».

A Roberto Bartolomei, head of Global Markets Theam Quant Fund Sales di Bnp Paribas, Fondi&Sicav ha chiesto alcune delucidazioni sulla strategia Theam Quant New Energy Opportunities lanciata qualche mese fa.

Come si caratterizza Theam Quant New Energy Opportunities?

«La transizione verso le nuove energie è sostenuta da ingenti investimenti, guidati, sia dai piani dei governi (il Green Deal in Europa e l'Inflation Reduction Act negli Stati Uniti), sia dalle spese di capitale e di ricerca e sviluppo delle aziende. L'idea che ci ha spinti a costruire questo nuovo prodotto è maturata dalla volontà di

coniugare le competenze di analisi e ricerca di Bnp Paribas Exane Research con l'infrastruttura esistente in Theam Quant Funds, ossia con strategie quantitative. Sfruttando quindi l'esperienza delle risorse interne al gruppo (Bnp Paribas Exane Research e Bnp Paribas Quantitative Investment Strategies), il fondo ha l'obiettivo di individuare le società che operano nel settore delle nuove energie e che contribuiscono fortemente alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, offrendo al contempo un potenziale di crescita a medio termine. Le aziende in portafoglio devono presentare elevati standard ambientali, sociali e di governance e solidi fondamentali finanziari. Il fondo combina l'elaborazione dei dati (big data) con l'intelligenza artificiale e l'esperienza degli analisti per identificare e attribuire un punteggio alle imprese in base alla loro esposizione all'ecosistema delle nuove energie. Queste ultime sono da intendere come generazione da attività e tecnologie che consentono e partecipano alla transizione necessaria per raggiungere l'azzeramento globale delle emissioni di gas serra nell'atmosfera».

Come mai avete deciso di lanciare un fondo tematico con queste caratteristiche? Nell'ultimo periodo si è registrata una certa disaffezione da parte degli investitori per questa tipologia di prodotti; che cosa ne pensa?

«Direi che la considerazione non può essere estesa a tutti i fondi tematici. Un esempio, guardando in casa Bnp Paribas



ROBERTO BARTOLOMEI
head
Global Markets Theam
Quant Fund Sales
Bnp Paribas

Asset Management, può essere costituito dai prodotti fattoriali della famiglia Theam, che hanno riscosso un forte interesse da parte di clienti istituzionali, ma anche retail, in un'ottica di diversificazione dei loro portafogli. Tuttavia, se si guarda al mercato italiano, c'è stato uno spiccato appetito per soluzioni tematiche legate all'ambiente e alle nuove energie, alla luce anche di un consenso generalizzato globale che ha spinto al rialzo una determinata tipologia di titoli, che, però, hanno poi conosciuto una correzione dei corsi. La flessione dei prezzi, in alcuni casi, è stata particolarmente sensibile e si è ripercossa in particolare su quelle strategie che erano concentrate su un numero ristretto di aziende».

Avete quindi colto l'opportunità di investire in alcuni titoli che avevano sofferto di recenti debolezze?

«Sì, ma, ovviamente, non abbiamo costruito la strategia facendo market timing. Pensiamo, invece, che oggi sul mercato ci siano le condizioni favorevoli per una soluzione di questo tipo e abbiamo anche accolto la domanda per un prodotto che fosse guidato da regole più stringenti rispetto a una tradizionale gestione discrezionale. Inoltre, volevamo lanciare sul mercato un fondo che contenesse il know how della ricerca di Bnp Paribas Exane con anche l'uso di intelligenza artificiale: è il primo prodotto di questo genere nell'offerta di Theam. Il fondo, infatti, adotta un approccio sistematico. In questo modo è stata possibile la creazione di un portafoglio molto differenziato, globale, con il 3% come peso massimo di un titolo al suo interno».

Staking con gli ETP: La tua chiave per un rendimento passivo

Lo staking offre rendimenti
simili ai dividendi e rafforza la
sicurezza della rete.

Scopri di più!



21shares®

CONSULENTI & RETI



«Banca Finint, che è la capogruppo, ha più di 40 anni di storia tutti dedicati alla consulenza di finanza straordinaria per le aziende. Quindi, da quel punto di vista, possediamo un know how straordinario all'interno della nostra società... Nell'ambito della finanza straordinaria c'è solo l'imbarazzo della scelta partendo dalle cartolarizzazioni, passando ai mini-bond, ai basket bond e a tante altre soluzioni che offriamo e che sono costruite su misura sulle necessità del singolo imprenditore. Con l'entrata nel gruppo di Finint Private Bank abbiamo aggiunto la capacità di fare raccolta anche sulla clientela privata. Ciò permette di fornire all'imprenditore consulenza non solo sul suo patrimonio aziendale, ma anche su quello personale e della sua famiglia»

PAOLO TENDERINI
amministratore delegato
Finint Private Bank

Un rapporto privilegiato con gli imprenditori

a cura di **Alessandro Secciani**

Apparentemente, con circa 200 consulenti finanziari e Aum per 3,5 miliardi di euro alla fine del 2023, **Finint Private Bank** non è una protagonista assoluta del mercato. Ma, se si osservano i dati con attenzione, si notano alcune caratteristiche che rendono questa sorta di boutique finanziaria estremamente interessante. Innanzitutto, la raccolta pro capite sta conseguendo risultati significativi, per di più ottenuta da una rete costituita in gran parte da professionisti che operano con la formula fee only. Inoltre, la fabbrica di prodotti private del gruppo Banca Finint offre un portafoglio di strumenti ad hoc per gli imprenditori e la clientela private. Infine, il fatto che la società sia attualmente molto concentrata sul Nord-Est dell'Italia e la Lombardia ha fatto sì che il rapporto con questa ambita categoria di clientela sia stato sempre fortissimo.

