

# FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 17 - numero 169 - novembre 2024



LA SORPRESA DELL'AZIONARIO EMERGENTE

SCELTE D'INVESTIMENTO SU MISURA



M&CSATCHI

## PROTEGGERE IL TUO PATRIMONIO È IL NOSTRO NATURALE OBIETTIVO.

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



## FINANZA COMPORTAMENTALE NON È UN'OPZIONE di Giuseppe Riccardi

Sono diversi anni che mi interesso alla finanza comportamentale confrontandomi con alcuni dei maggiori esperti italiani di questa disciplina. Ho perciò letto con molto interesse i risultati della ricerca che Nicola Ronchetti, che intervistiamo nella sezione "Consulenti & reti", ha svolto su questo tema incontrando un ampio campione di banker e consulenti. Si tratta della maggiore indagine sulla finanza comportamentale mai realizzata in Italia e ha coinvolto oltre 5 mila professionisti e più di 9 mila investitori.

E i risultati sono decisamente interessanti, anche se in certi casi un po' contraddittori. In pratica due consulenti su tre hanno una

conoscenza della finanza comportamentale e la propongono ampiamente nel dialogo con i loro clienti. Ma quando si tratta di creare i portafogli, otto su 10 diventano timidi e preferiscono non mettere in atto i principi che hanno imparato. Ed è un peccato.

I maggiori problemi che nell'indagine sono emersi tra i risparmiatori sono due: l'avversione al rischio e l'effetto gregge. Il primo semplicemente porta le persone a non investire o, se lo fanno, a utilizzare strumenti supercollaudati e che, apparentemente, riducono il rischio al massimo. È per questo motivo che in Italia abbiamo ancora migliaia di miliardi nei conti correnti bancari a invecchiare e a perdere ogni giorno valore

reale. Quanto all'effetto gregge, per certi versi è l'opposto: è l'elemento che crea le bolle speculative. Si va dietro a una tendenza, a una moda quando ormai è conosciuta e praticata da tutti. Quando cioè sta per esaurirsi.

Ecco, visto che la finanza comportamentale riesce a incidere su questi trend, diventa semplicemente indispensabile per chi opera a contatto con la clientela. Non è più un'opzione per un professionista, ma un obbligo nei confronti dei clienti.



## AMERICA FIRST di Pinuccia Parini

Le elezioni negli Usa si sono concluse con un verdetto indiscutibile: la vittoria di Donald Trump e del Partito repubblicano. Difficile fare previsioni, ma è possibile che il risultato porterà a ulteriori cambiamenti all'interno delle alleanze americane e degli stessi mercati globali. Se sarà un'ondata di sconvolgimenti è prematuro affermarlo, perché non è detto che la retorica del 47° presidente degli Stati Uniti sarà tradotta pidisamente in politiche di governo. Tuttavia, il risultato è netto e non potrà

non avere conseguenze sulle decisioni future del Paese.

Sulla figura di Trump si è scritto e detto molto. Forse troppo. Rimangono impresse, però, le immagini di alcuni suoi sostenitori quando assaltarono Capitol Hill e il senso di incredulità che un fatto del genere fosse potuto accadere in una grande democrazia come quella americana. Sulla sconfitta del partito democratico e della sua candidata, Kamala Harris, bisognerà invece riflettere molto, perché se l'economia americana sta andando molto bene, ciò non è bastato a raccogliere il consenso necessario affinché la poltrona nello Studio ovale fosse occupata per la prima volta da una donna.

L'inflazione, l'immigrazione e le tensioni geopolitiche nel mondo sono le ragioni citate per spiegarne la débâcle, ma non va neppure dimenticata la recalcitranza del partito a scelte più coraggiose nei confronti di una presidenza (quella di Biden) che mostrava tutti i suoi limiti. Quali ricadute ci saranno per l'Europa è invece la domanda sulla quale riflettere e, ora più che mai, dare il giusto peso al Rapporto Draghi, traducendo in azioni concrete la necessità che il Vecchio continente cambi accettando una "sfida esistenziale": diventare più produttivi mantenendo i nostri valori fondamentali, ossia «la prosperità, l'equità, la libertà, la pace e la democrazia in un ambiente sostenibile».

# SOMMARIO

Numero 169  
novembre 2024  
anno 17

editore  
Giuseppe Riccardi

direttore  
Giuseppina Parini

vicedirettore  
Boris Secciani (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione  
Elisa Terenzio, Stefania Sala

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

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

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

direttore responsabile  
Alessandro Secciani

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

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

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

3	<b>EDITORIALE</b>
6	<b>GEOPOLITICA</b> Tunisia, tante speranze deluse
8	<b>OSSERVATORIO ASIA</b> Tailandia, alla ricerca di un equilibrio
10	<b>FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE</b> <i>Donatella Principe, director market and distribution strategy, Fidelity International</i> «Tanti segnali dai mercati»  <i>Sebastiano Pirro, portfolio manager, Algebris Investments</i> «Un buon valore nei titoli finanziari»
14	<b>LA SORPRESA DELL'AZIONARIO EMERGENTE</b> Una ripresa secolare
26	<b>OIL&amp;GAS</b> Compromesso in vista tra green e petrolio
30	<b>FEDERATED HERMES</b> Tante small e mid cap Usa da comprare
32	<b>FLOSSBACH VON STORCH</b> «Chi ben acquista è alla metà del profitto»
34	<b>INVESCO RACCONTA</b> Il contropiede della Fed come Italia-Germania
36	<b>LOMBARD ODIER INVESTMENT MANAGERS</b> Più in forma, più felici, più produttivi con l'Ai?
39	<b>FOCUS ALLA RICERCA DEL RENDIMENTO</b> Opportunità nelle diverse asset class
46	<b>FUTURE</b> Un futuro conversazionale in azienda
48	<b>OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE</b> La rapida crescita dell'auto elettrica
51	<b>OSSERVATORIO RISCHIO</b> «Ai, dobbiamo essere i piloti delle nostre menti»
54	<b>OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA</b> Tradurre l'abbondanza in conoscenza»
56	<b>BANCA GENERALI</b> Gestioni patrimoniali su misura
57	<b>FAIROAKS</b> Parte il primo Etf attivo di Clo AAA
58	<b>LA FINANZA E LA LEGGE</b> Uniformata l'attività di concessione dei prestiti dei fia
61	<b>CONSULENTI&amp;RETI</b> <b>Nicola Ronchetti</b>
67	<b>INCHIESTA</b> Non sempre i clienti ci stanno





## Sfrutta il vantaggio competitivo

Immagina di avere la libertà di concentrarti sulla performance, ovunque ti porti il percorso.

**CT (Lux) Global Focus:** una soluzione azionaria globale a gestione attiva, che investe in diverse regioni, settori e capitalizzazioni di mercato per raggiungere rendimenti sostenibili ed elevati e una crescita superiore alla media.

Grazie alla collaborazione globale e a una selezione dei titoli priva di vincoli, il fondo predilige società di qualità con vantaggi competitivi duraturi. Il risultato? Un portafoglio concentrato che racchiude le migliori idee delle economie sviluppate ed emergenti.

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



### Rischi di cui tenere conto

Il fondo è esposto a una serie di rischi derivanti dai titoli in cui investe e dalle tecniche che adotta per conseguire il suo obiettivo. Il fondo è esposto ai rischi associati all'investimento in azioni, alla concentrazione del portafoglio e alle valute, per conoscere i rischi addizionali consulta il prospetto.

**Informazioni importanti:** Columbia Threadneedle (Lux) I è una società di investimento con sede in Lussemburgo a capitale variabile ("SICAV"), gestita da Threadneedle Management Luxembourg S.A. Questo materiale non deve essere considerato un'offerta, una sollecitazione, una consulenza o una raccomandazione di investimento. La presente comunicazione è valida alla data di pubblicazione e può essere soggetta a modifiche senza preavviso. Le informazioni provenienti da fonti esterne sono considerate affidabili ma non vi è alcuna garanzia sulla loro accuratezza o completezza. L'attuale Prospetto informativo della SICAV, il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KID) il Documento contenente le informazioni chiave e la sintesi dei diritti degli investitori sono disponibili in inglese e/o in italiano (ove applicabile) presso la Società di gestione Threadneedle Management Luxembourg SA, International Financial Data Services (Luxembourg) SA, il tuo consulente finanziario e/o sul nostro sito web [www.columbiathreadneedle.it](http://www.columbiathreadneedle.it). Threadneedle Management Luxembourg S.A. può decidere di porre fine agli accordi presi per la commercializzazione della SICAV. Emesso da Threadneedle Management Luxembourg S.A. iscritta al Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), con numero di registrazione B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Lussemburgo. Granducato di Lussemburgo. **Columbia Threadneedle Investments è il marchio globale del gruppo di società Columbia e Threadneedle.**

CTEA6868874.1 | WF2400865 (08/24)

# Tunisia, tante speranze deluse

a cura di **Mark William Lowe**

Dopo un primo mandato tumultuoso, il 6 ottobre 2024 il presidente tunisino Kais Saïed ha iniziato un secondo incarico. Ha ottenuto il 90,7% dei voti, con un'affluenza alle urne solo del 27,7% degli aventi diritto a determinare il futuro della Tunisia. La bassa affluenza offre un'idea del malcontento della popolazione che, dopo la primavera araba, non sperava di certo che ritornasse un regime autoritario. I critici di Saïed lo accusano di avere trascorso i suoi primi cinque anni al vertice del Paese smantellando costantemente le istituzioni democratiche, instillando una cultura della paura e facendo poco per affrontare le questioni che stanno più a cuore ai tunisini.

Saïed è salito al potere nel 2019, nella seconda elezione dopo le proteste della primavera araba che hanno portato alla destituzione dell'ex-uomo forte Ben Ali, a capo del governo da oltre due decenni. La prima campagna presidenziale di Saïed si è basata su un messaggio populista di eliminazione del clientelismo e di restituzione del potere al popolo, un concetto che ha riscosso consenso tra un elettorato stanco di anni di governo malfunzionante. Tuttavia, con una mossa che l'opposizione ha definito un colpo di stato, due anni dopo Saïed ha sospeso il parlamento, ha riscritto la costituzione del Paese nordafricano, ha aumentato i poteri presidenziali e ridotto quelli legislativi. È stato il primo atto della rivoluzione del presidente.

## «CONTINUA LA RIVOLUZIONE»

I suoi primi commenti alla televisione di stato, dopo che gli exit poll avevano previsto la

sua vittoria, sono stati: «Questa è una continuazione della rivoluzione». Facendo eco alle promesse fatte al momento della sua elezione nel 2019, Saïed ha aggiunto che «costruiremo e ripuliremo il Paese dai corrotti, dai traditori e dai co-spiratori». Rafforzando ulteriormente il concetto di cambiamento radicale, durante il suo discorso inaugurale davanti al parlamento, ha invocato una «rivoluzione culturale» volta a combattere il terrorismo, ridurre la disoccupazione e cancellare la corruzione, aggiungendo che «l'obiettivo

è costruire un paese in cui tutti possano vivere dignitosamente».

Fino a poco tempo fa questo Paese veniva salutato come l'unica storia di successo della Primavera araba. Mentre colpi di stato, controrivoluzioni e guerre civili sconvolgevano la regione, la Tunisia ha abbracciato il compromesso politico ed è andata avanti con una nuova costituzione democratica. Purtroppo, però, i nuovi leader non sono stati in grado di risolvere la critica situazione economica, hanno lottato per eliminare gli episodi di violenza e terrorismo e, infine, hanno dedicato più tempo e sforzi alle lotte politiche che hanno aperto la porta all'ascesa al potere di Saïed. Al momento della vittoria del suo primo mandato nel 2019, Saïed promise di inaugurare una «Nuova

Tunisia», in cui maggiori poteri sarebbero stati conferiti ai giovani e ai governi locali. Non ci è voluto molto perché l'elettorato cominciasse a dubitare delle sue promesse di trasformare la nazione. Con un'affluenza

**Il 6 ottobre 2024  
il presidente tunisino Kais Saïed ha  
iniziato un secondo mandato. Pur avendo  
ottenuto il 90,7% dei voti, l'affluenza  
alle urne è stata solo del 27,7% degli  
aventi diritto a determinare  
il futuro del Paese**

di appena il 27,7% alle elezioni di ottobre, il livello di apatia politica diffusa è facile da calcolare.

## L'URGENZA DELL'ECONOMIA

Mentre l'elettorato ha perso fiducia nelle promesse di una «Nuova Tunisia», costruita intorno all'attuazione di solide basi democratiche, la questione più urgente per la maggior parte degli elettori è la situazione economica. I problemi irrisolti sono al centro del malcontento degli elettori e, mentre Saïed si appresta a iniziare il suo secondo mandato, si trova davanti a una popolazione sempre più ostile che si spazientisce di fronte alla sua incapacità di affrontare le numerose e complesse sfide economiche del Paese. Secondo un recen-



te sondaggio condotto dal Barometro Arabo, contrariamente alle priorità di Saïed, circa il 40% dei tunisini considera lo sviluppo economico come la più grande sfida da affrontare, mentre solo il 28% condivide l'idea del presidente che la corruzione sia uno dei principali problemi da risolvere. Ma, nonostante meno della metà degli intervistati abbia dichiarato che lo sviluppo è la sfida più grande, l'85% ha affermato che l'attuale contesto economico è molto grave. La maggior parte degli indicatori economici è in linea con questa percezione e alcuni indicano che la situazione attuale è la stessa, se non peggiore, di quando Saïed è entrato in carica.

In realtà, negli ultimi anni l'economia tunisina ha registrato un leggero miglioramento, ma la crescita è stata estremamente limitata ed è urgente che vengano implementate diverse riforme strutturali. Nell'edizione di quest'anno del World Economic Outlook, il Fondo Monetario Internazionale (Fmi) prevede un Pil in aumento di appena l'1,6% nel 2024 e altrettanto nel 2025. A questo livello, la crescita economica della Tunisia sarà la più bassa tra i Paesi del Nord Africa: l'Egitto dovrebbe crescere del 4,1% e l'Algeria del 3%. I dati ufficiali sulla disoccupazione indicano un rialzo a oltre il 16%, quasi lo stesso livello del 2019, quando Saïed fu eletto per la prima volta. Nello stesso periodo l'inflazione è passata dal 7,1% a quasi il 9% nel 2023, anche se il tasso finale previsto per il 2024 dovrebbe vedere una discesa al 7,4%. In ogni caso, in termini di

capacità di spesa, i tunisini non hanno visto alcun progresso dal 2019. Per migliorare la situazione economica, sono urgenti una serie di riforme e un aumento degli investimenti stranieri.

#### ASSISTENZA INTERNAZIONALE

L'economia tunisina sta attualmente affrontando sfide importanti legate alla necessità di creare posti di lavoro e sviluppare il volume degli investimenti nazionali ed esteri. Secondo Jihad Azour, direttore del Dipartimento per il Medio Oriente e l'Asia Centrale del Fondo Monetario Internazionale, prima che ciò possa avvenire, il governo tunisino deve attuare una serie di riforme strutturali. Il riferimento di Azour a queste ultime è anche legato alla negoziazione, nel 2022, di un prestito di salvataggio di quasi 2 miliardi di dollari con l'Istituzione internazionale. L'accordo non è ancora stato formalizzato, poiché il prestito era subordinato all'attuazione da parte della Tunisia di riforme volte a stabilizzare l'economia.

Da quando si sono svolti i negoziati, Saïed ha espresso una serie di riserve sulle condizioni, in particolare sul fatto che tali misure avrebbero aumentato la povertà, alimentato i disordini sociali e compromesso la sovranità della Tunisia. Nel giugno 2023, il presidente si è spinto a dichiarare che, in qualsiasi negoziato con il Fmi, le soluzioni non avrebbero dovuto avere la forma di un diktat. Il presidente ha aggiunto che le clausole proposte dal Fondo non solo avrebbero aggravato la situazione della Tunisia, ma avrebbero avu-

to un impatto negativo sull'intera regione. Mentre l'accesso al bailout rimane in uno stato di limbo, la posizione attuale di Saïed è che «il Fondo deve rivedere le sue proposte per trovare una soluzione».

#### CONCLUSIONI

La Tunisia rimane in uno stato di incertezza e le sue prospettive restano poco chiare. Senza l'assistenza esterna, il Paese continuerà ad affrontare livelli di sviluppo economico scoraggianti e ciò rappresenta un serio rischio per la stabilità sociale e politica. Se da un lato si può comprendere la riluttanza del presidente ad accettare interferenze esterne, come misure di austerità quali la riduzione della spesa pubblica e dei sussidi, che potrebbero provocare disordini sociali, dall'altro è necessario negoziare soluzioni a breve termine che richiedano un compromesso, soprattutto da parte della Tunisia.

Le relazioni con l'Occidente e le sue istituzioni si sono complicate dopo l'inversione di rotta della Tunisia rispetto alla democrazia e il ritorno a un regime autoritario. Per contrastare questa situazione, Saïed ha avviato una serie di approcci con i Brics e ha preso in considerazione le condizioni più favorevoli che potrebbero essere offerte dalla Nuova Banca di Sviluppo del blocco. Il messaggio è chiaro: se le nazioni occidentali non sono disposte ad assistere il Paese senza imporre le loro regole specifiche sui prestiti, la Tunisia ha delle alternative. Sono opzioni che includono la Cina.

# Tailandia, alla ricerca di un equilibrio

a cura di Pinuccia Parini

Secondo il Ministero delle finanze della Tailandia, nel 2025 il Pil dovrebbe crescere del 3%, sostenuto dalla spesa, dalle esportazioni, dagli investimenti e dal turismo. Il dicastero prevede che il Pil salga del 2,7% quest'anno, con un solido aumento rispetto alla modesta espansione dell'1,9% del 2023. Addirittura, nell'incontro con la stampa il ministro si è augurato che l'economia nel 2025 possa avvicinarsi al suo potenziale che è del 3,5%. In altra sede, la Banca di Tailandia ha pubblicato il Business Outlook Report sul terzo trimestre del 2024 in cui si afferma che «l'economia tailandese ha registrato una lieve espansione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, trainata dal settore turistico e da quello manifatturiero orientato all'esportazione. Tuttavia, il potere d'acquisto dei consumatori e la concorrenza del mercato hanno rappresentato una sfida per le imprese». Se si analizza il Pil tailandese in base alla composizione delle attività economiche, emerge che i servizi pesano il 40%, il manifatturiero il 30%, il commercio il 16%, l'agricoltura il 9% e l'immobiliare il 5%. Nel periodo preso in esame dall'Istituzione centrale, il settore dei servizi è cresciuto rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, grazie all'aumento del numero di turisti stranieri e tailandesi, anche se si è osservata una maggiore cautela nella spesa, soprattutto tra questi ultimi. Per quanto riguarda, invece, il comparto manifatturiero, c'è stato un leggero aumento grazie alla crescita della domanda da parte dei partner commerciali nelle attività manifatturiere orientate all'esportazione. Tuttavia, per-

mangono alcune sfide, tra le quali la lenta ripresa del potere d'acquisto dei consumatori domestici e l'elevata concorrenza dei prodotti cinesi.