A parlare di Finint Private Bank e dei programmi di sviluppo è **Paolo Tenderini**, che è da circa sei mesi amministratore delegato e ha lasciato, per ricoprire l'attuale incarico, il ruolo di country head per l'Italia di Edmond de Rothschild.

Voi avete una caratteristica: pur essendo una società relativamente piccola, avete riportato numeri molto interessanti nella raccolta pro capite. Come fate?

«Sono due le basi. La prima è il modello di business che è centrato sulla consulenza evoluta: è un tema di assoluta attualità e ormai tutti ne parlano al punto che anche le associazioni stanno cominciando a fornire dati statistici su questa modalità di advisory, che noi, peraltro, portiamo avanti da più di 10 anni; è un modello al quale i professionisti che lavorano con noi sono ormai abituati ed è facile capire il perché. La consulenza evoluta, rispetto alla vendita del prodotto, allontana il consulente dal conflitto di interessi che sostanzialmente si crea tra la banca e il cliente. Questo fattore ci sta favorendo grandemente nella nuova raccolta».

La media del mercato per la consulenza evoluta è sotto il 20%. Voi a quale livello vi ponete?

«Per quanto riguarda gli Aum, siamo al 42%, in termini di fatturato oltre il 50%. Siamo quindi nettamente al di sopra della media nazionale. Ed è un vantaggio competitivo che vogliamo mantenere. Quando i colleghi recepiscono la validità di questa tipologia di approccio e la comprendono anche i clienti, è difficile torna-



re indietro, anzi. Siamo determinati a fare diventare ancora più importante questa nostra caratteristica all'interno del nostro modello di business».

Quando siete in trattative con un consulente, questo argomento attira nuovi professionisti?

«All'inizio molti fanno fatica a capire, perché quando non sei abituato e vivi in altre realtà, tendi a portarti dietro lo zainetto di consue-

tudini che avevi prima. Eliminare quello zainetto è difficile, però è facile capire il valore del cambiamento che proponiamo. L'esperienza che stiamo facendo con i colleghi che sono entrati da poco sono illuminanti: da parte nostra viene tolto qualsiasi tipo di conflitto di interessi e anche il cliente è molto più tranquillo nei rapporti con la banca, perché la trasparenza è alla base del concetto di consulenza evoluta e questo fatto lo si capisce subito».

Qual è il secondo elemento, cui ac-

cennava precedentemente, che ha spinto la raccolta pro capite?

«L'altra base importante dei buoni risultati ottenuti è la creazione di sinergie con il Gruppo Banca Finint, di cui Finint Private Bank fa parte, che è un protagonista storico nell'investment banking e nell'asset management: sul piano dei contenuti e delle capacità fornisce grandissime opportunità. Sul lato investment banking siamo tra i primi operatori nel mercato dei mini-bond e dei basket bond e abbiamo realizzato diverse belle operazioni negli ultimi nove mesi. Nell'asset management siamo fortissimi nel mondo private market, soprattutto lato debito, real estate, alberghiero, energie rinnovabili, cartolarizzazioni. Sono tutte argomentazioni che possiamo portare al tavolo del cliente imprenditore. La creazione di sinergie con il resto del gruppo ci sta mettendo veramente nella condizione di generare ottimi risultati sul lato della crescita. Ciò per quanto riguarda i clienti, ma, anche quando guardo ai consulenti, noi oggi possiamo raccontare una storia che è molto interessante per un professionista di questo settore. Sebbene il nostro sia un mestiere tradizionale, ci sono tante caratteristiche che messe insieme in una dimensione come la nostra permettono di concentrarsi sul cliente e dare soddisfazione a tutte le sue necessità in modo attuale, moderno, con una grande attenzione ad avvicinare la finanza all'economia reale, agli investimenti sostenibili».

Quindi voi potete contare sulla vostra fabbrica prodotti.

«Esattamente. Puntiamo molto sulle sinergie che si possono creare tra le varie realtà che compongono il Gruppo Banca Finint. Per esempio, la nostra Sgr, Finint Investments, è una delle prime quattro-cinque sgr per dimensioni in fondi chiusi; quindi, in quegli investimenti non traditional asset che oggi riscuotono molto interesse. Nell'asset allocation tipica di un cliente di medie dimensioni deve cominciare a entrare anche questo tipo di strumenti, perché danno un rendimento maggiore, hanno una volatilità minore, ma soprattutto avvicinano all'economia reale i portafogli dei clienti, molto di più di quanto si possa fare con i prodotti liquidi».

Voi usate molto gli Eltif, che finora non sono stati prodotti di grande successo...

«Adesso con la nuova normativa Eltif 2.0, siamo convinti che questo strumento sia più

facile da utilizzare, più immediato: dà grandi opportunità di fare investimenti con determinate logiche. Quindi sì, è un veicolo che tendiamo a utilizzare, anche se è vero che finora non ha avuto molta fortuna. L' Eltif 2.0, però, risolve diversi problemi della prima versione e rende lo strumento più appealing a una clientela più vasta».

Che cosa chiedete a un consulente che si candida a entrare in Finint Private Bank? Quali caratteristiche deve avere per diventare un futuro leader di raccolta?

«Occorre che sia una persona che ha voglia di mettersi un po' in gioco, perché le leve che può utilizzare con i propri clienti sono diverse e, di conseguenza, deve avere il desiderio di conoscere, di padroneggiare tutta l'offerta, di essere proattivo sull'investitore. Deve essere una persona abituata ad ascoltare e a cercare di individuare quei bisogni che le persone possono avere. Bisogni che possono essere anche collegati alle loro attività: penso soprattutto agli imprenditori e ai professionisti. Se un consulente vuole davvero sfruttare tutta la forza di questo gruppo, deve avere questa volontà. Il mercato è complesso, c'è tanta concorrenza, tanta offerta; quindi, per risultare un po' diversi dagli altri, bisogna sfruttare al massimo le potenzialità che un gruppo come il nostro può dare, partendo dal modello di business che abbiamo descritto. Tutto ciò viene realizzato in un ambiente sereno, perché non ci sono tensioni legate a temi di raccolta o di prodotti. Se uno viene qui, è per fare davvero l'imprenditore di sé stesso e ha tutti i mezzi per riuscirci».

Voi utilizzate i team? È un tema di cui si sta parlando molto.

«È un tema sul quale stiamo facendo alcuni ragionamenti e penso che andremo anche noi in quella direzione. Stiamo valutando con quali criteri mettere in piedi i team e i colleghi che stanno bene insieme tenderanno a farli naturalmente. Le banche sono piattaforme che danno servizi ai consulenti e dovremo essere nella condizione di lavorare in quel modo. Noi cercheremo di essere proattivi in questo senso e di aiutare chi vuole lavorare in team nel modo migliore possibile».

I team, però, sono di tipo diverso: tra pari e tra senior e giovani che vengono avviati alla professione.

«In effetti si tratta proprio dei temi che stiamo

valutando. Tra pari è fondamentale mettere insieme competenze diverse, ad esempio tra consulenti che sono più orientati alla crescita e altri che sono bravi nella gestione del portafoglio o altri ancora che hanno conoscenze sul piano fiscale o nel campo corporate. In questo caso, si tratta di temi prettamente di contenuto. Oppure si tratta di creare team dove ci sono dei senior che fanno crescere i ragazzi giovani. Il tema delle nuove generazioni è importante ed è sicuro che si andrà nella direzione dei team nei loro confronti. È un po' più complesso, invece, quando si tratta di mettere insieme i senior: non è sempre immediato e facile, ma è un lavoro che vale la pena fare».

State cercando giovani o siete orientati soprattutto ad arruolare consulenti esperti con un buon portafoglio?

«È sicuramente un aspetto importante. C'è un tema demografico molto evidente, sia a livello di clientela, sia di colleghi, anche se adesso si è aperto quello che definirei un nuovo cluster di clientela, che sono le persone over 70-75 anni: prima venivano poco considerate, ma, secondo me, vanno seguite con grande attenzione, perché le aspettative di vita si sono allungate in modo così importante che gioco forza quella fascia di clientela diventa interessante. Molti continuano a gestire il grosso dei patrimoni, hanno diverse necessità, hanno una vita attiva e questo trend va seguito. Il tema demografico è fondamentale in tutte le strategie che noi prendiamo in considerazione, comprese quelle sui giovani, anche se è sempre più difficile trovare ragazzi che vogliono fare questo mestiere. Perciò è necessario diventare un po' più attraenti per la fascia di 25-30enni. Al momento non possiamo parlare per la nostra realtà di un progetto strutturato per l'arruolamento di giovani; stiamo facendo alcune valutazioni, ancora in divenire, perché questo è un tema sul quale poniamo grande attenzione, anche se, è naturale che nel lavoro quotidiano si cerchino colleghi giovani e di talento da formare e fare crescere. Ci stiamo prendendo tutto il tempo necessario per strutturare un progetto solido in questa prospettiva, perché vogliamo dare reali opportunità di crescita a giovani interessati a fare questo mestiere».

Che cosa offrite in più rispetto alla concorrenza a un cliente imprenditore? La vostra base nel Veneto

dovrebbe avervi fornito una buona esperienza.

«Banca Finint, che è la capogruppo, ha più di 40 anni di storia tutti dedicati alla consulenza di finanza straordinaria per le aziende. Quindi, da quel punto di vista, possediamo un know how eccezionale all'interno della nostra realtà. Abbiamo un network di aziende con le quali interagiamo quotidianamente veramente molto importante. Nell'ambito della finanza straordinaria c'è solo l'imbarazzo della scelta partendo dalle cartolarizzazioni, passando ai mini-bond, ai basket bond e a tante altre soluzioni che offriamo e che sono costruite su misura sulle necessità del singolo imprenditore. Con l'entrata nel gruppo di Finint Private Bank, abbiamo aggiunto la capacità di fare raccolta anche sulla clientela privata. Ciò permette di fornire all'imprenditore consulenza non solo sul suo patrimonio aziendale, ma anche su quello personale e della sua famiglia. Oggi riusciamo a stare vicini a chi possiede un'impresa guardando tutto il suo mondo, sia personale, sia societario. Senza quei conflitti di interessi tipici delle banche che ti dicono: "Ti prestiamo i soldi, ma tu tieni la gestione dei tuoi capitali qui". Questa cosa non ci appartiene. In effetti, siamo abbastanza concentrati nel Nord-Est, ma non solo. Ci stiamo espandendo un po' dappertutto: Finint Private Bank è nata e cresciuta in Lombardia, ma ormai abbiamo tre filiali bancarie e 60 uffici in giro per l'Italia e stiamo portando avanti progetti in altre regioni. Siamo molto interessati ad aprire uffici nelle aree dove c'è la possibilità di creare business, dove c'è un progetto e dove si riesce a costruire un business plan valido. Comunque, aprire quattro-cinque nuovi uffici all'anno sarebbe già un risultato straordinario. Tutto dipende anche dal fatto che si riesca ad acquisire professionisti capaci, che sono già presenti sul territorio. Non è quindi un problema di quanti uffici in più, ma ci interessano soprattutto le persone e la loro qualità».