## UNA STORIA DI SUCCESSO

Negli ultimi 40 anni, come sottolinea la World Bank<sup>1</sup>, la Tailandia ha compiuto notevoli progressi a livello sociale ed economico, passando da essere «un paese a basso reddito a uno a reddito medio-alto in meno di una generazione». È sicuramente una storia di successo, visto che la forte crescita economica ha permesso di ridurre sensibilmente la povertà nella nazione. Il Pil è aumentato a un tasso medio annuo del 7,5% negli anni del boom 1960-1996 e del 5% nel periodo 1999-2005, dopo la crisi finanziaria asiatica. Questa crescita, oltre a creare posti di lavoro, ha permesso un miglioramento delle condizioni di vita: «Un maggior numero di bambini riceve più anni di istruzione e praticamente tutti sono ora coperti da un'assicurazione sanitaria, mentre altre forme di sicurezza sociale si sono ampliate. Tuttavia, le prospettive di crescita derivanti dal modello guidato dalle esportazioni, che fino a non molto tempo fa ha alimentato gran parte della crescita economica della Tailandia, sembrano diminuite in modo significativo, a causa di una stagnazione della produttività». Tutto ciò

a causa del calo della produttività totale dei fattori, della discesa degli investimenti privati (da oltre il 40% nel 1997 al 16,9% del Pil nel 2019), mentre i flussi di investimenti diretti esteri e la partecipazione alle catene globali del valore «hanno mostrato segni di stagnazione». In aggiunta, la pandemia ha inferto un ulteriore colpo all'economia del Paese.

## LA CATENA DI FORNITURA

In base a uno studio di Mc Kinsey<sup>2</sup>, il cambiamento delle dinamiche del commercio globale «fa del Sud-Est asiatico un polo sempre più vitale per la produzione, ma la crescita è stata diversa in tutta la regione. Le esportazioni indonesiane e vietnamite sono cresciute più rapidamente e, insieme all'aumento degli investimenti diretti esteri, questi Paesi hanno registrato più inve-

**Le prospettive di crescita derivanti dal modello guidato dalle esportazioni, che fino a non molto tempo fa ha alimentato gran parte della crescita economica della Tailandia, sembrano diminuite in modo significativo, a causa di una stagnazione della produttività**

stimenti nel settore manifatturiero e nella delocalizzazione della produzione rispetto ad altri. Di conseguenza, la loro quota delle esportazioni su alcune rotte ha raggiunto circa il 20% o più delle esportazioni totali della regione».

Il Vietnam è attualmente il più grande esportatore del Sud-Est asiatico, con una crescita dell'export da 320 miliardi di dollari nel 2019 a 440 miliardi nel 2023. L'Indonesia è passata da 180 miliardi di dollari nel 2019 a 290 nel 2023, mentre in Malesia, nello stesso periodo, le esportazioni sono migliorate da 280 miliardi a 370 nel 2023. Anche in Tailandia c'è stato un aumento da 257 miliardi a 314 miliardi di dollari nel 2023, ma non così rapido. Mc Kinsey sostiene che, comunque, «la modesta crescita della Tailandia è sostenuta dalla sua forte base manifatturiera, in particolare nei settori automobilistico ed elettronico». Tuttavia, la concorrenza dei Paesi limitrofi sta diventando più pressante e anche i tassi di crescita ne risentono. Secondo le stime del Fondo monetario internazionale, l'economia tailandese crescerà del 2,8% nel 2024 e del 3% nel 2025, mentre Indonesia, Vietnam e Malesia saliranno rispettivamente del 5%, del 6,1% e del 4,8% nel 2024 e del 5,1%, 6,1% e 4,4% nel 2025.

## LE CRITICITÀ DEL PAESE

Nonostante i progressi fatti, però, la diseguaglianza rimane elevata. Sempre in base a ciò che afferma la World Bank, nel 2021, con un coefficiente Gini del 43,3%, la Tailandia presentava ancora il più alto livello di diseguaglianza basata sul reddito nella regione Asia Pacifico, con oltre la metà della ricchezza del Paese detenuta dal 10% più ricco della popolazione. Nonostante il buon risultato, se paragonato alla regione, dello Human Capital Index, che misura le capacità di una nazione nel valorizzare il suo capitale umano, in Tailandia c'è una percentuale molto elevata di giovani e adulti le cui competenze fondamentali (alfabetizzazione, digitali e socio-emotive) sono al di sotto dei livelli soglia. Anche l'invecchiamento della popolazione porterà a un aumento delle esigenze di spesa, attraverso l'aumento dei costi delle pensioni pubbliche e dell'assistenza sanitaria, mentre la maggiore incidenza dei disastri naturali rischia di minacciare la crescita economica.

A tutto ciò si aggiunge un livello di corruzione che incide sullo sviluppo della nazione ed è disincentivante per chi decide di investirvi; soprattutto erode la fiducia degli investitori



esteri. Per queste ragioni è necessario che siano implementate politiche indirizzate a un rilancio del Paese, ammodernando le infrastrutture, che sono carenti al di fuori della capitale, e aumentando la competitività delle aziende.

## IL RITORNO DEI SHINAWATRA

Il 16 agosto la Tailandia ha eletto il primo ministro più giovane di sempre, Paetongtarn "Ing" Shinawatra, 38 anni. Figlia dell'ex premier Thaksin Shinawatra, figura egemonica e controversa della politica thailandese, Paetongtarn è alla guida del Pheu Thai (letteralmente "Per i thailandesi"), il secondo partito della Tailandia dalle elezioni del 2023. Se all'apparenza la sua nomina potrebbe essere considerata come una ventata di rinnovamento, una più attenta analisi di come è avvenuto l'arrivo al potere della nuova premier solleva non pochi punti di domanda.

La sua ascesa è arrivata subito dopo che la Corte costituzionale aveva esautorato della carica il precedente primo ministro, Srettha Thavisin, per aver attribuito un posto di prestigio all'interno del suo esecutivo a Pichit Chuenban, già condannato a suo tempo per avere tentato di corrompere i membri dell'organo supremo a difesa della costituzionalità. Ma la stessa nomina del trentesimo capo del governo tailandese era stata alquan-

to discutibile, risultato di un sovvertimento del risultato delle elezioni del 2023, da cui era emerso a sorpresa come primo partito il Move Forward guidato da Pita Limjaroenrat. La vittoria avrebbe dovuto concedere a quest'ultimo la guida dell'esecutivo (risultato di una coalizione tra Pheu Thai, Moving Forward e altri sei partiti minori), ma la Corte costituzionale, a fronte di due esposti contro di lui e il suo partito, congelò il suo ruolo lasciando spazio alla formazione di una nuova coalizione tra il Pheu Thai e l'opposizione. Il 24 gennaio 2024, la stessa Corte costituzionale ha scagionato Pita dalle accuse, ma il 7 agosto 2024, dopo avere deciso lo scioglimento del Move Forward Party, lo ha bandito dalla politica, insieme ad altri dirigenti del partito, per 10 anni. Quanto avvenuto è lo specchio di un sistema recalcitrante al cambiamento degli equilibri politici, che si avvale di una base dove si cementano gli interessi della famiglia reale e dei militari. Il ritorno dei Shinawatra, con la fine dell'esilio di Thaksin, perdonato dal re, apre nuovi scenari nel Paese, che ha bisogno di trovare stabilità, ma anche di vedere rilanciata la propria economia.

1. <https://www.worldbank.org/en/country/thailand/overview>  
2. <https://www.mckinsey.com/industries/travel-logistics-and-infrastructure/our-insights/diversifying-global-supply-chains-opportunities-in-southeast-asia##>

**DONATELLA PRINCIPE**

DIRECTOR MARKET AND DISTRIBUTION STRATEGY,  
FIDELITY INTERNATIONAL

# Tanti segnali dai mercati

a cura di Pinuccia Parini

**I mercati finanziari continuano la loro corsa al rialzo, nonostante le incertezze e un contesto politico e geopolitico che diventa sempre più complesso. Che cosa sta succedendo?**

«Ci sono due osservazioni che vorrei fare in merito. La prima è che quanto successo negli ultimi 10 anni ha cambiato le regole del gioco e il mercato è ancora alla ricerca di un equilibrio. Tutto ciò che veniva dato per scontato oggi ha smesso di essere tale e non necessariamente le relazioni del passato rimangono valide nel presente. La seconda riflessione è che gli investitori tendono ad avere una visione deterministica, con un rapporto di causa ed effetto che è dato per scontato. Ad esempio, il fatto che gli indici salgano, nonostante le guerre, può fare pensare che alle borse la ge-

opolitica non interessa, ma dal 2022, quando ci fu l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, si è assistito a una ripresa dell'inflazione e a una violenta e repentina stretta monetaria. Le obbligazioni sono collassate, perdendo più dei mercati azionari, e il settore della difesa americano è oggi ai massimi. Quando le piazze finanziarie hanno ripreso i loro corsi al rialzo, lo hanno fatto già incorporando il prezzo per il rischio legato a fattori geopolitici. Non va poi trascurato che ci sono altri modi nei quali i mercati esprimono le loro view ed eventuali preoccupazioni. E, da questo punto di vista, non è un caso che l'oro abbia toccato i nuovi massimi storici assoluti: è il riverbero di uno scenario caratterizzato da rischi geopolitici».

**È la fuga verso un bene rifugio?**



«Direi che incorpora la volontà di diversificare fuori dal dollaro, la divisa di un paese con un indebitamento crescente, e, indirettamente coinvolto nei conflitti in corso. Ma non c'è solo questo aspetto. Se si guardano i flussi sul metallo giallo, si può notare che, sino allo scorso settembre, i fondi Etf sulle materie prime preziose sono stati venduti. Allora perché l'oro ha continuato a salire? Per gli acquisti delle banche centrali che lo comprano a causa del rischio geopolitico. Si è creata una situazione di sfiducia reciproca tra i paesi. La decisione drammatica degli Stati Uniti di congelare le riserve monetarie in dollari della Russia ha poi allarmato tutte le nazioni emergenti, perché, se l'America applica una visione manichea del mondo, c'è la possibilità che un paese si possa trovare a sua volta sanzionato allo stesso modo e, di conseguenza, sia impossibilitato ad accedere alle proprie riserve in valuta statunitense. Ma la volontà di diversificazione, di cui l'oro ha beneficiato, non è una tendenza recente: negli ultimi 10 anni le riserve in dollari presso le istituzioni centrali sono scese dal 66% al 58%».

#### **Ma i mercati azionari continuano a salire...**

«Si è non stupisce in un contesto nel quale dall'America alla Cina e all'Eurozona il focus dei policy maker si è esplicitamente spostato sulla crescita. Peraltro, l'attuale rally dell'azionario resta ancora un baby-rally».

#### **È preoccupata per il contesto macroeconomico?**

«Non intravedo particolari criticità. Vanno bene i consumi, che sono il motore della crescita, e le politiche fiscali e monetarie globali rimangono espansive. L'economia mondiale cresce soprattutto grazie ai paesi emergenti, in particolare all'Asia e, di conseguenza, alla Cina. Il Pil europeo è previsto sotto potenziale e, a dire la verità, anche il moltiplicatore del debito americano è negativo. Bisogna rimarcare, inoltre, che, mentre i consumi crescono, il settore manifatturiero soffre nelle economie avanzate».

#### **A proposito di crescita, qual è la sua lettura delle recenti misure annunciate dal governo cinese?**

«La Cina continua a crescere e, anche di recente, il governo ha confermato l'obiettivo del 5% per il Pil, grazie ai manufatti che esporta. Nel 2015 il Paese ha lanciato il progetto Made in China 2025 per diventare la fabbrica

manifatturiera avanzata del mondo e già oggi questo target è stato raggiunto con un anno in anticipo. Ciò che manca all'attività economica sono i consumi, che crescono, ma non brillano: le famiglie preferiscono ripagare i loro debiti o risparmiare. Non c'è, da questo punto di vista, un problema di liquidità, bensì di fiducia che è il 15% più bassa di quanto non fosse durante la crisi asiatica nel 1998. Ma perché, come tanti chiedono, la Cina non utilizza alcun bazooka per stimolare i consumi? Perché non vuole usare la leva finanziaria, ma ciò non significa che non vengano adottate misure che possano sortire lo stesso effetto: è dal 2022 che vengono lanciati pacchetti monetari espansivi in controtendenza rispetto alla stretta globale. La cosa fondamentale è che avvenga la stabilizzazione del mercato immobiliare. Per fare sì che ciò sia realizzabile sono necessarie misure sul lato dell'offerta impossibili fino a quando a dominare il settore immobiliare saranno rimasti gli sviluppatori che hanno generato la bolla: il governo non ha fatto proprio il principio occidentale "too big to fail". In altre parole, la Cina non ha intenzione di favorire alcun azzardo morale».

#### **Si è quindi in una fase di stallo?**

«No, perché negli ultimi mesi si è assistito al fallimento di alcuni sviluppatori immobiliari, rilevati a loro volta da società pubbliche che, gradualmente, stanno portando a una razionalizzazione del mercato, con interventi anche da parte dei vari regolatori. La borsa ci ha creduto e c'è stata una ripresa dei corsi che poi si è fermata perché gli investitori chiedevano ulteriori interventi. Hanno continuato a farlo sino a poco tempo fa e Pechino ha risposto con un pacchetto di misure monetarie, fiscali e di diretto supporto al settore immobiliare, provocando un fortissimo rally dell'azionario che ha colto completamente impreparata la gran parte degli investitori che avevano smesso di guardare alla Cina. Tra le misure annunciate, c'è anche la ricapitalizzazione delle banche (1.000 miliardi di yuan), tassello fondamentale per permettere la circolazione della liquidità. Recentemente è stato raddoppiato a 4 mila miliardi di yuan il supporto al settore immobiliare tramite i governi locali. E la People Bank of China ha lanciato due schemi da 800 miliardi di yuan per sostenere il mercato azionario. Sebbene non ci siano ancora "numeri" sull'azione fiscale, le dichiarazioni del ministro delle finanze sono costruttive per tre ragioni: è stato confermato il tasso di crescita del Paese, c'è la volontà del governo di intervenire e di non essere nel panico. Penso che l'amministra-

zione abbia la forza sufficiente per ulteriori interventi».

#### **Non c'è il rischio che in Cina accada quanto avvenuto in Giappone trent'anni fa?**

«Ci sono diverse differenze di fondo. Innanzitutto le dimensioni economiche della nazione, il cui Pil è il 33% di quello mondiale, e una molteplicità dei fattori. In Giappone, negli anni '90, si è cercato di aumentare i consumi durante una deflazione causata proprio dal loro calo, senza avere altri strumenti per sostenere la crescita. In Cina è diverso. Anche qui si parla di deflazione, ma, se si analizza la componente core del Cpi, si può notare che è sempre stata positiva. Il problema è emerso a livello d'inflazione complessiva, sulla quale pesa fortemente il prezzo della carne di maiale, di cui ingenti quantità sono state immesse sul mercato facendone scendere il valore. In aggiunta, e anche in questo caso si parla di indice di prezzi al consumo complessivo, un'altra componente al ribasso è stata l'energia, sia perché Pechino compera petrolio dalla Russia (e dall'Iran) a prezzi non di mercato e in renminbi, sia perché ha diversificato le sue fonti di produzione energetica con le rinnovabili, non dipendendo così in modo massivo dall'oro nero. Questa è la storia della deflazione in Cina, dove i consumi sono saliti del 23% dal minimo del Covid. Nel frattempo, il Paese è diventato la fabbrica del mondo: se si prendono le prime cinque nazioni produttrici, il Dragone detiene il 52% del mercato, vanta un surplus commerciale con 172 stati a livello globale ed è il principale partner commerciale di oltre 120 paesi. È stata utilizzata la sovraccapacità produttiva per vincere la guerra commerciale contro Stati Uniti e Europa. L'essere in grado di generare surplus commerciale a livelli elevati permette alla nazione di incamerare sufficiente liquidità e tasso di crescita per aspettare che i consumi, attraverso il recupero della fiducia, diventino il motore dell'economia. Questa è la grande differenza con il Giappone, dove neppure i tassi a zero riuscirono a stimolare il Pil».

#### **Continuate a raccomandare la Cina?**

«Corretto, e lo facciamo per tre ragioni. La crescita della Cina si traduce in un aumento degli utili, quest'anno più del doppio della media mondiale e il triplo nel 2025. Le azioni trattano a valutazioni a forte sconto rispetto alla media storica e ai principali mercati internazionali. E, da ultimo, il livello di payout per gli azionisti, che in questi anni è raddoppiato».

**SEBASTIANO PIRRO**  
PORTFOLIO MANAGER  
ALGEBRIS INVESTMENTS

# Un buon valore nei titoli finanziari

a cura di Pinuccia Parini

**Bce e Fed hanno iniziato a ridurre i tassi d'interesse; il contesto americano, però, presenta alcune differenze rispetto a quello europeo. Quali saranno secondo lei le evoluzioni future?**

«Credo che nei paesi industrializzati i mercati tendano a essere correlati. Tuttavia, è indubbio che la situazione negli Stati Uniti e in Eurozona presenta delle diversità. Per quanto riguarda quest'ultima, la maggiore parte dell'inflazione è stata provocata da uno shock esogeno: se è vero che anche nel Vecchio continente si è assistito a un aumento della liquidità nel mercato, è stata la crisi

energetica a provocare un forte rialzo dei prezzi al consumo. Ciò nonostante, non si può ignorare che l'inasprimento della politica monetaria sia avvenuto in uno scenario dove la crescita economica era abbastanza anemica. È proprio per questa ragione che la Bce sta correndo ai ripari visto che, verosimilmente, l'inflazione scenderà sotto il 2% nell'arco dei prossimi sei-nove mesi. Da questo punto di vista, considero le aspettative del mercato e quelle della Banca centrale pressoché allineate. Aggiungerei, però, che un'eccessiva cautela della Bce nel tagliare i tassi forse potrebbe pesare sulla ripresa dell'economia».



## **Quindi non rileva alcuna discrepanza in termini di posizionamento degli investitori rispetto alle indicazioni che vengono da Francoforte?**

«No, ma ritengo ci sia un vizio di fondo da parte degli operatori di mercato. Probabilmente abituati a un decennio di tassi vicini allo zero, sono forse troppo fiduciosi che si possa ritornare a una simile situazione: è un'aspettativa fallace, dal mio punto di vista, visto che per guadagnare competitività e indipendenza energetica l'Europa dovrà fare investimenti che avranno degli impatti sul costo del denaro e sulla dinamica dei prezzi. Mi aspetterei, di conseguenza, una Bce che ciclicamente, in base ai diversi orizzonti temporali, sia chiamata a contenere un'inflazione che potrà salire sopra il 2%».