I piccoli e medi imprenditori sono aperti a operazioni di finanza straordinaria? Si dice che molti di coloro che hanno costruito un'azienda siano refrattari a qualunque operazione che tolga loro anche una piccola parte del controllo totale che hanno sempre avuto.

«Il successo che come Gruppo Banca Finint

abbiamo avuto nei mini-bond è una po' una risposta a ciò. C'è ancora la vecchia visione accentratrice di cui si parla, ma c'è anche un problema di demografia. Volenti o nolenti si arriva al momento in cui molti devono lasciare il passo alle nuove generazioni, che sono cresciute con una scolarizzazione diversa, un approccio molto più aperto e sono abituate a viaggiare, a vedere come funziona il mondo. Magari è stata saltata una generazione, perché molti di coloro che hanno tenuto duro fino alla fine hanno messo fuori gioco i figli e si va ai nipoti. Però è in atto una tendenza al cambiamento, anche se alcuni sono più rapidi e altri meno. Il mercato c'è: lo si vede nei numeri, lo si nota anche nella dinamica delle aziende. Tra l'altro, chi proprio a un certo punto non ce la fa più alla fine vende. E anche in questo caso si tratta di operazioni di finanza straordinaria che hanno bisogno del nostro aiuto».

Tecnologia: quanto è importante per voi?

«È fondamentale. Stiamo investendo molto: il nostro modello di business di consulenza evoluta è possibile perché è assistito da una tecnologia che permette quel tipo di approccio. Non ci si può fermare su questo piano, perché è indispensabile essere efficienti internamente in termini di costi, occorre dare al cliente una client experience allineata con le abitudini che ha come consumatore. Inoltre, è necessaria per rendere la vita facile ai nostri colleghi in un ambiente che è sempre più complesso dal punto di vista delle normative e dell'amministrazione, se non si vuole usare il termine burocrazia, che il nostro mestiere si porta dietro. Quindi la tecnologia è centrale da tutti i punti di vista».

Anche l'intelligenza artificiale?

«Sicuramente ci sono alcune nostre applicazioni che utilizzano strumenti di intelligenza artificiale (Ai): la gestione del dato è fondamentale. Se Ai significa avere una gestione del dato più puntuale, più veloce, più efficiente allora sicuramente sì, la utilizziamo. E nel nostro settore chi ha la capacità di gestire al meglio i dati e le informazioni alla fine sarà quello che porterà a casa i risultati. La tecnologia in generale e l'intelligenza artificiale dovrebbero essere validi facilitatori da questo punto di vista».

Voi concentrate il massimo dell'interesse sul private e sul wealth. Ma,



se si presenta un cliente piccolo, con 30-40 mila euro, lo accettate o lo respingete?

«Noi operiamo attivamente nel private e nel wealth da poco più di un anno e la nostra base di clientela è affluente e continuerà a esserlo, perché si tratta di un bacino interessante se si riesce a seguire con un grande grado di efficienza. Di conseguenza, non abbiamo nessun problema da questo punto di vista e abbiamo gli strumenti per gestire anche il cliente piccolo. Diciamo che non è il focus in questa fase, ma se guardiamo dal punto di vista demografico, i clienti piccoli di giovane età saranno i clienti grandi tra qualche anno. Perciò è meglio averli che non averli, anche se i risultati di raccolta degli ultimi 12 mesi sono stati ottenuti focalizzandoci soprattutto sul private e sul wealth».

Una domanda personale. Lei è passato da una società di grande livello internazionale a una più piccola, più concentrata sul territorio. Come mai?

«Ho fatto un percorso un po' atipico, perché

sono passato dal family office alla maggiore banca del settore, che è Ubs, per poi lavorare in un gruppo internazionale di grande nome, ma di medie dimensioni a livello europeo. Sono state tutte esperienze che mi hanno dato tantissimo dal punto di vista della crescita professionale, ma ciò che cercavo era un progetto con un dinamismo diverso, rispetto alle grandi organizzazioni, che sono molto strutturate, multinazionali, in cui molto spesso l'Italia è un di cui: rispondo a logiche di tipo internazionale e se i mercati di interesse diventano altri, il gruppo si concentra su quelli e lascia indietro altre aree. A me questo mestiere piace molto, mi piace la vicinanza con il cliente, poterlo servire in un certo modo; rifuggo la standardizzazione e questo è un gruppo che ha fatto della personalizzazione sul cliente, della consulenza e della capacità di adattarsi alle situazioni di mercato un punto di forza. Perciò, quando sono entrato in contatto con Finint non ho avuto dubbi: cercavo un gruppo italiano concentrato sul mercato locale, che avesse come priorità di svilupparsi in Italia. Qui ho trovato tutto ciò che cercavo e, dopo quasi un anno che sono qui, posso dire di avere fatto la scelta giusta».

CONSULENTI &
RETI

Una rete ad hoc per la sostenibilità

a cura di **Alessandro Secciani**

Inizia con questo numero di Fondi&Sicav un'inchiesta in diverse puntate sull'impegno Esg delle diverse reti. Se fino a un paio di anni fa si trattava di un tema estremamente unificante e che veniva accettato da tutti, sia pure con maggiore o minore entusiasmo, dopo la guerra in Ucraina, che ha visto un grande ritorno di profittabilità delle forme di energia più tradizionali, la sostenibilità ha cominciato a piacere sempre meno. Un forte contributo negativo è stato dato anche dai partiti politici sovranisti in tutta Europa, che hanno attaccato senza mezzi termini le politiche green dell'Unione Europea. In pratica l'Esg, che era nato con scopi opposti, è diventato qualcosa di divisivo.

A questo punto è interessante capire come i consulenti finanziari si pongono di fronte a questi temi, che inizialmente avevano spinto molto. C'è un ripensamento della cultura green o si prosegue come se nulla fosse? Da parte di una fa-

scia di clienti c'è un rifiuto dei prodotti con il marchio Esg?

A rispondere in questa prima puntata è **Enzo Ruini**, sales manager strategico per la sostenibilità di **Banca Generali**, società che è molto attiva su questo fronte e ha costituito all'interno della rete i sustainable advisor, un gruppo di professionisti specializzato nell'Esg e che ha acquisito una competenza particolare in questo campo. Nel corso di una convention dedicata esclusivamente a loro, è stato creato anche un Manifesto che mette a fuoco l'impegno di questi particolari consulenti e del quale riproduciamo, come complemento all'intervista, alcuni punti cruciali.

Un po' di numeri per cominciare: quanti sono i vostri consulenti specializzati nell'Esg? Come sono distribuiti? Qual è la loro età media? Sono solo giovani o fanno parte di questo gruppo



ENZO RUINI
sales manager strategico
per la sostenibilità
Banca Generali

«Questa novità è stata introdotta come conseguenza di un'attenzione concreta che la banca ha riscontrato da parte di una buona fascia di clientela verso la sostenibilità. Dunque, è stata accolta positivamente dai clienti come capacità di intercettare un bisogno»

ENZO RUINI

anche consulenti senior?

«Al momento il team pilota di Banca Generali Private è composto da un nucleo di diverse decine di professionisti che, negli obiettivi della banca, raddoppierà a fine anno e triplicherà entro la fine del 2025. Rientrano in questa categoria, sia consulenti senior, sia consulenti più giovani e anche team nei quali sono affiancati banker junior a banker più esperti. Sono tutti legati dalla stessa mission e dalla medesima convinzione che una consulenza attenta ai temi della sostenibilità possa fare convergere gli interessi del cliente con una crescita di valore».

In concreto, qual è la loro attività e in che cosa si differenzia rispetto a quella degli altri consulenti?

«Si tratta di una categoria di consulenti specializzati e certificati Efpa nella co-



noscenza di prodotti, strumenti e best practice del mondo Esg, creata di recente dalla banca private per sensibilizzare e accompagnare i clienti nelle loro scelte di investimento. Il team è stato selezionato sulla base della composizione dei portafogli, della redazione dei report di sostenibilità, della capacità di screening di fondi sostenibili e del grado di orientamento sui temi Esg. Appoggiandosi alla piattaforma proprietaria creata con MainStreet Partners, i banker illustrano gli investimenti in grado di incontrare le ambizioni dei clienti in tema di sostenibilità, indirizzandoli verso i prodotti che maggiormente intercettano le loro priorità Esg. Questa categoria di consu-

lenti si differenzia dagli altri anche per una formazione specifica in tema di sostenibilità».

Come è nata questa idea di costituire una sorta di rete dedicata all'Esg? Quanto e quale lavoro c'è stato per portare sul campo questo gruppo?

«Cinque anni fa Banca Generali è stata tra le prime a credere in un modello d'offerta dedicato agli obiettivi dell'agenda 2030 dell'Onu e ha sviluppato una piattaforma proprietaria, insieme alla società MainStreet, in grado di quantificare l'impatto reale che le scelte e gli investimenti possono avere concretamente



nelle sfide ambientali e sociali del futuro. La forte attenzione al tema, arrivata non solo dalla clientela, ma in primis dai banker, ha spinto la banca a provare a dare forma in maniera più composita anche alle modalità di interazione, formazione e dialogo, decidendo di avviare un progetto vero e proprio e creando un marchio, "Sustainable Advisor", che rappresenta l'eccellenza e la professionalità in questo ambito».

Come sono stati formati?

«Il requisito per entrare a fare parte della categoria è essere dotati di una certificazione Efpa Esg, oltre ad avere un'elevata incidenza di prodotti Esg sulle masse e utilizzare i tool digitali messi a disposizione dalla banca, in grado di

guidare il consulente nella migliore costruzione dei portafogli sostenibili anche attraverso simulazioni e funzionalità avanzate. Dunque questi banker hanno già una formazione di base che prosegue una volta entrati a fare parte della categoria: la banca offre, infatti, un pacchetto di corsi ed eventi, sessioni di networking e convention lungo tutto l'arco dell'anno. Al termine del periodo è previsto "L'Esg Advisory Day", una giornata interamente dedicata a sigillare i frutti del percorso».

C'è stata di recente la prima convention dei sustainable advisor. Quali contributi ha portato? Il Manifesto che è stato prodotto quali valori ha aggiunto?