## **Negli Stati Uniti la situazione è molto diversa?**

«Direi che è più complessa. L'economia americana cresce a un tasso intorno al 4%-5% nominale, in un contesto di politiche fiscali fortemente espansive, a fronte di un disavanzo pubblico che già nel 2023 è arrivato al 7%. Considero tale livello elevato e potenzialmente problematico, foriero di squilibri che prima o poi potrebbero materializzarsi. In questo contesto, le recenti elezioni americane rischiano di acuire il problema, perché con il Congresso nelle mani del partito repubblicano, Trump è potenzialmente libero di portare avanti i piani di spesa, annunciati in campagna elettorale, senza opposizione. Le politiche attese dal futuro presidente su tasse e deregolamentazione, insieme alle misure su accordi commerciali e immigrazione, rischiano di alimentare le aspettative inflative e portare la Fed a rivedere la propria forward guidance, con il possibile risultato che la politica monetaria venga invertita. Per queste ragioni, penso che il mercato stia già scontando molto, se non troppo, i prossimi tagli dei tassi».

## **All'interno del quadro da lei delineato, come si dovrebbe porre un investitore?**

«Dovrebbe cercare gli ambiti del mercato che mostrano valore e le cui valuta-

zioni sono attrattive. Credo che i titoli finanziari presentino queste caratteristiche. Prendiamo il caso dell'Unione Europea. Tradizionalmente il 70% del fatturato bancario proviene dall'intermediazione dei tassi d'interesse; se questi ultimi diventano negativi, come nel decennio passato, tale tipologia di business strutturalmente, in alcune sue parti, perde soldi, come nel caso della raccolta di depositi. La ragione è semplice: la banca deve mantenere una serie di servizi che hanno dei costi. Per far fronte alla diminuzione del margine d'interesse, un istituto finanziario si trova, da un alto, costretto a sviluppare una serie di attività che non sono correlate ai tassi e a tenere il più possibile il bilancio in ordine, dall'altro, tagliare i costi. Nello scenario attuale, tassi d'interesse positivi permettono agli istituti di credito di aumentare il proprio fatturato ed espandere il margine d'interesse. Io credo che, a tendere, i tassi non conosceranno la sola direzionalità ribassista, bensì i tagli si alterneranno ai rialzi. Per i prossimi dieci anni mi attendo una redditività per le banche del 70% superiore a quella registrata durante il periodo di tassi a zero o negativi».

## **Quanto da lei descritto è scontato dal mercato?**

«No, non viene preso in considerazione: le banche trattano a un P/E di 6 e pagano il 10% di dividendo. Trovo quindi l'investimento in equity bancario particolarmente degno di attenzione, così come tutta la derivata in ambito obbligazionario. Penso, però, che occorra tempo perché se ne riscopra il valore. In passato il settore finanziario era stato dominato da investitori di lungo periodo con un'ottica volta a dividendi e generazione di rendimento. Le politiche di tassi a zero hanno forzato questa tipologia di operatori fuori dal settore, con tutti i problemi che ciò ha causato. Basterebbe, a tale proposito, analizzare la compagine azionaria delle maggiori banche europee per rendersi conto che sono poche coloro che contano una presenza di azionisti continuativa nel tempo. Ed è altrettanto ovvio che ciò abbia ripercussioni sulla gestione delle società, soprattutto per quanto riguarda la lungimiranza dei business plan. Focalizzarsi sul riacquisto di azioni proprie ha di sicuro un senso

all'interno delle politiche di remunerazione degli azionisti, ma a volte può celare una mancanza di visione di gestione delle proprie attività e non è sostenibile nel lungo termine».

## **Intravede dei cambiamenti da parte degli istituti finanziari?**

«Credo che stiano emergendo alcuni elementi positivi, come la possibile offerta di UniCredit per Commerzbank: vi si può leggere una visione del futuro e la voglia di cogliere un'opportunità di sviluppo attraverso un'acquisizione che possa produrre una crescita organica e aumentare i ritorni».

## **Nell'ambito del reddito fisso, è il credito l'asset class più appetibile?**

«È il credito di qualità e, di conseguenza, mi concentrerei su un processo di bottom-up all'interno degli specifici segmenti di mercato. Penso, infatti, che i titoli di credito siano più interessanti di quelli governativi, tuttavia credo sia opportuno discriminare in base ai rischi di perdite o default degli emittenti. In altre parole, bisogna sincerarsi che questi ultimi possano operare in uno scenario di tassi più elevati, indipendentemente dal ciclo economico. Quando i tassi erano negativi, gli interessi erano talmente bassi che nessuno di essi era inadempiente; ora la situazione è differente e bisogna sincerarsi che una società sia pronta a sostenere un onere maggiore dei tassi d'interesse. Tutto ciò in un quadro di mercato che al momento offre condizioni favorevoli, nel quale le paure legate a ondate di emissioni che lo avrebbero inondato sono gradualmente rientrate».

## **Quindi anche nell'ambito del credito il comparto su cui vi focalizzate è quello finanziario?**

«Certamente, soprattutto in Europa, dove queste emissioni, data la loro maggiore complessità, non sono oggetto d'acquisto da parte di investitori privati; inoltre, sono stati anche esclusi dalle politiche di quantitative easing e quindi, tutto sommato, costituiscono un'opportunità d'investimento meno "crowded" (affollata), sostenuta da valutazioni attrattive».

**LA SORPRESA DELL'AZIONARIO EMERGENTE**

# Una ripresa secolare

di Boris Secciani



**Si sta assistendo a una ripresa dei mercati azionari emergenti, anche se il contesto macroeconomico è ancora incerto. A ciò si aggiunge la persistenza delle tensioni a livello geopolitico. Nonostante questo scenario, però, l'asset class ha mostrato ulteriori segni di vitalità legati a una serie di misure di stimolo annunciate da Pechino che hanno ridato smalto ai corsi dei titoli cinesi. A tutto ciò si è aggiunta una forte performance dei paesi Asean e un rinnovato interesse per aree che erano state eliminate dai radar degli investitori. Insomma, c'è una serie di elementi che fa pensare all'emersione di un bull market secolare per quest'ampia area d'investimento**

Giunti ormai agli ultimi mesi di questo 2024, è interessante tornare sull'asset class che più ha stupito quest'anno, ossia l'azionario dei paesi emergenti. Infatti, all'interno di questo variegato gruppo, si sta assistendo per la prima volta da molti anni a questa parte a una ripresa organica: a fine settembre 2024 si registrava un rialzo complessivo del +16,9% dell'indice Msci Em in dollari a fronte di +18,8% da parte dell'Msci World. Se si fa mente locale su alcuni elementi che ancora caratterizzano i mercati finanziari attuali, questi numeri sfiorano il miracoloso.

Il ciclo globale è piuttosto debole, anche se gli Stati Uniti hanno rispreso ad abbassare i tassi come, del resto, si riteneva scontato solo poche settimane fa, mentre lo scenario geopolitico rimane estremamente teso.

## LA SCELTA PRINCIPE

A funzionare, all'interno dei listini emergenti, sono stati ancora una volta i temi che hanno costituito la leadership di questa asset class negli ultimi quattro anni. Nello specifico, le aziende indiane alla fine del terzo trimestre continuavano a configurarsi come una delle scelte principe da parte degli investitori: nei primi tre quarti del 2024 l'Msci India risultava in rialzo per un sontuoso +25,8%, sempre calcolato nella divisa statunitense. Il risultato è ancora più impressionante se si pensa alla debolezza della rupia: allo stato attuale, vi sono quattro società indiane fra le prime 10 per capitalizzazione nell'equity Em. Si tratta di un numero pari a quello cinese, un risultato che sarebbe stato impensabile fino a tre anni fa.

Dall'altra parte, l'osessione planetaria per l'intelligenza artificiale ha continuato a sostenere le quotazioni del colosso taiwanese Tsmc. Quest'ultima azione pesa per il 9% di tutto l'Msci Em, quasi il doppio rispetto alla società in seconda posizione (Tencent); questi sviluppi hanno inoltre spinto la percentuale complessiva occupata nel benchmark dalle azioni taiwanesi a circa il 17,6%. È invece impressionante notare che attualmente



la presenza della Corea del Sud, una potenza tecnologica famosa per i suoi gruppi di enormi dimensioni, si ferma al 10,4%. Non sorprende scoprire che oggi lo scarto in termini di valore borsistico fra le due realtà del Far East è ai massimi storici.

## SEGAN DI VITALITÀ

Nelle ultime settimane, però, l'asset class ha cominciato a mostrare molti altri segni di vitalità che fanno sperare in una ripresa sistematica e a tutto tondo, in linea con quanto viene previsto anche per il reddito fisso delle economie in via di sviluppo. Innanzitutto, lo scenario appare diverso per quanto riguarda la Cina. Per buona parte dell'anno, infatti, l'equity del Dragone è rimasto decisamente fragile, al di là della buona ripresa di alcuni titoli internet. Di recente, però, il varo dell'imponente pacchetto di stimoli da parte delle autorità sembra avere dato una sferzata al rialzo che sta ottenendo anche un effetto psicologico non indifferente: il tempo dirà se si è trattato di un fuoco di paglia o di una svolta vera e duratura. È interessante notare, però, che un po' tutta l'area asiatica sta vivendo una fase di ripresa dei corsi che induce a pensare all'emersione di un bull

market secolare. Ad esempio, le azioni dei cinque mercati Asean principali (Filippine, Indonesia, Malesia, Singapore, Tailandia) alla fine dello scorso settembre si trovavano in rialzo del 19,3% da inizio anno. Questa performance è stata dovuta interamente al terzo trimestre, che ha ribaltato un 2024 fino a quel momento lievemente negativo.

Qualche segnale positivo si è visto anche in Brasile, oggi forse l'economia guardata con maggiore sospetto fra i grandi player emergenti a causa della sfiducia nei confronti della classe politica al potere e all'opposizione. Infatti, anche se all'inizio dell'ultima frazione di quest'anno la performance Ytd rimaneva negativa per il -12,9%, l'Msci Brazil in dollari ha comunque mostrato +7,1% fra inizio luglio e fine settembre.

## COME È GIUSTO CHE SIA

A guidare questo generale ritorno alla propensione per il rischio sono diversi fattori tutto sommato abbastanza razionali e comprensibili. Innanzitutto, il differenziale di crescita economica nei confronti dell'Occidente continua a essere un fenomeno reale e destinato a durare a lungo, al di là di qualche singhiozzo geopolitico e della presenza di

crisi localizzate qua e là. In pratica, sono le economie in via di sviluppo le aree dove oggi si possono toccare evidenti cambiamenti nel panorama fisico delle città e negli stili di vita della popolazione, a fronte di un mondo sviluppato che lotta costantemente con la stagnazione. Il fenomeno è inquadrato in maniera piuttosto vivida da **Giorgio Fericola**, responsabile della clientela istituzionale in Italia di **State Street Global Advisors**: «In tutti i nostri meeting con i clienti interessati ai mercati emergenti riscontriamo che la prima ragione di questa attenzione è la crescita. Naturalmente, vengono menzionati altri motivi, come le basse correlazioni e le valutazioni, ma l'espansione è di gran lunga il fattore principale, che tradizionalmente ha spinto i forti rendimenti azionari nei paesi sviluppati, tanto che gli investitori sono convinti che l'incremento delle economie vada di pari passo con gli utili corporate. Dato, però, che l'Occidente sta riscontrando difficoltà in termini di demografia, di debito e di calo della crescita tendenziale, l'attività economica in questi mercati potrebbe migliorare solo a un tasso annualizzato dell'1-2% nel medio termine: si tratta di un dato piuttosto esiguo, se confrontato con la media storica e con il dinamismo dei mercati emergenti, per i quali, secondo le stime dell'Fmi, è prevista una crescita del 4,1% nel 2024. Indubbiamente, lo sviluppo degli emergenti è reale: chiunque viaggi a Shanghai, Mumbai, Doha o Dubai ha visto cambiamenti inimmaginabili nel corso degli anni. Per sfruttare il boom degli emergenti, è opportuno individuare le aziende che stanno beneficiando del forte progresso economico della regione».

## RITORNO DI CENTRALITÀ

Le parole di Fericola sono interessanti anche per come sottolineano il crescente interesse da parte della comunità degli investitori, privati e istituzionali. In pratica, ci sono chiari indizi del ritorno della centralità dello sviluppo di quattro quinti del genere umano, dopo che per anni questo elemento è passato in sordina fra Covid, riaperture, crisi energetica e delle catene di fornitura, guerre e tensioni varie fra blocchi; l'esplosione dell'intelligenza artificiale è stato un altro elemento che ha sviato l'attenzione degli investitori.

È altresì cruciale sottolineare che lo scarto di potenziale macro si sta finalmente traslando in previsioni di profitto degne di questo nome. In concreto, siamo di fronte a un'asset

# Il Dragone pesa ancora

Quanto conta ancora la Cina per l'equity e l'andamento macro dei paesi in via di sviluppo nel loro complesso? La domanda sorge spontanea, dopo anni di peana dedicati al tema dei consumi domestici e della diversificazione delle filiere. Una risposta univoca è probabilmente impossibile da dare, ma in generale l'impatto del Dragone è tuttora molto elevato, anche in termini di atteggiamento psicologico generale nei confronti del mondo al di fuori dell'Occidente. **Philipp Mettler**, cfa, Cesga ed equity portfolio manager Em & global di **Swisscanto**, ad esempio, ricorda che il recente varo degli stimoli da parte della Repubblica Popolare sta influenzando l'asset class nel suo complesso: «Sulla scia di un ciclo di allentamento globale sincrono e di una recente serie di misure di stimolo economico nella Cina continentale, all'inizio di ottobre le piazze azionarie delle economie emergenti avevano quasi raggiunto la performance dei mercati sviluppati. L'affievolirsi dell'entusiasmo degli investitori nel rincorrere ulteriormente le azioni cinesi e i risultati poco convincenti combinati con le numerose raccolte di capitali in India, nel mese in corso hanno però portato a una nuova sottoperformance degli emergenti rispetto ai paesi sviluppati. La dispersione tra il mercato migliore (Taiwan) e il peggiore dell'anno (Messico) è piuttosto significativa, con oltre il 50% (in Usd) e sottolinea i diversi fattori specifici di ciascun paese».

## APPROCCIO CAUTO

Come si può notare dalle parole di Mettler, se gli effetti delle manovre di Pechino si riveleranno evanescenti, le ricadute negative potrebbero farsi sentire anche molto lontano dal Far East. Non stupisce, dunque, trovare un approccio piuttosto cauto da parte di **Alessia Berardi**, head of emerging macro strategy di **Amundi Investment Institute**: «Siamo stati tempestati di notizie sulla Cina e aspettiamo di capire in quale modo lo stimolo influirà sui modelli di consumo interni, sull'economia reale e su altri paesi emergenti esportatori come Brasile e Messico. Per ora rimaniamo abbastanza neutrali sulle azioni cinesi e monitoriamo la situazione con attenzione».

## ANCORA INCOGNITE SULL'ONDATA DI STIMOLI

Ugualmente, non manca anche un atteggiamento decisamente scettico, dopo anni di segnali ostili ai mercati provenienti dalle leve di potere di Pechino. Indicativo al proposito il laconico commento di **Alexis Bienvenu**, fund manager di **La Financière de l'Échiquier**: «La nuova ondata di stimoli presenta ancora molte incognite, così come la sua portata e la sua durata. Soprattutto, permangono interrogativi sulla governance cinese. Il modo stesso in cui il piano è stato annunciato dimostra la scarsa qualità della comunicazione governativa: ha sorpreso per l'assenza di segnali di allarme, per la mancanza di precisione nei termini e nelle condizioni annunciate e per i dubbi sulle misure di follow-up previste. La fiducia nella governance del Paese non è stata quindi pienamente ripristinata». Vi è dunque da sperare che agli elementi positivi presenti nel Sud Globale torni ad aggiungersi la superpotenza del gruppo.



**ALESSIA BERARDI**  
head of emerging  
macro strategy  
**Amundi Investment Institute**



*Siamo stati tempestati  
di notizie sulla Cina e  
aspettiamo di capire in quale  
modo lo stimolo influirà sui  
modelli di consumo interni,  
sull'economia reale e su altri  
paesi emergenti esportatori  
come Brasile e Messico*





**NATALYA ZEMAN**  
equity investment director  
Capital Group



*Prevediamo che le azioni dei mercati emergenti saranno l'asset class con il rendimento più elevato nei prossimi 20 anni. Questa prospettiva tiene conto del continuato rallentamento della Cina e del raffreddamento delle condizioni economiche in India*



class che oggi è tuttora caratterizzata da titoli growth, cari come tutto ciò che si porta dietro tale etichetta, ma anche da un insieme di temi, settori, geografie e azioni value, se non addirittura deep value, le cui prospettive sono in netto miglioramento. Il tutto a fronte di uno sconto rispetto ai pari grado delle economie più ricche che ha sempre meno ragione di esistere: in alcuni casi, se paragoniamo diverse realtà europee con molte nazioni del Golfo e dell'Est dell'Asia, questa differenza di prosperità non c'è. **Jan Sytze Mosselaar**, portfolio manager quantitative equities di **Robeco**, ricorda: «Tutto sta nel

cambiamento delle prospettive. Vediamo che la maggior parte dei venti contrari sembra trasformarsi in venti di coda: la crescita degli utili è passata da negativa a positiva, lo sconto di valutazione dei titoli cinesi inizia a diminuire, le autorità coreane proseguiranno il loro programma "Value-up" per sbloccare il differenziale cui trattano i loro mercati e molti produttori di chip asiatici svolgono un ruolo globale e centrale nel boom dell'intelligenza artificiale. Se a ciò si aggiungono le opportunità di crescita dei paesi emergenti più piccoli, la migliore situazione fiscale di molti di essi, lo sconto generale nelle valutazioni degli emerging rispetto ai titoli dei mercati sviluppati e le aspettative valutarie, con l'indebolimento del dollaro e la sottovalutazione di diverse valute dei paesi in via di sviluppo, le prospettive per i titoli emergenti ci rendono ottimisti».

#### EPS DI NUOVO SU

A questo punto conviene specificare qualche cifra per meglio inquadrare la questione. Il Global emerging markets investment equity team di **Hsbc Asset Management** è molto chiaro nell'evidenziare i due pilastri della tesi che sostiene l'azionario Em, ossia la svolta degli Eps e uno sconto relativo nelle valutazioni praticamente senza precedenti: «Dopo un forte ciclo di downgrade tra il 2022 e il 2023, gli utili aziendali dei Paesi emergenti stanno registrando il ritmo di crescita più veloce degli ultimi due anni, con il consenso che prevede per il prossimo anno un aumento dei profitti più rapido per le società Em rispetto alle loro controparti sviluppate: 16% per gli emergenti, contro il 12% per i mercati sviluppati (fonte: Jp Morgan al 10/08/2024). Nel frattempo, lo sconto di valutazione rispetto alle azioni dei Paesi industrializzati continua a suggerire che l'equity Em rimanga estremamente mal valutato rispetto a quello dei mercati tradizionali, con un differenziale di quasi il 40% sul prezzo a termine degli utili rispetto a una media storica del 25% (fonte: Bloomberg al 23/10/2024)».