«Si è trattato di due giorni di approfondimento e networking dedicati proprio alla sostenibilità e al lavoro di queste figure sempre più centrali, visti i target posti dall'Unione Europea con l'Agenda Onu al 2030, le elezioni americane alle porte e il contesto in evoluzione che vede una normativa stringente e in divenire. L'evento, ricco di interventi e tavole rotonde tenute da esperti della materia, esponenti di associazioni, osservatori specializzati, imprenditori e mondo accademico è stato impreziosito dalla creazione di un vero e proprio Manifesto: una sorta di costituzione stilata dai consulenti e volta a delineare non solo l'identità, ma anche i principi, gli obiettivi e l'intero percorso».

I clienti come hanno preso questa novità? Si può affermare che è stato un successo commerciale che ha portato nuove masse in gestione? O si tratta di una semina per il futuro?

«Questa novità è stata introdotta come conseguenza di un'attenzione concreta che la banca ha riscontrato da parte di una buona fascia di clientela verso la sostenibilità. Dunque, è stata accolta positivamente dai clienti come capacità di intercettare un bisogno. I risultati sono concreti. Al 30 giugno la private bank ha registrato un risultato della componente investita in prodotti dedicati alla sostenibilità (Esg) pari al 43,1% delle soluzioni gestite complessive, in miglioramento di 5,5 punti percentuali rispetto alla fine del 2023. L'impegno quotidiano nell'offrire soluzioni green si traduce in un numero ben preciso: quasi 20 miliardi di euro di Aum Esg. Da segnalare che, non solo i clienti più giovani, ma anche i baby boomer hanno risposto con interesse».

Ultimamente, la sostenibilità, che era un valore condiviso da tutti fino a poco tempo fa, ha avuto pesanti critiche e anche forti rifiuti. Questa sorta di ribellione ha evidenziato conseguenze tangibili per il vostro progetto?

«Certamente la sostenibilità come tema è stato strumentalizzato alimentando un dibattito politico in certi casi divisivo.

Un manifesto per convinti sustainable advisor

Certamente ai sustainable advisor di Banca Generali non manca la convinzione. Nel Manifesto che rappresenta la loro visione del lavoro e soprattutto della vita, nel capitolo intitolato “Chi siamo”, si afferma testualmente: «Noi siamo quelli dalla parte del futuro: abbiamo a cuore il nostro pianeta e i suoi abitanti. Siamo i primi a tracciare una strada che andrà lontano e molti potranno unirsi in questo cammino. Siamo un ponte tra il presente e il futuro della Banca». Sempre nello stesso capitolo non mancano altre affermazioni altrettanto impegnative: «Siamo un nucleo che si allarga e che porta fuori una visione. Vogliamo diventare una squadra, che si muove all'unisono senza lasciare nessuno indietro. È importante portare la sostenibilità, in senso ampio, nel mondo. Quello che ci muove è vedere un futuro migliore e attivarci per renderlo possibile. Se fossimo uguali non servirebbe trovarci qui. Nel riconoscerci diversi siamo aperti a trovare altre soluzioni, avanzando insieme. Abbiamo il desiderio di lasciarci contaminare dai punti di vista, ascoltandoci gli uni con gli altri per sottolineare la nostra eterogeneità».

Affermazioni altrettanto importanti nel capitolo “Cosa vogliamo essere”. «Siamo una risorsa preziosa e un investimento in credibilità. Siamo un riferimento per i colleghi, per i clienti e per i competitor». E ancora: «Per i colleghi siamo ambasciatori di una missione. Ognuno di noi si chiede “perché sono qui” e agisce con coerenza. Valorizziamo l'unicità della nostra squadra e riconosciamo il contributo di ciascuno. Altri colleghi si uniranno a noi in questo viaggio». Ovviamente con una visione di questo tipo l'impegno non si limita all'ambiente della banca e dei colleghi, ma va molto oltre, a una visione del mondo complessiva. «Tutto ciò che un uomo è capace di immaginare, un altro uomo sarà capace di realizzare. Abbiamo la visione di un mondo che accetti e integri le differenze e che costruisca il presente con gli occhi di un bambino. Viviamo con impegno la nostra Missione per rendere tutto ciò realtà. Siamo semi di futuro e la sostenibilità è una ineludibile sfida, ha un prima e un dopo e in mezzo c'è un passaggio velocissimo che è adesso».

E non manca un capitolo è dedicato ai valori. «Ciascuno è una goccia, ma tante gocce scalfiscono la roccia. Se la sostenibilità è il seme del futuro, siamo il buon coltivatore che coltiva la sua pianta, con i migliori mezzi a disposizione, per farla crescere forte e duratura nel tempo. La rivoluzione verso il futuro comincia dalle piccole cose. Abbiamo scelto di agire perché ci crediamo. Desideriamo trasmettere a tutti i nostri interlocutori la sostenibilità con un messaggio continuo di sviluppo, che educi e guidi, senza dimenticare il lavoro che svolgiamo. Abbiamo scelto di intraprendere questo viaggio. Tra noi, c'è unione e condivisione di intenti, perché i gesti quotidiani di un numero crescente di persone risuonino con il nostro scopo. Sta a noi dimostrare l'impatto del nostro operato sul futuro di tutti».

E infine, a conclusione del Manifesto, una serie di affermazioni sempre più impegnative. «Noi siamo quelli dalla parte del futuro e stiamo capendo quanto sia utile agire, per chi verrà domani. Aperti al cambiamento, alle idee innovative e alle diverse prospettive, siamo quelli che vogliono costruire assieme ai clienti un futuro sostenibile con impegno, curiosità, passione, responsabilità e condivisione. Siamo un gruppo di persone che ha a cuore il nostro pianeta e i suoi abitanti. Ci anima la convinzione che ciascuno “possa fare la propria parte”, ogni contributo sarà importante per migliorare e cambiare la situazione in cui siamo ora, portando le persone verso una nuova coscienza della sostenibilità. La rivoluzione verso il futuro comincia anche dalle piccole cose, dalla finanza, dai risparmi, da quello che “posso fare” e dall'approccio della banca. Tutti abbiamo una parte da giocare, una responsabilità da esaltare: siamo i primi a tracciare una strada che vuole andare lontano con lo scopo di essere una voce di riflessione per altri che verranno. Aspiriamo a trasmettere a tutti i nostri interlocutori, la sostenibilità con un messaggio continuo di sviluppo, che educi e guidi, senza mai dimenticare il lavoro che svolgiamo».

E ancora: «Agiamo giorno per giorno guardando un po' più avanti alla ricerca di nuove intuizioni e soluzioni. Facciamo del nostro meglio con quello che abbiamo a disposizione. L'ambiente, il contesto e la banca ci mettono a disposizione strumenti potenti ai quali aggiungiamo grande forza e volontà per superare ostacoli, pregiudizi e reticenze. Ci guida la consapevolezza di conoscere i nostri punti forti e quelli da migliorare; solo così impariamo a mutare come mutano le foglie per cambiare punto di vista con lucidità e umiltà. Questo ci aiuterà a “rifiore” ogni volta. Tra noi c'è unione e condivisione di intenti. Abbiamo fatto il manifesto condividendo e allargando il nostro messaggio nel modo più ampio possibile, perché i gesti quotidiani di un numero crescente di persone risuonino con il nostro scopo. I colleghi che amplificheranno il nostro messaggio lo renderanno migliore e più concreto e i clienti davanti alla nostra onestà e trasparenza faranno cadere resistenze e alibi, guardando con occhi più responsabili alle nuove generazioni che verranno».

No, non ha avuto nessuna ripercussione sul progetto che è “on track”, perché, al di là dell'aspetto etico, la sostenibilità, in termini di investimento, presenta, a parità di contesto, minori fattori di rischio rispetto agli investimenti tradizionali, grazie alla particolare analisi e attenzione riservata proprio ai fattori di rischio, come per esempio quello climatico. Banca Generali continua, dunque, a investire per dare il suo contributo al raggiungimento degli obiettivi dell'Agenda Onu 2030, che sono sempre più impellenti».

Un cliente che ha un consulente non sustainable, ma vorrebbe investire in asset sostenibili, come si comporta? Viceversa, un cliente che non ha alcun interesse per la sostenibilità, ma si trova l'advisor dedicato a questo tema, come si rapporta?

«I sustainable advisor sono stati scelti anche per l'elevata incidenza di prodotti Esg sulle masse, ma non hanno nessun obbligo in merito e continuano a svolgere l'attività di consulenza a 360 gradi,

privilegiando strumenti di finanza sostenibile, ma lasciando al cliente totale facoltà di scelta. Dunque, essere seguiti da un sustainable advisor non preclude la possibilità di investire in prodotti diversi. Lo stesso principio è applicabile al contrario: un consulente finanziario che non appartiene alla categoria dei sustainable advisor ha totale facoltà di assecondare il cliente nelle sue scelte di investimento green e la banca mette a disposizione di tutti gli strumenti per farlo».

Una community sempre più ampia

a cura di Arianna Cavigioli

Qual è il bilancio degli ultimi 12 mesi?

«È stato un anno importante nel quale abbiamo ampliato ulteriormente la community Efpa Italia, sia nel numero di certificazioni complessive, sia di iscritti netti. A oggi sono oltre 13.300 le certificazioni rilasciate e più di 11.500 i singoli soggetti certificati. In questo ultimo anno abbiamo anche avviato una nuova certificazione in ambito assicurativo, l'Eis (European insurance specialist), aperta sia ai Cf, sia agli agenti assicurativi. Siamo fieri di essere i primi tra le affiliate Efpa ad averla introdotta. La Fondazione è così campo di sperimentazione dove studiare, lanciare sul mercato e verificare i risultati di una nuova area, per poi trasferire l'esperienza a livello europeo. In questo ambito si inserisce anche il tema dell'accesso alla certificazione Efp, il livello più elevato tra quelli Efpa, essendo caratterizzato da un programma formativo molto articolato di 40 giornate. Per incoraggiare i professionisti al conseguimento, abbiamo introdotto un percorso formativo per "blocchi" di certificazioni monotematiche, in materia di protezione del patrimonio, corporate finance, private market, pianificazione finanziaria e successoria, che nel loro insieme consentiranno, una volta superati i relativi esami, di accedere alla prova finale (la discussione orale di un caso pratico). Tutto ciò consentirà a chi lo vorrà di suddividere in più step e su un maggiore arco temporale lo sforzo formativo propedeutico all'Efp. Inoltre, tre delle cinque nuove certificazioni possono essere conseguite indipendentemente dal percorso Efp e si configurano come veri e propri attestati autonomi, aperti a tutti i profes-

sionisti del settore che vogliono qualificarsi su specifici argomenti. È una novità molto importante, che troverà applicazione tra la fine del 2024 e il 2025 e che ancora una volta Efpa Italia ha saputo sviluppare e applicare, in via sperimentale, per prima a livello europeo. Abbiamo saputo cogliere i segnali degli operatori del settore, per una formula che si adattasse alle esigenze della vita professionale e al contesto attuale nel quale si va sempre più verso la specializzazione degli operatori della consulenza finanziaria».