Di conseguenza, non è impensabile che si stia assistendo all'avvio di un rerating in nuce destinato a farsi sentire sul medio-lungo periodo. Di questo avviso sembra **James Cook**, investment director for emerging markets di **Federated Hermes**: «Dopo il forte calo del 2021 e 2022, le stime sull'andamento relativo degli utili delle azioni emerging rispetto alle loro controparti de-

veloped hanno ripreso a crescere; il discorso peraltro vale anche includendo gli Stati Uniti. Il consensus per il 2024 e il 2025 si posiziona rispettivamente oltre la soglia del +15% e un po' sotto quella del +16%. Ciò a fronte del +7% e il +11% per gli sviluppati nel loro complesso e del +11% e +14% per gli Usa. Le valutazioni dell'equity Em, inoltre, rimangono interessanti se paragonate alle borse dei paesi avanzati. Infatti, il P/E medio si colloca intorno a 11,6X a fronte di 18,6X registrato dagli sviluppati in generale e di 21,5X dell'America. Nel corso del tempo questo sconto di quasi il 40%, ben più alto della media storica di circa il 20%, può restringersi grazie a un migliore andamento degli utili, un interessante livello di free cash flow e di dividend yield, oltre che ovviamente all'aumento del differenziale di crescita del Pil».

#### VENTI ANNI DI CRESCITA

Una ripresa dunque che, oltre a essere spalmata su un vasto insieme di opportunità, potrebbe avere caratteristiche di tipo secolare, come indicato da **Natalya Zeman**, equity investment director di **Capital Group**, che per di più incorpora previsioni prudenziarie sull'andamento macro: «Prevediamo che le azioni dei mercati emergenti saranno l'asset class con il rendimento più elevato nei prossimi 20 anni. Questa prospettiva tiene conto del continuato rallentamento della Cina e del raffreddamento delle condizioni economiche in India. Tra i fattori che determinano questa prospettiva vi sono le valutazioni di partenza nei mercati emergenti, che sono in gran parte molto interessanti rispetto agli Stati Uniti e al loro range decennale, i driver economici fondamentali, come la crescita del Pil, i dati demografici favorevoli, i miglioramenti della produttività e le politiche di sostegno. Inoltre, non mancano i driver di crescita specifici, come l'ascesa dei consumatori nei mercati emergenti, l'innovazione tecnologica e un superciclo di investimenti in conto capitale guidato dalla transizione energetica e dalla riconfigurazione delle catene di approvvigionamento».

Ritorniamo in pratica a quanto accennato in precedenza: il processo di recupero della maggior parte degli abitanti della Terra non si è fermato. Con un Occidente che fa sempre più fatica a reperire risorse e consenso politico anche per progetti relativamente semplici, è fra i grandi in via di sviluppo che si può ancora trovare una significativa trasformazione della realtà.

# Tutti pazzi per l'India



**L'India, che sino a un decennio fa era classificata come uno dei "Fragile 5", è diventata una delle economie in più forte crescita all'interno degli emergenti. Il grande cambiamento è di fatto avvenuto con la nomina di Modi alla carica di primo ministro nel 2014, ruolo che anche attualmente ricopre. Grazie a una continuità di leadership e al carisma del premier, il Paese ha iniziato un processo di importanti riforme che hanno sostenuto l'attività economica, tanto da farlo diventare uno dei più rilevanti contributori alla crescita globale. Il forte miglioramento del Pil, strettamente correlato al buon andamento degli utili aziendali, ha reso il mercato azionario indiano uno dei temi growth per eccellenza**

A costo di correre il rischio di abusare della retorica, l'India è stata nell'ultimo decennio la vera rockstar dei mercati emergenti. Un fenomeno che si è intensificato negli anni '20 e che rappresenta un passaggio epocale rispetto a 10 anni fa: quella che è oggi la nazione più popolosa del pianeta era classificata all'interno dei cosiddetti "Fragile 5". Un insieme che per certi versi rappresentava una versione emerging dei famigerati Pigs sud-europei. Nel caso dell'India, la sclerosi burocratica, l'inefficienza di una macchina federale farraginosa, la scarsa competitività industriale e lo stato traballante

delle finanze pubbliche e del saldo di partite correnti facevano temere pesantemente per le prospettive future. Tutto è però cambiato con l'avvento al potere del primo ministro Modi che, qualsiasi cosa si pensi dell'ideologia del Bjp (il partito da lui guidato), è risultato uno degli uomini politici più influenti di quest'epoca a livello mondiale.

## LE RIFORME DELL'ELEFANTE

L'enorme e, per certi versi, immobile elefante indiano è stato investito da un processo di riforme decisamente significativo che ha radicalmente cambiato il consensus nei suoi confronti, tanto che oggi non è difficile trovare analisi come quella esposta da **James Cook**, investment director for emerging markets di **Federated Hermes**: «L'India risalta particolarmente in quanto ha dimostrato di essere un'economia resiliente e, nelle parole dell'Fmi, uno dei punti fulgidi del mondo, nonché uno dei maggiori contribuenti alla crescita globale. Il Paese ha superato la Cina in termini di popolazione, con un Pil che sta aumentando del 7% annuo. Il mercato domestico si sta espandendo con grande forza, mentre l'economia è trascinata dai servizi. A ciò va aggiunto un governo favorevole alle imprese e complessivamente in buoni rapporti con tutti sul piano geopolitico. Lo sviluppo del mercato indiano è stato aiutato in particolare modo dall'esteso programma di cambiamento dell'esecutivo del primo ministro Modi e del suo partito, il Bjp. Si tratta di veri mutamenti strutturali che hanno spinto, sia un maggiore tasso di incremento



*Tra i mercati emergenti, il prossimo anno l'India dovrebbe crescere di circa il 7%, le Filippine del 6%, la Cina, l'Indonesia e la Polonia tra il 4% e il 5%, Taiwan intorno al 3% e Brasile, Messico e Sudafrica tra l'1% e il 2%*

„



**JÜRGEN MAIER**  
gestore Cee & global emerging markets  
Raiffeisen Capital Management

del Pil, sia le sovrapreformance del mercato azionario».

Alcuni numeri, espressi in termini relativi, aiutano a mettere a fuoco quanto detto finora. A fornirli è **Jürgen Maier**, gestore Cee & global emerging markets di **Raiffeisen Capital Management**: «Tra i mercati emergenti, il prossimo anno l'India dovrebbe crescere di circa il 7%, le Filippine del 6%, la Cina, l'Indonesia e la Polonia tra il 4% e il 5%, Taiwan intorno al 3% e Brasile, Messico e Sudafrica tra l'1% e il 2%». Dunque, siamo di fronte a uno dei motori della Terra, per di più alimentato da dinamiche in gran parte endogene, anche perché, come ricorda il Global emerging markets investment equity team di **Hsbc Asset Management**, sta forse avvenendo una sterzata decisiva nel processo di accumulo dello stock complessivo di capitale nazionale, fino a pochi anni fa modesto: «Il potenziale di crescita dell'India ha evidenziato un'impennata dopo che il nuovo governo si è impegnato ad aumentare il tasso di investimento nell'economia, che storicamente ha rappresentato un freno alla crescita».

#### **CORRELAZIONE MERCATI-PIL**

Non sorprende che l'equity locale sia ormai considerato uno dei temi growth per eccellenza con le conseguenze del caso a livello di valutazioni: a fine settembre 2024 l'Msci India quotava con un P/E forward di poco sotto quota 25,

praticamente il doppio rispetto alla media degli emergenti. Ciò nonostante, le voci di ottimismo non mancano per diversi motivi, legati innanzitutto alla forte correlazione fra l'andamento del Pil e il miglioramento dei conti aziendali, un legame che, invece, è sovente mancato in Cina. È indicativo il parere di **David Raper**, gestore del fondo **Comgest Growth Emerging Markets** di **Comgest**: «La continuazione delle politiche indiane, in seguito alla rielezione del primo ministro Modi, è incoraggiante per il mercato azionario che, seppure costoso sulla base della maggioranza dei parametri, è in grado di sfruttare l'effetto del quadro di forte crescita economica del Paese, che registra un incremento del Pil annuale attorno al 7%».

Detto ciò, non è impensabile ipotizzare l'avvio anche in questa parte del mondo di una fase di volatilità e di correzione, qualora si entrasse in un periodo di avversione al rischio generalizzata, nella quale sicuramente le attività più costose sperimenterebbero seri sell-off. Chi dispone di liquidità e coraggio potrebbe però sfruttare l'occasione per riposizionarsi a prezzi più convenienti all'interno del listino di Mumbai. Questo approccio è condiviso da **Michael Altintzoglou**, fund manager di **Flossbach von Storch-Globbal Emerging Markets Equities**: «Un mercato che potrebbe essere penalizzato da deflussi di capitale nel breve periodo è l'India. L'economia indiana si sta sviluppando in

modo dinamico e il governo sta perseguitando una politica di riforme favorevole alle imprese. Dopo una prolungata crescita dei prezzi, una fase di consolidamento sarebbe a nostro avviso salutare e potrebbe gettare le basi per un ulteriore aumento dei prezzi».

#### **VENTI ANNI DI ASCESA DAVANTI**

In definitiva, non va dimenticato che nel caso dell'India non si punta (quanto meno solo) sulla riuscita delle riforme di una determinata coalizione politica o su alcune aziende, bensì sull'entrata in scena nella modernità per un sesto dell'umanità. Una porzione di mondo che, come ricorda **Malcolm Dorson**, head of emerging markets strategy di **Global X**, si trova oggi nelle condizioni migliori della sua storia per dispiegare questo processo nell'arco di decenni: «L'India presenta al momento la più intensa storia di crescita strutturale dei mercati al di fuori degli Usa. L'orizzonte temporale di questa view non è sui 12 mesi, bensì su 20 anni. A differenza di diverse economie dipendenti dall'Occidente, l'India può contare su tre fattori strutturali di lungo periodo. Innanzitutto, possiede la maggiore popolazione della Terra, che è nello stesso tempo decisamente giovane e molto istruita. In secondo luogo, il Paese beneficia di un'ottima governance e Modi e il Bjp, peraltro, hanno appena vinto la terza elezione, il che fornisce un segnale di continuità delle valide politiche economiche finora attuate. Esse, tra le altre, includono l'ampliamento delle infrastrutture fisiche e digitali, le riforme fiscali e il consolidamento dei conti pubblici. Infine, si tratta di una nazione che si trova al posto giusto al momento giusto. Infatti, nel momento in cui le aziende multinazionali compiono ingenti sforzi per trovare opportunità di diversificazione delle proprie filiere al di fuori della Cina, l'India ha appena aperto le porte agli investimenti esteri diretti». Un quadro che, in definitiva, può apparire addirittura entusiasmante, anche se va ricordato che le incognite non sono scomparse. L'aumento del Pil, infatti, è così elevato anche perché parte da un livello decisamente basso, tuttora al di sotto degli emergenti Asean. Dall'altra parte, non tutti i piani governativi si sono dimostrati un successo, specialmente in ambito manifatturiero. Se però il balzo verso il benessere avvenisse nei termini descritti in precedenza, i ritorni per i detentori di asset locali sarebbero con ogni probabilità enormi.

# Il ritorno degli snobbati

**La ripresa delle borse azionarie emergenti ha mostrato una maggiore ampiezza, differenziandosi da quanto è successo nei mercati sviluppati. Tuttavia, anche in questa asset class si è assistito a un cambiamento di leadership che, rispetto al primo decennio del XXI secolo, ha visto il passaggio dai consumi e dalla tecnologia cinesi all'India e al settore dei microchip taiwanesi. Questa evoluzione ha quindi creato alcune aree che, poiché ignote, possono risultare interessanti dal punto di vista delle valutazioni**

Si è imposto all'attenzione negli ultimi mesi un allargamento del recupero di emergenti che in precedenza avevano sperimentato una dispersione e una concentrazione piuttosto elevate. Ovviamente, la speranza per chi investe sistematicamente in questa asset class è di vedere una ripresa quanto più ampia possibile, inclusiva anche di economie che hanno passato anni di stagnazione, se non di crisi conclamata. Per tentare di capire quanto questa prospettiva sia plausibile, bisogna partire da un dato: l'intero comparto emerging non presenta un quadro estremo

di concentrazione come l'S&P 500. La realtà, ricorda **Malcolm Dorson**, head of emerging markets strategy di **Global X**, è molto diversa: «Rispetto ai mercati sviluppati, nei quali la maggior parte dei rendimenti è generata talora da sei titoli, l'azionario Em ha mostrato una relativa ampiezza. Nonostante nomi come Taiwan Semiconductor indubbiamente risaltino, ottime performance sono state registrate da molte aziende in paesi come l'Argentina, la Grecia, la Cina, l'India, Taiwan e altri. Anche in listini che hanno significativamente sottoperformato, basti pensare ad esempio al Brasile, si sono avute storie di incredibile successo».

## RINNOVATO OTTIMISMO

Se a questo dato di fatto si sommano la maggiore disciplina fiscale, la diversificazione dell'economia e livelli discreti dei corsi delle materie prime, è possibile dare adito a un rinnovato ottimismo. Sostanzialmente, infatti, dai primi anni '10 l'unico vero grande cambiamento che si è avuto nel complesso (sottoperformante) di questa variegata asset class è stato il passaggio di leadership dai consumi e dalla tecnologia cinesi all'India e al settore dei microchip taiwanesi: questo fenomeno, però, ha lasciato vasti pezzi dell'economia mondiale a languire in condi-



*Nel complesso, il contesto macroeconomico sudafricano è in via di stabilizzazione, grazie alla dinamica delle riforme, ai miglioramenti delle partite correnti e all'approccio più ottimistico delle aziende*

”



**DAVID RAPER**  
gestore del fondo  
**Comgest Growth Emerging Markets**  
**Comgest**

zioni value, quasi in un ruolo che potremmo definire di ex-emergenti. Il discorso calza a pennello, ad esempio, per l'America Latina, ma anche per la super-trendy (e, per certi versi, emergente solo di nome) Corea del Sud, pesantemente snobbata a favore di Taipei. Non sorprende, dunque, di trovare questo variegato insieme di Em rimasti un po' al palo fra le preferenze di **Alessia Berardi**, head of emerging macro strategy di **Amundi Investment Institute**: «A livello di settori, privilegiamo il real estate e i beni di consumo. Da un punto di vista geografico, guardiamo positivamente a Brasile, Colombia e Perù. Per quanto riguarda le azioni, l'Asia offre numerose opportunità, ma rimaniamo selettivi: paesi come l'Indonesia e l'India presentano una forte dinamica demografica e una robusta crescita economica e, quindi, offrono numerose idee di investimento».

#### **VALUTAZIONI CONVENIENTI**

Un ragionamento simile viene elaborato anche da **Marco Piersimoni**, co-head euro multi asset di **Pictet Asset Management**: «Alcuni mercati, come la Cina e alcune aree dell'America Latina, sono caratterizzati da valutazioni molto convenienti. Ci sono poi i listini ricchi di titoli della tecnologia, spesso emergenti solo dal punto di vista definitorio. Queste azioni rispondono a

trend globali di lungo termine, come l'intelligenza artificiale. Infine, in Corea del Sud apprezziamo il tema "Value-up", che mira a incrementare il valore delle imprese coreane». Dove si possono trovare corsi a sconto, chiaramente, c'è sempre il pericolo di incorrere in una value trap: in questo caso, però, appare evidente che si sono create percezioni errate sulla divisione del lavoro e del valore aggiunto in giro per il globo. Dunque, così come nell'Ai asiatica le conglomerate coreane giocano un ruolo non certo secondario rispetto a Taiwan, altrettanto sarebbe sbagliato ridurre l'America Latina a una scommessa sul ciclo delle materie prime. Per esempio,

**Natalya Zeman**, equity investment director di **Capital Group**, invita a non sottovalutare il potenziale manifatturiero dell'area Latam: «Con la riconfigurazione delle catene di approvvigionamento in seguito alla transizione energetica e all'aumento delle tensioni geopolitiche, anche i mercati latinoamericani, come il Messico e il Brasile, stanno beneficiando della crescita degli investimenti diretti esteri. Abbiamo investito in alcune società di infrastrutture, banche e industrie, tra le quali una ferrovia in Brasile che sta beneficiando dell'aumento della domanda agricola».

#### **NESSUN PREGIUDIZIO!**

Avere una mente scevra da pregiudizi oggi appare cruciale per cogliere occasioni in ambiti che potrebbero stupire positivamente e non deve quindi sorprendere quanto elaborato da **David Raper**, gestore del fondo **Comgest Growth Emerging Markets** di **Comgest**: «Nel complesso, il contesto macroeconomico sudafricano è in via di stabilizzazione, grazie alla dinamica delle riforme, ai miglioramenti delle partite correnti e all'approccio più ottimistico delle aziende. Anche la fornitura elettrica si è dimostrata più congruente con una riduzione dei blackout. Inoltre, la possibilità di prelevare dai risparmi pensionistici potrebbe liberare 40-50 miliardi di rand e la prospettiva di tagli ai tassi d'interesse è destinata a rafforzare ulteriormente i consumi». Le incognite ovviamente sono tante, però, cessare di essere ossessionati dalle mode, dando una possibilità alle nicchie più marginali dell'Msci Em, potrebbe rivelarsi una scelta sorprendentemente vincente.