Quale sarà il tema dominante dell'Efpa Italia Meeting 2024, il 3 e 4 ottobre a Firenze?

"Vysiat. Finanza tra realtà e profezia" è il titolo di questa edizione, che svilupperà il tema della finanza comportamentale, con il concetto "What You See Is All There Is", teorizzato da Daniel Kahneman. Nella scelta dei contenuti poniamo sempre molta attenzione a ciò che il mercato richiede in termini di competenze, per supportare e stimolare i professionisti nella relazione con il cliente. Oggi la finanza cognitiva si pone a nostro avviso come una disciplina sostanziale nel servizio di consulenza finanziaria, se pensiamo anche al ruolo cruciale che riveste la comunicazione. In questo senso, l'insegnamento di Kahneman è particolarmente rilevante, perché incentiva il ragionamento ad ampio raggio, mentre per limiti cognitivi si tende spesso a mantenere una visione limitata. L'esigenza di pensare in un'ottica di "framing" ampio è cruciale nel contesto storico-sociale attuale, se consideriamo la mole di informazioni disponibili e il modo in cui ci vengono presentate che condiziona in negativo il percepito dell'inve-



FIorenZO BORTOLATO
segretario generale
Efpa Italia

store, con il rischio di ridurre ulteriormente la prospettiva di ragionamento. Al meeting approfondiremo le opportunità della finanza comportamentale nel bagaglio conoscitivo di un professionista del risparmio qualificato con esperti del settore, illustri esponenti del risparmio gestito e non solo. Il programma completo è su www.efpa-italia.it».

Quali sono i vostri principali programmi per il prossimo anno?

«Restiamo focalizzati sull'individuazione delle nuove esigenze del mercato e dei professionisti finanziari. Continueremo a lavorare sulle certificazioni specialistiche per arricchire il mosaico di competenze tecniche a disposizione dei professionisti e adattarci alle esigenze conoscitive multidisciplinari richieste agli operatori del risparmio gestito. Va in questa direzione la presentazione al mercato di altri quattro nuovi certificati specialistici, su intelligenza artificiale, previdenza, finanza comportamentale, investimenti alternativi e l'introduzione del livello "Expert" della certificazione Esg (lanciata nel 2021 e con circa 6 mila certificazioni rilasciate a oggi). Le prime sessioni d'esame saranno nel 2025. È nostra intenzione anche aprirci ancora di più alla categoria dei Cf autonomi e il recente ingresso nel Comitato Scientifico di Efpa Italia di Massimo Scolari, presidente di Ascofind, è un passo importante in questa direzione. Anche il prossimo anno ci impegneremo poi a fare conoscere sempre più al grande pubblico la Fondazione e i suoi certificati, per continuare ad accrescere nei risparmiatori la consapevolezza di affidarsi a professionisti le cui conoscenze e competenze sono certificate da un ente indipendente e di livello europeo».

FONDI&SICAV

conoscere per investire al meglio

ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER

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

www.fondiesicav.it

seguici



Algebris compie 18 anni

La vostra fiducia ci rende orgogliosi.
In più di 145.000, in 40 Paesi, ci avete
affidato la gestione di €25 miliardi.
Ogni giorno, investiamo non solo
i vostri, ma anche i nostri risparmi
con grande responsabilità.

Grazie



Il valore di mercato dell'insieme dei fondi gestiti ("Asset under management" o "AUM") si basa sull'AUM di quattordici fondi (OICVM e FIA) e di diversi mandati di gestione individuale di portafogli, e ricomprende anche l'impegno al versamento delle quote sottoscritte ("commitment") da parte degli investitori. Fonte: Algebris Investments, dati al 30/06/2024. I termini "voi" e "vostri" fanno riferimento ai sottoscrittori dei fondi gestiti da Algebris Investments residenti in giurisdizioni ove la commercializzazione, distribuzione, offerta e/o collocamento dei suddetti fondi è stata autorizzata dall'autorità di vigilanza competente (i "Paesi"). I valori indicati sono stati calcolati da Algebris Investments sulla base sia dei dati a disposizione che di quelli forniti dai distributori incaricati. Fonte: Algebris Investments, BNP Paribas Fund Administration Services (Ireland) Limited, Citco Fund Services (Luxembourg) S.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Allfunds Bank, S.A.U. Succursale di Milano, CACEIS Bank Italy Branch, Société Générale Securities Services S.p.A, dati al 30/06/2024. Algebris Investments (Ireland) Limited è una Società di Gestione del Risparmio Comunitaria regolamentata e vigilata dalla Central Bank of Ireland (numero di registrazione C433985). Sede legale sita in Dublino (Irlanda), 33 Sir John Rogerson's Quay, D02 XK09, Dublin 2. Sede secondaria di Milano sita in Corso Vittorio Emanuele II 1, 20122, Milano (MI). Codice Fiscale – P.IVA – R.I. di Milano n. 11447270965, R.E.A. n. – MI 2603108. Iscritta all'albo tenuto da Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del D.Lgs n. 58/98 al n. 156 quale Società di Gestione UE e al n. 346 quale Gestore di FIA UE. Codice Meccanografico 23107. Il Gruppo Algebris ricomprende Algebris (UK) Limited, Algebris Investments (Ireland) Limited, Algebris Investments (US) Inc., Algebris Investments (Asia) Pte Limited, Algebris Investments K.K. ed altre società non regolamentate quali società veicolo specializzate (SPV), enti che agiscono quali general partner e holdings. © 2024 Algebris Investments. Algebris Investments è il nome commerciale del Gruppo Algebris.