# Asean, gli emergenti perfetti

**Indonesia, Malesia, Filippine, Vietnam e Tailandia, insieme alle altre nazioni del Far East, giocano un ruolo importante all'interno delle catene di approvvigionamento globali: sono fornitori di materie prime e l'accelerazione dei consumi domestici ne sta alimentando l'attività economica. Inoltre, fattore certo non trascurabile, hanno visto aumentare le loro esportazioni che sono sempre più caratterizzate da beni a più alto valore aggiunto. Proprio per queste caratteristiche sono un'area d'investimento da non trascurare**

«Siamo complessivamente positivi per quanto riguarda i Paesi Asean». Questa considerazione, tanto semplice quanto chiara, di **Jürgen Maier**, gestore Cee & global emerging markets di **Raiffeisen Capital Management**, sintetizza l'attuale rinnovato ottimismo nei confronti del Sud-Est asiatico e soprattutto del blocco costituito da Indonesia, Malesia, Filippine, Vietnam e Tailandia: non a caso, i mercati equity di questo spicchio di mondo hanno messo a segno negli scorsi mesi una forte ripresa dopo una prima metà dell'anno non facile. La negatività era stata dovuta in parte a problemi contingenti nel gigante dell'area, l'Indonesia, in parte a un mix di circostanze internazionali non delle più benigne. Infatti, i mercati citati dipendono in maniera piuttosto marcata dal capitale internazionale. Di conseguenza, l'andamento del dollaro e dei

tassi di interesse statunitensi si fa sentire con un peso non trascurabile e il beta rispetto al Msci World tende a non essere contenuto: di conseguenza, i titoli dei listini Asean hanno vissuto un 2022 pessimo e un 2023 di decente ripresa. Dall'altra parte, sicuramente la crescente integrazione con la Cina e il fatto di rientrare nell'alveo di un Far East considerato all'improvviso una fonte di crisi e malessere non hanno incrementato la fiducia di investitori istituzionali ossessionati dall'India e dall'Ai. Eppure, il blocco dei quattro paesi racchiude al suo interno quasi tutti i temi che oggi fanno risplendere le prospettive dell'azionario Em. Si possono infatti trovare in questo gruppo economie che forniscono materie prime e una crescente base di outsourcing industriale alla Repubblica Popolare (in particolar modo negli ambiti chiave per la transizione energetica), così come concorrenti industriali del Dragone stesso; da non trascurare anche la forte crescita dei consumi delle vaste e giovani popolazioni locali. Questi aspetti vengono sottolineati da **Jean-Marie Mercadal**, ceo di **Syncicap Am**: «Nazioni come India, Indonesia, Vietnam e altre realtà molto popolose sono in una fase di accelerazione della crescita del proprio Pil pro capite, il che è un elemento essenziale per l'espansione delle aziende locali. Inoltre, alcuni di questi paesi emergenti si posizionano al centro della transizione verso la decarbonizzazione, dal momento che rappresentano i maggiori fornitori di tecnologie verdi e di materie prime quali rame e litio. Di conseguenza, è lecito attendersi un miglioramento

della loro bilancia commerciale e del quadro delle finanze pubbliche». Un parere non dissimile viene elaborato anche da **Natalya Zeman**, equity investment director di **Capital Group**: «La regione Asean (Association of South East Asian Nations) sta registrando una crescita positiva grazie a politiche sempre più stabili e favorevoli e alla diversificazione delle economie. Negli ultimi anni questo blocco ha guadagnato una quota delle esportazioni globali e, elemento importante, non si tratta solo di materie prime, ma anche di beni a più alto valore aggiunto come l'elettronica. Ciò riflette l'emergere di una serie più ampia di opportunità di investimento rispetto al passato».

### VALUTAZIONI INTERESSANTI

Non sorprende, peraltro, che tutto ciò trovi una sua declinazione all'interno della già citata Indonesia. Come ricorda **Laurence Bensafi**, portfolio manager, deputy head of emerging market equities, di **Rbc BlueBay**, la borsa di Jakarta, come avviene per quasi tutti gli asset del Paese, ha anche il vantaggio di presentare quotazioni da leccarsi i baffi: «L'Indonesia offre anche un solido potenziale di investimento: è una delle economie più forti e in più rapida crescita, non solo nel Sud-Est asiatico, ma in tutto il comparto dei mercati emergenti. È, inoltre, un'economia diversificata e con una notevole ricchezza di risorse naturali come carbone, nichel e rame. Sia il consumo interno (53% del Pil), sia

le esportazioni di prodotti legati alle materie prime contribuiscono a un solido saldo delle partite correnti. Allo stesso tempo, l'Indonesia sta attraversando una transizione politica, che solleva alcune preoccupazioni fiscali, il che ha portato a vendite diffuse, rendendo il mercato più attraente per gli investitori value come noi». In verità, un profilo value tende a caratterizzare l'intera area, che spesso sfugge al radar degli investitori a fronte delle periodiche preferenze per immensi blocchi come quello indiano e quello cinese. **Jan Sytze Mosselaar**, portfolio manager quantitative equities di **Robeco**, invece, è un convinto sostenitore della necessità di rivolgere lo stock picking proprio verso i paesi Asean: «Quest'anno i mercati del Sud-Est, come la Tailandia, la Malesia e l'Indonesia, hanno registrato un'impennata. Inoltre, si prevede che il listino vietnamita entrerà nell'Msci Em nel prossimo futuro. Molti di questi emergenti più piccoli tendono a essere trascurati e presentano molte opportunità per chi è attento alla scelta dei titoli. Paesi come la Malesia, l'Indonesia e il Vietnam dovrebbero crescere del 5% all'anno, un incremento superiore rispetto a quello previsto per la Cina».

Il discorso sul Vietnam appare particolarmente interessante. Infatti, l'economia locale sta oggi compiendo un grosso sforzo di diversificazione e crescita tecnologica, con un maggiore peso dell'iniziativa privata rispetto al modello centralistico-statale portato avanti finora. La



situazione per certi versi è simile a quella della Cina di un paio di decenni fa, inclusa la dimensione relativamente modesta dell'equity locale. Questa nazione si configura, dunque, come la realtà dell'Asia meridionale più simile alle potenze tecnologiche del Nord del Far East, con un potenziale di crescita fra i maggiori a livello mondiale. Delle eccellenze prospettive degli asset locali sembra convinto Laurence Bensafi di Rbc BlueBay: «Sebbene il Vietnam abbia dovuto affrontare diverse sfide negli ultimi anni, rimane interessante dal punto di vista delle valutazioni. Nella prima metà del 2024, il Paese ha registrato una crescita del Pil su base annua del 6,4%, dimostrando una solida performance economica. Inoltre, funge da importante hub di outsourcing per la regione asiatica, beneficia dei recenti cambiamenti della catena di approvvigionamento e attira crescenti investimenti esteri da parte di aziende internazionali come Apple, Samsung e Intel».

Dunque, un mix di spunti e suggestioni che potrebbero portare a una crescita organica e più sostenibile rispetto al passato di tutto l'Asean, grazie, anche a politiche fiscali oggi più che ragionevoli. Può dunque essere interessante puntare nei propri portafogli sul rerating a medio-lungo termine della qualità dell'economia e dei corsi azionari di questa vasta e dinamica area.



*L'Indonesia offre anche un solido potenziale di investimento: è una delle economie più forti e in più rapida crescita, non solo nel Sud-Est asiatico, ma in tutto il comparto dei mercati emergenti*



**LAURENCE BENSAFI**  
portfolio manager, deputy head  
of emerging market equities  
Rbc BlueBay



# Troppo scetticismo verso gli emerging

a cura di **Pinuccia Parini**

**Ben Buckler** ha iniziato la sua esperienza a **Baillie Gifford** nel 2001, grazie a un programma di formazione per laureati, uno schema di reclutamento che dice molto sulla filosofia di lungo termine che l'asset manager adotta per reclutare il proprio personale. Dopo avere ricoperto il ruolo di fund manager, attualmente è investment specialist director sui mercati emergenti presso Baillie Gifford. Fondi&Sicav lo ha incontrato per discutere quali sono le opportunità che attualmente il comparto offre.

## I mercati emergenti hanno attratto



**BEN BUCKLER**  
investment specialist director  
sui mercati emergenti  
Baillie Gifford

**in diverse fasi l'interesse degli investitori, sia per le loro prospettive di crescita, sia come strumento per diversificare gli investimenti. Tuttavia, i ritorni generati dall'area hanno deluso le aspettative. Che cosa ne pensa?**

«A Baillie Gifford, gestiamo strategie sui mercati emergenti da 30 anni e, al momento, siamo più entusiasti sulle prospettive sugli emerging di quanto non lo fossimo da molto tempo. Ma gli investitori la pensano diversamente e sono sottoposti su questa asset class sostanzialmente per quattro ragioni: i ritorni sono stati inferiori alle attese, il contesto macroeconomico è complesso, quello politico difficile da affrontare e non è chiaro da dove verrà la crescita. Di conseguenza, è forse comprensibile che per alcuni le prospettive attuali di questo segmento non siano particolarmente brillanti. Noi, invece, la pensiamo diversamente. Quando entrai a fare parte di Baillie Gifford nel 2001, questi mercati avevano appena conosciuto la crisi asiatica e i nodi da sciogliere allora erano legati al debito, al rischio stagnazione, al fallimento della teoria dello sviluppo. Ciò nonostante, la situazione cambiò in modo inaspettato nel corso dei 10 anni successivi: il peso delle economie emergenti passò dal 20% al 40% del Pil mondiale e

gli indici delle borse afferenti quadruplicarono. Forse lo stesso scetticismo che permeò la mente degli investitori allora è presente anche nella situazione odierna e l'analisi dei rendimenti dell'ultimo decennio potrebbe indurre a trascurare un'opportunità entusiasmante».

## I ritorni dei mercati emergenti (Em) sono stati però inferiori a quelli delle economie avanzate nell'ultimo decennio...

«È vero, e ciò ha creato diversi problemi agli investitori negli Em. Mentre l'offerta monetaria è esplosa, insieme alle valutazioni dei mercati sviluppati (Dm), i riflettori sono stati distolti dagli emergenti, le cui evoluzioni politiche ed economiche li hanno probabilmente resi più resilienti in questo periodo. Tuttavia, l'indice Em, dal 1987 (data in cui fu istituito) a oggi, ha sovraperformato quello Dm. Ma non voglio dilettarmi con le date e scegliere il punto d'osservazione che meglio corrobora la mia tesi, bensì invitare a una riflessione e ad ampliare l'orizzonte temporale».

**Sì, ma negli ultimi 10 anni l'economia cinese è cresciuta sino a pesare il 30% del Pil mondiale. Perché questa forza non si è riflessa nei corsi dei mercati?**  
«Essere un investitore attivo significa puntare

sui mercati finanziari, non sull'economia di un paese, e in molti casi vi è poca correlazione tra Pil e ritorni degli indici di borsa. Si prenda il caso della Turchia, per citare un esempio: negli ultimi 15 anni l'economia è cresciuta il 5% all'anno, ma l'indice azionario ha perso il 4% ogni 12 mesi. C'è una simile mancanza di correlazione in Cina, dove un mix di valutazioni e normative ha travolto i rendimenti di mercato, nonostante il quadro economico più positivo. Nel caso della Repubblica Popolare, è importante notare che negli ultimi tre anni è diventata un'area difficile in cui investire, viste le perplessità sulla transizione dell'economia nazionale, le crescenti preoccupazioni normative e l'aumento delle tensioni geopolitiche. A tutto ciò si è aggiunta una mancanza di fiducia interna dopo la pandemia. Ma ciò non cambia il fatto che la Cina, in quanto seconda economia e secondo mercato azionario al mondo, ha dimostrato di essere molto più innovativa di quanto molti credessero possibile. Le dimensioni dei suoi mercati e la portata delle sue ambizioni offrono vantaggi straordinari e il connubio tra una cultura imprenditoriale dinamica e politiche top-down audaci contribuisce a creare una serie di aziende leader a livello mondiale».

#### **Come giudica le valutazioni dei mercati emergenti?**

«Sono molto basse e le aspettative lo sono altrettanto, come accadde nel 2001. Negli ultimi 40 anni, per un investitore Em la preoccupazione sul contesto macroeconomico ha sempre riguardato il legame fra la politica monetaria americana e il suo impatto sulla crescita dei Paesi emergenti. E non è un caso che ogni crisi della regione sia stata storicamente guidata da un inasprimento dei tassi negli Stati Uniti. Questa volta ciò non è successo per la maggior parte dei mercati Em, nonostante l'inasprimento della politica monetaria americana più aggressivo da una generazione a questa parte, perché il focus sul debito in dollari e il legame con il biglietto verde si è rotto: dal 2013 la percentuale rispetto al Pil dei flussi in entrata sulle piazze finanziarie è stata negativa ogni anno. In uno scenario dove gli investimenti stranieri sono stati così limitati, la palla è passata agli investitori domestici, il cui peso è andato gradualmente aumentando, isolando i Paesi da possibili e repentina riscatti dall'estero. Le economie Em sono molto più resilienti di quanto non fossero in passato e più di quanto non venga loro riconosciuto. Ciò ci conforta, perché il contesto in

cui andiamo a investire rimane favorevole, ma non cambia il nostro approccio che rimane puramente bottom-up».

#### **Avete identificato alcuni trend che sostengono i vostri investimenti negli Em?**

«Abbiamo individuato una serie di tendenze strutturali che sposteranno la crescita globale sui mercati emerging, come nel caso della tecnologia e dell'intelligenza artificiale. La sempre maggiore domanda di chip nel mondo potrà essere soddisfatta solo grazie a produttori asiatici come Tsmc, Samsung Electronics e Hynix. Se poi si considera la transizione energetica, è indubbio che la domanda di alcune materie prime, come il litio e il rame, sarà soddisfatta dai giacimenti che si trovano nei Paesi emergenti. A ciò si aggiunge il fatto che la Cina è la nazione dove risiedono sei tra i primi 10 produttori mondiali di batterie elettriche e le maggiori industrie di veicoli elettrici».

#### **Ma proprio in questi ambiti non risiedono rischi geopolitici?**

«Sì, ma anche opportunità. Inoltre, non si può investire nei mercati emergenti senza tenere in considerazione che vi sono alcuni rischi geopolitici. È molto chiaro, ad esempio nel caso della Cina, che questi ultimi hanno avuto un impatto sugli attivi finanziari. In qualità di investitori bottom-up, non possiamo ignorare tali aspetti e a Baillie Gifford seguiamo le evoluzioni in questa area geografica molto da vicino grazie all'ausilio di esperti, poiché esistono alcuni elementi di imprevedibilità che possono portare a un deterioramento repentino di alcune situazioni. Tuttavia, se ciò che sta accadendo nel mondo porterà a una maggiore autosufficienza dei singoli Paesi, le nazioni Em si troveranno in una situazione favorevole per diverse ragioni. Nelle economie in via di sviluppo ci sono 7 miliardi di persone, di cui circa cinque vogliono continuare a commerciare con tutto il mondo, senza doversi schierare a fianco di uno stato piuttosto che di un altro. Tutto ciò sta già avvenendo. In aggiunta, l'intra-trade dei paesi Em è aumentato tanto che, presumibilmente, per loro il fenomeno della deglobalizzazione è impercettibile. Inoltre, la stessa riallocazione delle catene di approvvigionamento fuori dalla Cina sta favorendo nazioni come il Messico, la Corea del Sud e il Vietnam. Infine, è importante sottolineare che i combustibili fossili sono comunque necessari durante la transizione energetica e che la cre-

scente ricchezza nelle economie in via di sviluppo probabilmente comporterà un maggiore fabbisogno di energia tradizionale durante la transizione di quei Paesi».

#### **Se queste economie crescono, lo stesso succederà anche alla domanda interna?**

«Si stanno raggiungendo livelli di ricchezza per cui è fondamentale fare crescere anche il mercato domestico: i consumi cinesi sono stati circa 9 trilioni di dollari nel 2020 e l'attesa è che diventino 15 trilioni nel 2030; l'India passerà da circa 2 trilioni nel 2023 a oltre cinque tra sei anni. Tutto ciò si traduce in un'ampia gamma di opportunità per le imprese. Penso che l'idea di aziende dei Paesi emergenti che producono beni poco costosi per l'esportazione sia cambiata profondamente negli ultimi 10 anni».

#### **Quindi focus sulle società?**

«I dati mostrano che, negli ultimi 30 anni, trovare aziende che si collocano all'interno del 20% di quelle con crescita più elevata, calcolata in dollari, permette di riscontrare un raddoppio del prezzo nell'arco di cinque anni. Questa è la nostra filosofia di base e cerchiamo di scovare quelle idee di crescita entusiasmanti e idiosincratiche che soddisfano questo requisito di alto rendimento. Ad esempio, in Cina siamo tendenzialmente neutrali rispetto all'indice, perché non vogliamo fare una scommessa macro in un momento di preoccupazioni macroeconomiche e geopolitiche di grande respiro, ma siamo entusiasti della qualità, dell'innovazione e delle opportunità che si presentano per un certo numero di aziende. In India, invece, siamo cauti; anche se il Paese è forse una delle migliori storie di crescita strutturale in circolazione, rispetto a quella di diverse aziende cinesi. Da un punto di vista bottom-up, ma anche top-down, è il Brasile il paese che ci piace particolarmente. Abbiamo esposizione a due società che hanno una tipologia di crescita molto diversa: da un lato la petrolifera Petrobras, dall'altro Mercado Libre, un player importante nel settore del commercio elettronico in America Latina. E quest'ultimo è un chiaro esempio di come funziona la filosofia d'investimento di Baillie Gifford: trovare grandi opportunità di crescita, cercando le innovazioni e le persone che guideranno il cambiamento. Il futuro è ignoto, ma si può essere certi che le aziende eccezionali lo stanno portando avanti».

# Compromesso in vista tra green e petrolio

di Boris Secciani

**Le variabili geopolitiche stanno aumentando il loro peso sull'andamento del prezzo del petrolio: non si tratta solo dello stato di salute dell'economia, ma sempre più di scelte strategiche di posizionamento sullo scacchiera internazionale dei singoli Paesi. La nuova amministrazione Trump potrebbe segnare un punto di svolta, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti all'interno del settore dei combustibili fossili, nonostante, ed è bene ricordar-**

**lo, nel 2023, con Biden alla Casa Bianca, gli Stati Uniti abbiano prodotto in media 12,9 milioni di barili al giorno: il record storico del Paese e la quantità più alta mai fatta registrare da qualsiasi nazione.**

**Che cosa succederà al prezzo del petrolio, rimasto negli ultimi mesi sotto tono, dipenderà anche dalle tensioni in Medio Oriente, che continuano a essere foriere di rischi potenziali. A tutto ciò si aggiunge la sempre**

**maggior diffusione di energie alternative, un processo oramai in corso e che è difficile fermare. Il contesto generale rende complessa qualsiasi decisione d'investimento e, soprattutto, non permette scelte unilaterali sulla fonte energetica dominante**

Quando si parla di energia, difficilmente ci si può limitare ad analisi macroeconomiche e finanziarie: i prezzi di risorse naturali come gas e petrolio dipendono certamente dall'equilibrio attuale fra





domanda e offerta ma, soprattutto, dalle stime sull'evoluzione futura di questo equilibrio. Entrambi i termini dell'equazione, però, sono da sempre influenzati da variabili geopolitiche che negli ultimi anni stanno aumentando il proprio peso in maniera a dir poco prepotente. Al di là, infatti, di come potrebbe evolversi il ciclo nei prossimi mesi, in cui finalmente sapremo se il taglio dei tassi da parte di Bce e Fed avverrà nel mezzo di una recessione o di un soft-landing, l'avvenire dei combustibili fossili dipende in maniera cruciale da che cosa succederà a livello di scelte strategiche in quest'era di post-globalizzazione.

#### UNA CALMA INGIUSTIFICATA

Da una parte abbiamo il cosiddetto blocco dell'Opec+, dominato dal colosso saudita e da quello russo. Questa organizzazione negli ultimi anni è andata sempre più configurandosi come uno dei tanti modi con cui le potenze emergenti stanno tentando di cambiare i rapporti di forza nei confronti dell'ordine incentrato sugli Stati Uniti. È però un fatto notorio

che avere nemici in comune, o quanto meno obiettivi parziali convergenti, non è sufficiente a sanare contraddizioni profondissime. Basti pensare ai pessimi rapporti che esistono ormai da tempo immemorabile fra due player chiave del Medio Oriente come Arabia Saudita e Iran.

Ciò che forse è meno evidente è perché finora i mercati energetici abbiano reagito in maniera così tenue al rischio di un mondo nel caos completo, una calma che probabilmente non sarebbe giustificata neppure in presenza di fondamentali economici non entusiasmanti come quelli attuali. Al momento, ad esempio, i prezzi del Brent si posizionano intorno a 75 dollari al barile, a malapena in rialzo rispetto all'inizio dell'anno dopo mesi di quotazioni declinanti dai picchi intorno a 90 dollari registrati la scorsa primavera. Peraltro, alle nubi dei rapporti fra nazioni rivali vanno aggiunti un paio di fattori potenzialmente bullish per i corsi energetici: innanzitutto il livello di riserve di oro nero stoccate a livello globale

(circa 4,4 miliardi di barili) è ai minimi dal 2017. Dall'altra parte, la disciplina finora mostrata dai membri del cartello è stata decisamente robusta, tanto che negli ultimi mesi le entrate dell'Arabia Saudita derivanti dalle esportazioni di greggio sono scese ai minimi degli ultimi tre anni.

#### USA BIPARTISAN PER L'OIL&GAS

Come si spiega dunque una simile debolezza? Per certi versi la risposta va cercata in un ulteriore sviluppo politico che, in teoria, dovrebbe rappresentare un altro pilastro per le prospettive dei combustibili fossili: nello specifico ci si riferisce al progressivo scetticismo occidentale nei confronti della transizione energetica. Il problema è che ciò può forse fornire un'assicurazione a medio-lungo termine sulla domanda europea di oro nero, che viene però più che compensata da un'America sempre più vogliosa di scompaginare i mercati energetici grazie alle proprie immense riserve. Basti pensare che nel 2023 gli Stati Uniti hanno prodotto in media 12,9 milioni di barili al giorno. Si tratta non solo del record storico del Paese, ma anche della quantità più alta mai fatta registrare da qualsiasi nazione. Quest'anno ci si dovrebbe fermare poco sotto (12,8 milioni secondo le stime dell'Eia), più a causa di una crescita della domanda in continuo rallentamento che per la mancanza di capacità o di volontà di spingere ulteriormente al rialzo l'output. Il punto di svolta fondamentale, al di là delle cifre in sé impressionanti per il futuro dei mercati del petrolio, è però da ricercare nella nuova presidenza Trump. Infatti, appare in maniera sempre più chiara che i repubblicani continuano a essere il partito del fossile per eccellenza. Di conseguenza, nei prossimi anni vi è da aspettarsi ingenti investimenti in ambito energetico, forse come mai si sono visti. Il trend potrebbe però assumere caratteristiche secolari ben oltre l'evoluzione politica: infatti, i record produttivi citati sono stati raggiunti negli anni della presidenza Biden e l'oil&gas rischia di essere sempre di più l'unico argomento sul quale sta emergendo una sorta di consenso bipartisan.

## RIPRESA BASATA SULL'ENERGIA

È interessante notare che già nella campagna elettorale i toni adottati da Kamala Harris fossero stati molto diversi rispetto a quanto sostenuto dal Partito democratico fino a non molti anni fa. Al proposito, un'interessante analisi viene elaborata da **Libby Cantrill**, head of public policy di **Pimco**: «Nel corso del dibattito fra Harris e Trump il fracking è stato menzionato 11 volte, a conferma dell'importanza della questione nel cruciale swing state della Pennsylvania, dove si è tenuto il confronto. Harris ha preso le distanze dalla posizione politica che aveva rivendicato durante il ciclo del 2020, quando aveva dichiarato che avrebbe “assolutamente sostenuto un divieto federale sul fracking”». In pratica, oggi nessun politico statunitense si può permettere di ignorare le ragioni degli stati manifatturieri e dei produttori di materie prime e concentrarsi solo sulle sofisticate economie urbane e liberali. Il Paese deve infatti, per una non piccola quota, la propria formidabile ripresa alla spettacolare marcia verso l'indipendenza energetica dell'ultimo quindicennio.

L'erosione dei consensi, evidenziata dalle ultime presidenziali, anche all'interno di nicchie in cui la componente più liberal della politica americana dominava, mostra che gli elettori sono stati profondamente scioccati dalla recente inflazione. Non appare probabile che si torni a puntare in futuro su una retorica anti-petrolio, anche se l'amministrazione Trump si rivelasse impopolare e inefficace. Di fronte a tutto ciò non è incredibile pensare che, alla fine, anche i titani dell'Opec+ cedano, tentando di guadagnare grazie a maggiori volumi ciò che hanno perso a causa di corsi più bassi.

Potenzialmente un simile fenomeno potrebbe portare a un mercato inondato di greggio, con effetti disastrosi sui corsi. Qualche numero interessante viene fornito al riguardo da **Malcolm Melville**, fund manager, energy di **Schroders**: «L'Opec dispone di una notevole capacità di riserva dopo avere tagliato l'offerta negli ultimi anni per stabilizzare i prezzi a fronte di una domanda debole. Questi tagli hanno fatto sì che l'organizzazione dei produttori perdesse quote di mercato, in particolare a favore degli Stati Uniti, men-



*L'Opec dispone di una notevole capacità di riserva dopo avere tagliato l'offerta negli ultimi anni per stabilizzare i prezzi a fronte di una domanda debole. Questi tagli hanno fatto sì che l'organizzazione dei produttori perdesse quote di mercato, in particolare a favore degli Stati Uniti, mentre ora sta pianificando il ritorno dell'offerta supplementare a partire da dicembre di quest'anno*



**MALCOLM MELVILLE**  
fund manager, energy  
**Schroders**



tre ora sta pianificando il ritorno dell'offerta supplementare a partire da dicembre di quest'anno. La capacità di riserva dell'Opec è attualmente molto elevata, pari a circa 5 o 6 milioni di barili di petrolio al giorno, a fronte di una domanda globale di 102 milioni di barili di petrolio giornalieri. Ciò potrebbe portare a una significativa eccedenza di greggio».

## MEDIO ORIENTE IN FIAMME

Detto ciò, non bisogna abbandonarsi alla compiacenza, poiché sui mercati delle materie prime questo atteggiamento costituisce sempre la base perfetta per uno shock nella direzione opposta. Specialmente quando ci si avventura nei meandri dei conflitti medio-orientali, c'è sempre il rischio che succeda l'imprevedibile. Chiaramente, in questo ambito la variabile impazzita è il possibile scoppio di un conflitto su vasta scala fra Israele e Iran. Finora il primo si è limitato ad attacchi limitati nei confronti del colosso del mondo sciita. La tentazione di approfittare di un periodo di calma piatta in ambito energetico potrebbe però spingere il governo israeliano a un azzardo maggiore. Al riguardo, conviene sicuramente prestare attenzione al ragionamento di Malcolm Melville: «A preoccupare gli investitori è il rischio che Israele prenda

di mira l'impianto petrolifero iraniano di Kharg, nel Golfo Persico. La maggior parte degli 1,7 milioni di barili al giorno esportati dall'Iran proviene da questo terminale petrolifero, che è uno dei più grandi del mondo ed è stato danneggiato dall'Iraq durante la guerra Iran-Iraq degli anni '80. Il terminale petrolifero di Kharg sarebbe un vero e proprio punto strategico, se Israele volesse danneggiare la capacità dell'Iran di esportare petrolio. E potrebbe sostenere che questo è il momento giusto per farlo, dato che la capacità di riserva dell'Opec compenserebbe la perdita di petrolio iraniano».

## E SE L'IRAN SI VENDICASSE?

Il richiamo agli avvenimenti degli anni '80 non è casuale: all'epoca si assistette infatti a un potente contro-shock petrolifero che mise fine all'era della favolosa ricchezza delle economie dell'Opec che si era estesa per un ventennio. Anche in tale periodo, una buona parte della violenza scatenatasi nell'area poteva essere ricondotta, fra le varie ragioni, al desiderio di mettere fuori gioco i concorrenti più scomodi. Rispetto ad allora, però, il volume di traffici nel Golfo Persico, sia di risorse naturali, sia di manufatti, è cresciuto a dismisura. In pratica siamo di fronte all'ennesimo esempio di fragilità data dalla complessità delle catene di fornitura. Fuor di metafora, un Iran disperato e dispo-

sto al tutto per tutto potrebbe paralizzare i mercati mondiali, o quanto meno rifilare un colpo senza precedenti. Ancora Melville: «Se Israele "armasse" il petrolio mettendo fuori uso il terminale di Kharg, si aprirebbe la possibilità di una concreta vendetta dell'Iran, che potrebbe essere interrompere lo Stretto di Hormuz. Situato al largo della costa iraniana, le acque di questo imbuto sono molto basse, con strette rotte di navigazione larghe due miglia in ogni direzione. Circa il 20% di tutto il petrolio passa attraverso questo collo di bottiglia strategico. Se Israele attaccasse le strutture petrolifere iraniane sull'isola di Kharg, il prezzo globale del petrolio potrebbe balzare a circa 85-90 dollari al barile, il livello al quale si trovava ad aprile di quest'anno, una cifra gestibile per i mercati. Tuttavia, se poi l'Iran accennasse a fare qualcosa nello Stretto di Hormuz, il prezzo del petrolio potrebbe subire un'impennata. Non credo sia irrealistico ipotizzare che il corso del greggio potrebbe tornare ai massimi storici di 147 dollari al barile, poiché il mercato perderebbe potenzialmente il 20% dell'offerta».

## IL GREEN NON È MORTO

Dunque, gli investitori si trovano oggi a gestire un comparto in cui è praticamente impossibile riuscire ad applicare normali processi di analisi e di stock picking, qualora si decidesse

di puntare su vari titoli energetici. Se, inoltre, si allarga il discorso oltre le orrende contingenze attuali, emergono altri punti di domanda. Nello specifico, l'idea di arrivare a un'economia più sostenibile e la convinzione che la strada maestra verso questo obiettivo sia data dall'elettrificazione non sono certo state accantonate. Ipotizzare tempi più dilatati per l'abbandono dei motori tradizionali in Europa è probabilmente realistico, così come è da mettere in conto un atteggiamento molto più scettico nei confronti delle rinnovabili e dei nuovi motori da parte dell'amministrazione Trump. D'altro canto, pensare a una completa inversione a U con il ritorno di un paradigma tipo Texas nel 1983 è altrettanto illusorio. Il mondo ha bisogno di una marea di elettricità, per via della crescita dei mercati emergenti e dell'esplosione di nuove tecnologie power-intensive come l'intelligenza artificiale. Di conseguenza è assurdo pensare, sia di affidare il tutto alle rinnovabili, sia comportarsi come se gli ultimi 30-40 anni non avessero cambiato la realtà in maniera profondissima. Se proprio si vuole vedere il bicchiere (o il barile) mezzo pieno si può notare che forse un certo buon senso sta cominciando a farsi largo.

## UN MIX PIÙ RIEQUILIBRATO

L'economia globale nei prossimi decenni probabilmente vedrà lo spostamento verso un mix più riequilibrato con un importante

ruolo per tutti: solare, eolico, idroelettrico, nucleare e fossili. È interessante notare, peraltro, che l'azione politica sembra mostrare un consenso sorprendentemente bipartisan su questo tema, speculare alla volontà di non danneggiare l'oil&gas. Molto interessante al proposito l'analisi di **Aanand Venkatramanan**, head of Etfs per l'area Emea di **Lgim**: «Noi di Lgim riteniamo che, se c'è un comparto che non risentirà eccessivamente dei risultati elettorali, è proprio l'energia green. Ma come siamo giunti a questa conclusione? Donald Trump non ha mai nascosto la sua avversione alle rinnovabili e di volere favorire la produzione interna di combustibili fossili e sembra legittimo aspettarsi misure che vadano nella stessa direzione vista nel corso della sua prima amministrazione, quando, nel 2017, gli Stati Uniti sono usciti dagli Accordi di Parigi. In realtà, molti si stupiranno nello scoprire che, durante la presidenza Trump, l'ammontare di energia eolica e solare è cresciuta di anno in anno, arrivando a livelli che, in quel periodo, fecero registrare un record per entrambi i segmenti».

Se si dovesse sintetizzare quanto esposto finora, forse si potrebbe affermare che nell'ultimo decennio è tornata senz'altro una forte influenza politica sui mercati, ma non va sopravvalutata, in quanto l'evoluzione tecnologica risponde a una miriade di fattori e necessità che non possono poi essere mutati più di tanto da un presidente o anche da un intero partito al potere.

Perciò, quali indicazioni di investimento si possono trarre da questi input? Va innanzitutto chiarito che il tema dell'energia rimane importante: difficilmente i consumi in questo senso (qualsiasi sia la fonte e la forma prescelta) andranno a diminuire. Sembra dunque logico tentare di diversificare quanto più possibile, fra azioni di produttori e distributori e attraverso varie commodity. Non bisogna dunque dare per morti il petrolio e il gas, ma neppure il sole e il vento. Dall'altra parte, il ritorno in forze di nucleare e uranio, considerati moribondi fino a pochi anni fa, evidenzia un fatto: il pianeta ha fame di crescita e dunque, probabilmente, vi è spazio un po' per tutti, senza però pensare di impostare la propria strategia ipotizzando un paradigma dominante.



*Molti si stupiranno nello scoprire che, durante la presidenza Trump, l'ammontare di energia eolica e solare è cresciuta di anno in anno, arrivando a livelli che, in quel periodo, fecero registrare un record per entrambi i segmenti*



**AANAND VENKATRAMANAN**  
head of Etfs per l'area Emea  
**Lgim**



# Tante small e mid cap Usa da comprare

**a cura di Boris Secciani**

Ultimamente, le small e mid cap Usa sono un'asset class abbastanza trascurata: l'attenzione è sempre più concentrata sulle large cap, specie tecnologiche. Ma c'è chi ritiene che le capitalizzazioni minori possano ancora fornire ampie soddisfazioni. A parlarne è **Charlotte Daughtrey**, equity investment specialist Us and small & mid cap equity strategies di **Federated Hermes**.

**Innanzitutto, quale quadro emerge da un'asset class così vasta come quella delle capitalizzazioni minori americane?**

«Se analizziamo l'indice Russell 2500, che raccoglie le 2.500 capitalizzazioni minori del Russell 3000, il primo elemento che si nota è che si tratta di un benchmark estremamente vasto. Ciò fa sì che per costruire un portafoglio di small e mid cap statunitensi è necessario operare con grande selettività: è un'asset class molto più diversificata, per caratteristiche settoriali, di rendimento e di redditività, rispetto all'S&P 500, che peraltro presenta un grado di concentrazione molto maggiore. Un primo filtro per costruire un adeguato stock picking in questo spazio è che molte aziende del Russell 2500 operano in perdita. Al tempo stesso, però, in questo insieme è possibile investire su alcuni gruppi che costituiscono la spina dorsale dell'economia statunitense. Inoltre, si tratta spesso di azioni che, almeno parzialmente,

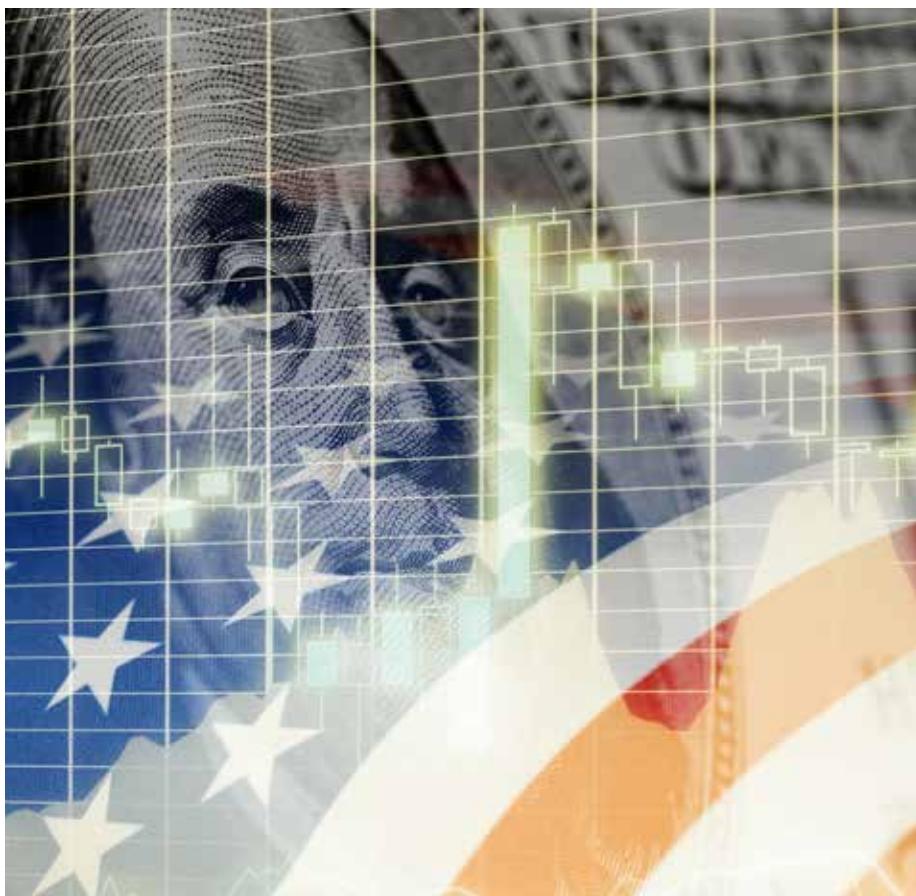
sfuggono ai radar di Wall Street: di conseguenza non di rado è possibile spuntare valutazioni attraenti. Quest'ultimo criterio, peraltro, rappresenta uno dei pilastri del nostro processo di investimento».

**Su che cosa si basa il vostro stock picking?**

«L'obiettivo della nostra strategia è detenere azioni di gruppi che presentano un quadro di forte e sostenibile crescita degli utili, in grado, quindi, di superare senza eccessivi patemi i momenti difficili a livello ciclico. Il nostro fondo, in generale, mostra un profilo piuttosto high conviction, con un numero di posizioni detenute che oscilla generalmente da 40 a 60. Rispettiamo, comunque, alcuni criteri di diversificazione piuttosto stringenti: nessun nostro investimento supera il 3% del totale degli Aum. Lo stile della strategia è decisamente bottom-up e senza alcun limite settoriale, anche se riusciamo a ottenere un'esposizione all'insieme dell'economia statunitense. Inoltre, ci concentriamo esclusivamente su un orizzonte temporale medio-lungo. Infatti, è per noi fondamentale filtrare i problemi contingenti, destinati a sparire nel giro di qualche trimestre al massimo, rispetto al potenziale che andrà a schiudersi nel corso di anni. Per fare ciò, dedichiamo grandi risorse al dialogo costante con il management dei target dei nostri investimenti. In questa maniera abbiamo costruito nel corso degli anni un



**CHARLOTTE DAUGHTREY**  
equity investment specialist  
Us and small & mid cap  
equity strategies  
**Federated Hermes**



ampio patrimonio di conoscenze proprietarie».

**Ultimamente si è diffusa l'idea che ormai l'innovazione tecnologica richieda tali investimenti da potere essere portata avanti solo da grandi gruppi; è possibile, invece, trovare piccole e medie capitalizzazioni altamente innovative?**

«In effetti un pregiudizio duro a morire è che questo genere di società operi soprattutto nei settori più tradizionali dell'economia Usa. In realtà non è così: molti dei nomi presenti nel nostro portafoglio sono caratterizzati da una forte agilità nei loro investimenti e da una posizione di leadership nella nicchia in cui operano. Ad esempio, siamo esposti a un gruppo che testa i macchinari dedicati alla produzione di semiconduttori: si tratta di un comparto che sta godendo del boom dell'intelligenza artificiale. Date le dimensioni relativamente contenute di queste aziende, vi è anche un importante tema di M&A che le coinvolge. Sicuramente poi ci sono nomi che operano all'interno di segmenti più tradizionali,

spesso in ambito manifatturiero, ma sarebbe sbagliato sottovalutare il loro potenziale di crescita, perché non poche di queste società sono destinate a trarre grande beneficio dai piani di espansione e ammodernamento delle infrastrutture negli Stati Uniti. Intorno a tali progetti, peraltro, vige un consenso piuttosto bipartisan».

**Di recente abbiamo cominciato a vedere una discreta rotazione verso questa asset class, dopo anni di sottoperformance. Vi aspettate che il fenomeno continui?**

«I presupposti ci sono tutti: innanzitutto, l'ultimo decennio ha marcato il più lungo e intenso periodo di minori rendimenti relativi rispetto all'S&P 500. In particolare, il fenomeno si è accentuato a partire dal 2020: in concomitanza con il Covid, si è verificato un forte bear market, cui ha fatto seguito una ripresa più modesta rispetto a quanto visto fra le large e mega cap. Grazie a ciò, si ha oggi uno sconto del 25-30% rispetto alle valutazioni dell'S&P 500, pratica-

mente un massimo di sempre. Anche se si guarda alla media storica, si possono notare metriche decisamente contenute, un caso pressoché unico all'interno dei mercati sviluppati. Infatti, i corsi elevati delle maggiori capitalizzazioni Usa sono un fatto noto, ma anche l'Europa presenta un azionario che non è particolarmente economico, in quanto è più o meno in linea con la propria media storica. Le small e mid cap americane, quindi, hanno un posizionamento unico nell'attuale panorama dei mercati. Il tutto a fronte di un profilo di rischio che, a dispetto degli stereotipi, è oggi decisamente contenuto rispetto ad altre classi di attività».

**Quali sono i punti di forza di questa tipologia di azioni rispetto alle nuove che oggi si stanno addensando in giro per il mondo?**

«Innanzitutto la loro dipendenza dal mercato domestico è molto maggiore. In media, la percentuale di fatturato generato negli Stati Uniti si posiziona fra il 70% e l'80%, a fronte di circa il 50% per i membri dell'S&P 500. In uno scenario come quello attuale, potere contare su una delle economie più vivaci all'interno del mondo sviluppato rappresenta senza dubbio un elemento positivo. Inoltre, l'attuale tendenza verso una minore globalizzazione con il reshoring di diverse attività è sicuramente un elemento di fondo favorevole a questa asset class, che può godere di un crescente interesse verso una maggiore produzione domestica».

**Infine, un altro stereotipo le vede sensibili all'andamento del costo del denaro. Data la possibilità di tassi higher for longer, qual è la vostra opinione al riguardo?**

«Anche in questo caso la selettività è d'obbligo e sicuramente è meglio evitare di investire in aziende dai bilanci gravati da un forte uso della leva. Dall'altra parte, però, un ambiente caratterizzato da un andamento del Pil nominale più vivace rispetto a quello dello scorso decennio, con un'inflazione che si colloca fra il 2% e il 3%, costituirebbe un quadro quasi ideale per molti protagonisti delle capitalizzazioni più contenute».

# «Chi ben acquista è alla metà del profitto»

di Walter Sperb

**Stiamo attraversando tempi difficili. C'è aria di crollo dei prezzi? Sin dall'inizio, abbiamo orientato i nostri portafogli per affrontare le crisi, cercando di trarre sempre il meglio da ogni situazione.**

Guerre, conflitti commerciali, conseguenze incerte delle elezioni americane, un'economia zoppicante in Cina e nella zona euro e debiti pubblici fuori controllo: ci sono parecchi motivi per guardare con scetticismo all'andamento dei mercati.

Abbiamo fondato Flossbach von Storch 25 anni fa, sviluppando una strategia di investimento solida per i momenti in cui

le crisi sono inevitabili. Allora il sistema finanziario era fragile e ancora oggi ci sono molti rischi noti (e ignoti). È quindi molto probabile che in futuro si verifichino nuovamente fasi di mercato difficili. Basta volgere un rapido sguardo al passato.

## IL NOSTRO PENTAGRAMMA

All'inizio del 2003, i nervi degli investitori vennero messi a dura prova in tutto il mondo: i prezzi delle azioni crollarono. Gli Stati Uniti invasero l'Iraq e l'economia americana cadde in una profonda recessione. In Europa non andava molto meglio. All'epoca, Flossbach von Storch si occupava esclusivamente del patrimonio di privati facoltosi: appena reduci dall'esplosione della bolla tecnologica e dagli effetti dell'11 settembre, molti cercavano un investimento capace di resistere a tutte le crisi e catastrofi. Ma un simile investimento non esiste. È impossibile evitare completamente i rischi. Una cosa, però, si può fare: cercare di comprendere e prevenire i pericoli cui è esposto un patrimonio nel lungo termine. Furono proprio quelli gli anni in cui nacque il "Flossbach von Storch-Pentagramm", cinque linee guida che hanno dato prova della loro validità nella pratica e che ci orientano tuttora in tutte le nostre decisioni d'investimento.



**Diversificazione.** Il patrimonio andrebbe sempre ben ripartito: mai investire tutto in obbligazioni, né in azioni o in metalli preziosi, perché non si può prevedere il futuro. Meglio, quindi, non farsi trovare impreparati, suddividendo il capitale tra diverse classi di investimento.

**Qualità.** Quando si tratta di mercati, nel lungo termine la qualità ripaga sempre, specialmente nei periodi di crisi. Gli investitori dovrebbero quindi concentrarsi su società con un modello di business e un bilancio solidi. Noi poniamo particolare attenzione alla solidità, agli utili attesi e alla loro prevedibilità.

**Flessibilità.** Quando il contesto si fa complesso, molti investitori si affrettano ad abbandonare le loro posizioni. Questa



**WALTER SPERB**  
capital market strategist  
Flossbach von Storch in Italia

mossa può rivelarsi fatale, se gli investimenti sono poco liquidi. Pertanto, prima di effettuare un investimento, è fondamentale verificare con quale facilità può essere venduto. Inoltre, bisogna sempre mantenere una riserva di liquidità per sfruttare eventuali opportunità che il mercato offre.

**Solvibilità.** Un bilancio solido è un fattore determinante per il mercato azionario, soprattutto in tempi difficili. Di solito la solidità di un bilancio viene presa in considerazione dagli investitori in azioni quando la situazione del mercato è complicata, ma la solvibilità è sempre essenziale per garantire l'indipendenza e la capacità di manovra degli operatori di mercato, mentre un indebitamento elevato rappresenta la causa più frequente di perdita di capitale e di fallimento.

**Valore.** Il prezzo è ciò che si paga, il valore è ciò che si riceve in cambio. Come bravi imprenditori, gli investitori dovrebbero conoscere il valore delle aziende in cui intendono investire, pagando un prezzo che assicuri un potenziale di crescita. È pericoloso lasciarsi trascinare dalle euforie dei mercati.

Il nostro Pentagramm ha superato il banco di prova con la grande crisi finanziaria del 2007/2008. Quella volta, il primo a crollare fu il mercato immobiliare negli Stati Uniti, poi le pressioni colpirono un numero crescente di istituti finanziari. I patrimoni gestiti da Flossbach von Storch non ne risentirono, perché l'esposizione al settore era già stata azzerata nel 2007, nonostante l'opinione generale del mercato ritenesse stabile la situazione dei titoli finanziari e interessanti le sue valutazioni. In Flossbach von Storch, facciamo affidamento sulla nostra ricerca interna: indipendenti da sempre nel pensiero e nelle azioni.

## PRESERVARE IL PATRIMONIO

Sin dalla nostra fondazione, l'obiettivo è stato preservare e accrescere nel lungo periodo il patrimonio dei nostri clienti. Curiosamente, i fondi multi-asset di Flossbach von Storch sono stati lanciati proprio nel 2007, cioè un anno prima della grande crisi finanziaria, e sono anch'essi gestiti secondo la comprovata filosofia d'investimento dell'azienda. Oggi le masse gestite attraverso queste soluzioni,

rivolte a clientela istituzionale, privata e nell'ambito del wealth management, sono oltre 30 miliardi di euro. Anche il patrimonio degli stessi fondatori e dipendenti di Flossbach von Storch viene investito nei fondi gestiti dall'azienda. La responsabilità è la stessa e uguale è anche l'impegno per battere le aspettative. Il 1° febbraio 2020 era un martedì, l'anno era iniziato da poco, ma il mondo stava già affrontando l'ennesima grande crisi: il Covid-19. Al 25° piano della Triangleturm, di fronte al Duomo di Colonia, il team strategico di Flossbach von Storch era riunito attorno a un tavolo: c'erano i due fondatori, Kurt von Storch e Bert Flossbach, più gli strategist Philipp Vorndran e Thomas Lehr, e ancora Thomas Mayer, amministratore e fondatore del Flossbach von Storch Research Institute. Infine partecipavano i gestori di fondi e gli analisti più esperti dell'azienda. Tutti erano convinti che, se il Covid-19 avesse scatenato una crisi, le conseguenze sarebbero state imprevedibili. La priorità, quindi, era proteggere il patrimonio nel migliore modo possibile. Dopo il primo rimbalzo dei prezzi azionari all'inizio del 2020, Flossbach von Storch ridusse le sue esposizioni. Quando la pandemia paralizzò l'economia e le quotazioni delle azioni iniziarono a colare a picco, le partecipazioni azionarie dei portafogli multi-asset furono costantemente coperte per proteggere i portafogli da ulteriori cali dei prezzi.

## UNA VISIONE GLOBALE

Il team strategico di Flossbach von Storch si riunisce con regolarità per analizzare la situazione mondiale e i fattori più importanti che influenzano i mercati dei capitali. A ogni tesi fa seguito un'antitesi, fino a giungere a una sintesi condivisa sui temi più importanti, che viene continuamente rivista.

Questa visione globale è il punto di partenza per la costruzione del portafoglio, specialmente di un fondo multi-asset. In un mondo dominato dal debito, un portafoglio Flossbach von Storch dovrebbe essere il più solido possibile e contenere una quota significativa di asset liquidi, come l'oro (diretto e indiretto) e le azioni di società d'eccellenza. La liquidità è importante per sfruttare ogni nuova opportunità che si presenta. Nelle fasi di turbo-

lenza, il portafoglio è abbastanza resiliente da contenere le perdite a livelli sostenibili, mentre nei periodi più tranquilli consente di generare utili discreti.

## LA QUALITÀ A UN PREZZO EQUO

In generale, nei portafogli vengono inseriti solo investimenti che soddisfano i nostri criteri di qualità, a condizione che il prezzo sia equo, a prescindere dalla situazione del mercato. Per la valutazione ci affidiamo a tool di analisi sviluppati internamente. E per ottenere risultati soddisfacenti, è indispensabile conoscere a fondo gli asset nei quali si investe. È proprio per questo motivo che i nostri analisti e gestori di fondi conducono ogni anno colloqui con circa 300 aziende. Grazie al fatto di essere uno dei maggiori gestori di patrimoni indipendenti dalle banche in Germania, Flossbach von Storch ha accesso ai consigli di amministrazione dei grandi gruppi internazionali. È un enorme vantaggio, perché il management gioca un ruolo decisivo nella valutazione di un'azienda: un amministratore delegato con una mentalità imprenditoriale cercherà di sfruttare al meglio le risorse che un'azienda ha a disposizione. Nonostante tutte le precauzioni, però, le fluttuazioni dei prezzi nel breve termine sono inevitabili. Ma per chi ragiona da imprenditore, queste oscillazioni non spaventano, perché possono rappresentare anche buone occasioni. In un'ottica di lungo termine, infatti, si può dire che «chi ben acquista è a metà del profitto».

## INVESTIRE NEL TEMPO

Altrettanto importante per il successo degli investimenti è il fattore tempo. Flossbach von Storch non investe nel breve periodo, perché i risultati potrebbero essere viziati dalla casualità, mentre nel lungo termine sono guidati dagli utili aziendali e dalle relative opportunità di sviluppo. Anche alla luce delle attuali incertezze, una significativa correzione dei mercati non sarebbe una sorpresa, ma prevederne le tempistiche è impossibile. Nel lungo periodo una cosa è certa: gli orsi (prima o poi) hanno ragione, ma i tori hanno i soldi. Ecco perché non conviene vendere tutto, anche se al momento mantenere una riserva di liquidità può rappresentare una scelta prudente.

# Il contropiede della Fed come Italia-Germania 2006

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

*“C’è ancora lo spazio per l’ultimo attacco. 10 secondi. Prova la Germania con la forza della disperazione. Tutti dentro l’area di rigore i saltatori, arriva il pallone... lo mette fuori Cannavaro, poi ancora insiste Podolski, Cannavaro, Cannavaro!*

*Via il contropiede con Totti. Dentro il pallone per Gilardino. Gilardino la può tenere anche vicino alla bandierina. Cerca l’uno contro uno Gilardino. Dentro per Del Piero, Del Piero, Gooaall!, Gooaall! Alex Del Piero! Chiudiamo le valige, andiamo a Berlino, andiamo a prenderci la coppa!”*

(4 Luglio 2006, Stadio Signal Iduna Park di Dortmund, Germania, Fabio Caressa)

È una notte magica quella del 4 luglio 2006 a Dortmund. Italia e Germania si sfidano per la semifinale dei Mondiali di calcio. Partita tesa, sofferta, in equilibrio fino agli ultimi decisivi 10 minuti.

Segna Grosso, poco dopo Cannavaro blocca l’ultimo contropiede tedesco, dando via all’azione che porta Alex del Piero a segnare il definitivo 2 a 0.

## **CALCIO E FINANZA ASSOCIATI**

Uno strano inizio per una nota finanziaria, ma calcio e finanza sono spesso associati. Il primo, perlopiù usato come metafora della seconda. Ne è un caso lo storico discorso dell’ex governatore della Banca d’Inghilterra Mervy King. Nel 2005 fu lui a paragonare l’influenza delle banche centrali sulle aspettative degli operatori finanziari al goal di Maradona contro l’Inghilterra nei Mondiali del 1986.

Sono passati quasi 20 anni da quel discorso, ma le banche centrali, le aspettative degli operatori e i tassi d’interesse continuano a infiammare il tifo dei mercati.

I tempi sono cambiati, le banche centrali a tratti appaiono meno sicure sulla direzione da intraprendere, rispetto alla ripartenza del “pibe de oro” nell’86.

Ne è un esempio l’asincronia tra le decisioni e le aspettative della Fed a cavallo tra il 2023 e il 2024. Nonostante ciò, la decisione dell’Istituto di tagliare i tassi d’interesse di 50 punti base a settembre mi ricorda l’azione del 2 a 0 dell’Italia a Dortmund.

## **LA FED AI SUPPLEMENTARI**

Dopo 24 mesi di tensione, preoccupazioni e la necessità di gestire una partita in equilibrio con l’inflazione, nel corso del 2024, con la stessa caparbietà del tiro a giro di Grosso, anche la Fed, nei tempi supplementari, è passata in vantaggio. Nel mese di agosto, però, l’atten-



dismo ha fatto i conti con il contropiede della disoccupazione. Il report sul mercato del lavoro americano, prima, e le parole di Powell a Jackson Hole dopo, hanno di fatto raffigurato un cross pericoloso all'interno dell'area di rigore da parte della banca centrale. A effettuare il passaggio è stata proprio la disoccupazione salita dal 3,4% del mese di gennaio al 4,3%.

A settembre la Fed si è trovata a dover contrastare una pericolosa ripartenza. Se il cross della disoccupazione avesse trovato l'impatto del rallentamento della crescita nell'area di rigore, si sarebbe raffigurato un pericoloso pareggio per il ciclo economico. Così come Cannavaro aveva arrestato l'offensiva tedesca e avviato il contropiede azzurro, la Banca centrale americana ha reagito al pericolo di contrazione e disoccupazione con un deciso taglio dei tassi. Il vantaggio è consolidato.

Purtroppo però, la Fed avrà bisogno di più tempo rispetto ai pochi secondi che sono serviti all'Italia per chiudere la partita. Nel 2006 l'azione Cannavaro-Totti-Gilardino-Del Piero ha sancito in pochi movimenti la vittoria degli azzurri. Per l'istituzione statunitense, probabilmente, potrebbe servire una strategia più cauta e misurata.

Nel 2006, gli ultimi minuti di gioco di Italia-Germania sono valsi a Cannavaro la vittoria del Pallone d'oro, oltre al Mondiale. Vedremo se anche Powell e la Fed con questa ripartenza potranno raggiungere nel 2025 altrettanti successi.

#### Considerazioni sui rischi

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

#### Informazioni Importanti

Questa comunicazione di marketing è per pura finalità esemplificativa ed è riservata all'utilizzo da parte dei Clienti Professionali in Italia. Non è destinata e non può essere distribuita o comunicata ai clienti al dettaglio. Le informazioni riportate in questo documento sono aggiornate al 31/03/2024, salvo ove diversamente specificato. Il presente documento è di natura commerciale e non intende costituire una raccomandazione d'investimento in un'asset class, un titolo o una strategia particolare. Non vigono pertanto gli obblighi normativi che prevedono l'imparzialità delle raccomandazioni di investimento/strategie d'investimento né i divieti di negoziazione prima della pubblicazione. Le informazioni fornite hanno finalità puramente illustrative e non devono essere considerate raccomandazioni di acquisto o vendita di titoli. Qualora fosse fatta menzione di specifici titoli, settori o strumenti finanziari, ciò non implica la loro presenza nel portafoglio dei fondi Invesco e non rappresenta un'indicazione acquisto o vendita. Le opinioni espresse da Invesco o da altri individui si basano sulle attuali condizioni di mercato e possono differire da quelle espresse da altri professionisti dell'investimento e sono soggette a modifiche senza preavviso. Il presente documento è pubblicato in Italia da Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg, regolamentato dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg.

# Più in forma, più felici, più produttivi con l'AI?

**a cura di Pinuccia Parini**

L'invecchiamento globale sta riducendo la popolazione attiva: dopo il boom dell'ultimo mezzo secolo, nei prossimi cinque decenni la forza lavoro potrebbe ridursi del 4-5% ogni cinque anni. L'intelligenza artificiale generativa ha il potenziale per migliorare i risultati dell'assistenza sanitaria accelerando approcci personalizzati e di prevenzione, sostenendo un invecchiamento sano e prolungando la vita lavorativa. Il suo potenziale dirompente potrebbe aumentare la produttività di professionisti esperti in una serie di settori, dalla legge all'economia, fino all'agricoltura. Questo è il messaggio che è uscito dall'incontro con **Andrea Redaelli**, senior relationship manager di **Lombard Odier Im**.

## **L'innalzamento delle aspettative di vita avrà ripercussioni sull'attività economica?**

«C'è un luogo comune secondo il quale l'invecchiamento della popolazione, con l'allungamento della vita, prosciugherà l'economia. Tuttavia, credo che, da questo punto di vista, l'intelligenza artificiale generativa (gen Ai) abbia il potenziale per sostenere una forza lavoro anziana e attiva, migliorando i risultati dell'assistenza sanitaria e prolungando le carriere, aumentando, così, e non sostituendo, le competenze faticosamente acquisite».

**Ma è indubbio che l'invecchiamento della popolazione ha come effetto una riduzione della forza lavoro. Che cosa ne pensa?**



**ANDREA REDAELLI**  
**senior relationship manager**  
**Lombard Odier Im**

«Negli ultimi decenni, la forza lavoro mondiale è cresciuta in modo significativo, incrementando il Pil e contribuendo al tempo stesso a contenere la crescita dei salari. Questa espansione è stata alimentata da molteplici fattori, tra i quali il baby boom del secondo dopoguerra, l'aumento della partecipazione femminile al mercato del lavoro e l'integrazione dei Paesi dell'Europa dell'Est e dell'Asia, in particolare della Cina, nelle catene di fornitura globali. In molte nazioni, tuttavia, questa tendenza si sta ora invertendo. L'aumento della ricchezza, gli alti livelli di occupazione femminile e il costo dell'educazione dei figli stanno portando a tassi di riproduzione netti negativi, determinando la fine del dividendo demografico. Il Giappone sta già soffrendo di un "inverno demografico" e ci si può aspettare che questa tendenza si manifesti anche nell'Europa meridionale e orientale, nella Corea del Sud

e soprattutto in Cina. Di conseguenza, prevediamo che, a livello globale, nei prossimi cinque decenni la forza lavoro si ridurrà di circa il 4-5% ogni cinque anni».

### **Qual è la sua definizione di inverno demografico?**

«L'inverno demografico è un altro termine per indicare ciò che noi chiamiamo deficit demografico ed è diventato popolare in questo secolo, poiché molti Paesi dell'emisfero settentrionale si aspettano che la loro popolazione attiva raggiunga il picco nei prossimi anni. Dopo la seconda guerra mondiale, è nata una numerosa generazione, nota come baby boomer. A causa del loro numero, soprattutto rispetto alle generazioni precedenti, che hanno subito le guerre, i baby boomer hanno avuto e continuano ad avere un peso notevole e conservano tuttora un effetto considerevole sulla normale costruzione demografica della società. Una volta che questi ultimi sono entrati nella forza lavoro a partire dagli anni '60, la popolazione in età lavorativa è cresciuta in modo sostenibile. Ciò ha dato un forte impulso alla crescita del Pil e ha contribuito a tenere sotto controllo l'inflazione in un effetto chiamato dividendo demografico. Ora si è passati da "un'estate" a un "inverno demografico"».

**Per riprendere la sua considerazione iniziale, qual è il ruolo dell'intelligenza artificiale in tale contesto?**

«Oltre a incrementare la produttività complessiva, l'intelligenza artificiale ha un potenziale significativo per contribuire a prolungare la durata della vita in buona salute, supportando e aumentando l'esperienza dei lavoratori maturi in una serie di professioni. L'aumento dell'aspettativa di vita e la crescita demografica dovuta al pensionamento della generazione del baby boom fanno sì che un numero sproporzionato di persone raggiunga l'età pensionabile. In questo scenario, i governi, le organizzazioni e le imprese non possono realisticamente sostenere i generosi regimi pensionistici del passato, che sono sempre più costosi, mentre le entrate statali derivanti dalla tassazione della popolazione in età lavorativa sono in calo. Avviene così che ai cittadini venga chiesto di contribuire a disinnescare la "bomba a orologeria delle pensioni", incoraggiando il risparmio pensionistico privato e lavorando più a lungo per finanziare la propria vita una volta lasciata la

loro occupazione per il raggiungimento dei limiti d'età. Oltre a incrementare la produttività complessiva, l'intelligenza artificiale ha un potenziale significativo per contribuire a prolungare la durata di un'esistenza con buoni standard di vita, supportando e aumentando l'esperienza dei lavoratori maturi in una serie di professioni. A nostro avviso, la comprensione di questa dinamica può sbloccare importanti opportunità di investimento a lungo termine».

### **La gen Ai renderà possibile un aumento della produttività e trasformerà il mercato del lavoro?**

«Storicamente, la tecnologia è stata il principale fattore di crescita della produttività, anche se con un ritardo di diversi decenni tra l'innovazione e l'arrivo dei suoi pieni benefici. L'invenzione e l'adozione dell'energia elettrica, dei motori e del computer ne sono un esempio. La nascita dell'intelligenza artificiale è importante almeno quanto l'invenzione del computer stesso. La sua capacità di utilizzare dati non strutturati, che rappresentano l'80% di quelli disponibili, la rende una tecnologia di svolta con un immenso potenziale in quasi tutti i settori dell'economia. Inizialmente, l'Ai sarà utilizzata principalmente per automatizzare compiti ripetitivi relativamente prevedibili, come, per citare alcuni esempi, l'assistenza clienti o il lavaggio dei piatti. Tuttavia, le capacità predittive della gen Ai le consentono di essere utilizzata per un'ampia gamma di compiti che in precedenza potevano essere svolti solo dagli esseri umani».

### **A che cosa si riferisce nello specifico?**

«L'ultima versione della gen Ai, nota come retrieval augmented generation, combina modelli linguistici di grandi dimensioni con fonti di informazioni esterne non strutturate per migliorare notevolmente la precisione e l'efficienza. Il suo potenziale di acquisire dati casuali e "imparare" significa che può migliorare rapidamente le sue prestazioni in contesti specifici. Nel corso del tempo, l'Ai generativa passerà da compiti prevedibili ad altri più destrutturati. Alla fine, l'Ai potrebbe passare da lavori di routine, come la contabilità e le televendite, a compiti di ottimizzazione come la diagnosi clinica e il trasferimento di proprietà. Sarà anche in grado di assistere una serie di lavori più complessi e

creativi, dalla costruzione di casi legali alla pianificazione militare. In effetti, McKinsey stima che tra il 2030 e il 2060 potrebbe essere automatizzato fino al 50% delle attività lavorative odierne».

#### **Informazioni importanti**

Il presente documento è una comunicazione aziendale ed è destinato esclusivamente agli Investitori Professionali.

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

Lombard Odier Funds (Europe) S.A. (di seguito la "Società"). La Società è autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur (la "CSSF") ai sensi dell'articolo 101(3) del 17 dicembre 2010 della Legge lussemburghese sugli OICVM e ai sensi dell'articolo 5 (4) del 12 luglio 2013 della Legge AfIMD e ha sede legale al 291, Route d'Arlon, L-1150 Lussemburgo. Il presente documento è approvato alla data di pubblicazione. La Società è raggruppata all'interno della divisione Lombard Odier Investment Management ("LOIM") del Gruppo Lombard Odier, che ha contribuito alla redazione del documento, e LOIM è una denominazione commerciale.

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

Il presente documento è di proprietà della LOIM, viene fornito a scopo puramente informativo ed è destinato al destinatario esclusivamente per uso personale. Non può essere riprodotto (in tutto o in parte), trasmesso, modificato o utilizzato per qualsiasi altro scopo senza la preventiva autorizzazione scritta della LOIM. Non è destinato alla distribuzione alla pubblicazione o all'utilizzo per qualsiasi altro scopo senza la previa autorizzazione scritta di LOIM.

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

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

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

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

La fonte dei dati è stata indicata laddove disponibile. Se non diversamente indicato, i dati sono stati elaborati da LOIM.

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

**Protezione dei dati:** È possibile che riceviate questa comunicazione perché ci avete fornito i vostri dati di contatto. In tal caso, si noti che potremmo trattare i vostri dati personali per finalità di marketing diretto. Per ulteriori informazioni sulla politica di Lombard Odier in materia di protezione dei dati, consultare il sito [www.lombardodier.com/privacy-policy](http://www.lombardodier.com/privacy-policy) ©2024 Lombard Odier IM. All rights reserved.

# La bellezza dei numeri.

## Algebris Financial Income Fund

Al primo percentile nei fondi Bilanciati Moderati EUR - Globali  
per Morningstar, su migliaia di fondi<sup>1</sup>. A uno, tre e cinque anni.

Rendimento netto (%)<sup>2</sup>

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (al 30.09)
<b>5.3</b>	<b>4.6</b>	<b>5.3</b>	<b>15.6</b>	<b>-18.4</b>	<b>23.2</b>	<b>1.7</b>	<b>18.6</b>	<b>-4.4</b>	<b>13.2</b>	<b>14.2</b>



<sup>1</sup> Il ranking si riferisce alla classe R EUR (ad accumulo) del fondo ed esprime il percentile rispettivamente su 3007 (a 1 anno), 2598 (a 3 anni), 2168 (a 5 anni) e 1127 (a 10 anni) fondi nella categoria EUR Moderate Allocation - Global (Bilanciati Moderati EUR - Globali) al 30/09/2024. Il fondo è al percentile 1 a 1, 3 e 5 anni; al percentile 2 a 10 anni. © 2024 Morningstar, Inc. Tutti i diritti riservati. Le informazioni contenute nel presente documento: (1) sono di proprietà di Morningstar; (2) non possono essere copiate o distribuite; e (3) non si garantisce che siano accurate, complete o tempestive. Né Morningstar né i suoi fornitori di contenuti sono responsabili di eventuali danni o perdite derivanti dall'uso di queste informazioni. Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri. <sup>2</sup> I rendimenti – relativi alla classe retail R (ad accumulo) in Euro del comparto – sono rappresentati al netto di costi amministrativi, commissioni di gestione, di performance e al lordo degli oneri fiscali. Fonte: BNP Paribas Dublin Branch. Dati al 30/09/2024. **QUESTA È UNA COMUNICAZIONE DI MARKETING. Si prega di consultare il prospetto dell'OICVM e il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID/KID) prima di prendere una decisione finale di investimento.** Tali documenti sono disponibili in lingua italiana e sono stati depositati presso la Consob. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Prima di investire nel fondo si prega di considerare che il valore delle azioni e delle obbligazioni sottostanti può aumentare o diminuire e vi è il rischio di perdere il capitale investito e che il fondo può investire in strumenti finanziari il cui valore potrebbe essere influenzato da numerosi rischi quali, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, il rischio di (i) Credito e tassi di interesse, (ii) CoCo-Bonds, (iii) Mercato, (iv) Mercati emergenti (v) Cambio, (vi) Sostenibilità e (vii) Derivati. Algebris Financial Income Fund è un comparto di Algebris UCITS Funds PLC, autorizzato e regolamentato in Irlanda dalla Central Bank of Ireland. La Società di Gestione è Algebris Investments (Ireland) Limited, autorizzata e regolata dalla Central Bank of Ireland. Il gestore delegato del comparto regolamentato è Algebris (UK) Limited, autorizzata e regolata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito. Algebris Financial Income Fund presenta un profilo di rischio SRI (Summary Risk Indicator), espresso su una scala di valori crescente da 1 a 7, di livello 4 su 7, che corrisponde alla classe di rischio media: ciò significa che le perdite potenziali dovute alla performance futura del prodotto sono classificate nel livello medio e le cattive condizioni del mercato potrebbero influire sulla capacità di rimborso del fondo. L'Indicatore SRI potrebbe non essere un'indicazione affidabile della futura categoria di rischio del fondo. In aggiunta, si prega di ricordare che i rendimenti futuri sono soggetti a tassazione, la quale dipende dalla situazione personale di ciascun investitore e può cambiare in futuro. Il fondo è adatto a investitori disposti ad accettare un livello medio di volatilità in un orizzonte di investimento a medio-lungo termine. Il fondo è considerato come gestito attivamente, ma senza fare riferimento ad alcun benchmark. Il presente documento non è né un documento contrattualmente vincolante né un documento informativo necessario ai sensi di una disposizione legislativa e non è sufficiente per prendere una decisione di investimento. L'investimento nel fondo comporta l'acquisizione di quote o azioni in un fondo e non in una determinata attività sottostante quali edifici o azioni di una società, poiché queste sono solo le attività sottostanti di proprietà del fondo. Per maggiori informazioni sui diritti degli investitori, disponibili in lingua italiana, si prega di prendere visione del Prospetto, consultabile al seguente link: [https://media.algebris.com/legalDocuments/Prospectus/IT/Algebris\\_UCITS\\_Funds\\_PlC\\_-Prospectus.pdf](https://media.algebris.com/legalDocuments/Prospectus/IT/Algebris_UCITS_Funds_PlC_-Prospectus.pdf). La documentazione d'offerta è accessibile gratuitamente sul sito internet [www.algebris.com](http://www.algebris.com) e presso i collocatori italiani, il cui elenco aggiornato è disponibile presso gli stessi collocatori, presso i soggetti incaricati dei pagamenti e nel sito internet di cui sopra. **Si rende fine noto che il gestore o il fondo può decidere di porre fine alla commercializzazione delle azioni del comparto in Italia.**



# FOCUS ALLA RICERCA DEL RENDIMENTO

Opportunità nelle diverse asset class



## Scelte d'investimento su misura

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

Si è entrati ormai negli ultimi mesi dell'anno e riflettere sulle opportunità che i mercati finanziari possono offrire è un esercizio più che mai utile. Anche in questa seconda parte del Focus presentiamo alcune considerazioni in questa direzione, in uno scenario nel quale pensare al futuro rimane un obiettivo sfidante.

## «Diversificazione e flessibilità nei bond»



**FLAVIO CARPENZANO**  
investment director  
reddito fisso  
Capital Group

**CAPITAL GROUP™**

### Come si assumono le decisioni d'investimento in un contesto economico che rimane incerto?

«Negli ultimi anni i mercati finanziari hanno affrontato eventi straordinari, con conseguente aumento dell'incertezza sul ciclo macroeconomico. All'inizio del 2022, con l'avvio di una delle fasi di rialzi più rapida, il mercato era convinto che una recessione fosse inevitabile; si trattava solo di valutarne la gravità. Nel 2023 gli investitori si sono preparati ad affrontare l'impatto ritardato della crescita dei tassi. Con il passare del tempo, tuttavia, l'economia è rimasta solida, riuscendo persino a superare relativamente indenne una mini-crisi bancaria. Data la resilienza del mercato del lavoro e la continua spesa dei consumatori, si è poi ritenuto che la Federal Reserve statunitense fosse in grado di effettuare un atterraggio morbido. Anche quest'anno il consenso è cambiato molto rapidamente da un estremo a un altro, sia sull'inflazione, sia sul mercato del lavoro. Perciò, visto gli scarsi risultati del mercato nel prevedere l'economia futura, riteniamo che sia importante non scartare troppo presto potenziali risultati, anche



perché senza la "Fed put" c'è molta più incertezza<sup>1</sup>».

### Ma quali sono gli scenari potenziali con cui ci si dovrebbe confrontare?

«Gli scenari più probabili sono la recessione, un atterraggio morbido o un'inflazione più "sticky". Al momento il mercato si attende una bassa probabilità di recessione, ma, come hanno evidenziato gli ultimi 12 mesi, le previsioni possono cambiare rapidamente. Ma vediamo come sono caratterizzati i tre possibili contesti individuati. Per quanto riguarda il primo, il graduale rallentamento del

mercato del lavoro statunitense (seppure con segnali spesso non chiari), che ha fatto scattare l'indicatore della regola di Sahm<sup>2</sup>, potrebbe segnalare l'inizio di una recessione negli Stati Uniti? Si tratta di un'enorme incognita. Ad esempio, molte società hanno rifinanziato il loro debito nel 2021 a tassi bassissimi. La situazione dovrebbe cambiare presto e quando l'economia inizia a rallentare può decelerare rapidamente: è bene ricordare che le recessioni sono spesso causate da qualcosa di inaspettato. In merito all'atterraggio morbido, per gran parte del 2024 l'opinione prevalente è stata che una recessione fosse stata evitata e che la Fed

fosse in grado di effettuare un atterraggio morbido, suscitando paragoni con gli anni '90, l'ultima volta in cui la Banca centrale americana vi è riuscita: dopo il taglio dei tassi di 75 punti base nel 1995, l'economia statunitense crebbe con un forte momentum tra il 1995 e il 2000. Infine, se si afferma che questo ciclo di rialzi ha ottenuto i risultati auspicati, l'economia potrebbe essere tornata in una fase espansiva. In tale contesto, se il governo dovesse continuare a gestire un ampio deficit e a stimolare l'economia, potrebbe, in effetti, aggiungere carburante a un'economia già ben avviata. Inoltre, non solo l'inflazione resta al di sopra del target della Fed, ma le pressioni salariali rimangono elevate sia pure in calo: una combinazione di queste pressioni con un'economia forte e maggiori stimoli potrebbe rallentare il processo disinflazionario in atto con un relativo riprezzamento del mercato sul potenziale ammontare dei tagli dei tassi d'interesse».

### Quali sarebbero le strategie obbligazionarie da implementare in base ai tre scenari delineati?

«Un atterraggio brusco probabilmente favorirebbe gli asset a più lunga duration e di qualità superiore, mentre le strategie orientate al credito a più breve duration dovrebbero beneficiare di un'economia più forte o di assenza di atterraggio. Infine, la liquidità la farebbe da padrone qualora l'inflazione riaccelerasse notevolmente e suscitasste timori in merito a un altro ciclo di rialzo dei tassi. Ma è uno scenario che resta poco probabile».

### Quindi quale atterraggio dell'economia ci attende?

«La modalità dell'atterraggio è chiaramente importante, ma bisogna anche considerare la destinazione finale, che può essere altrettanto incerta e avere implicazioni significative per il posizionamento dei portafogli oggi. Nel caso di recessione, ad esempio, ci aspetteremmo una diminuzione dei tassi d'interesse e un notevole ampliamento degli spread. Detto ciò, in caso di un rallentamento immediato e brusco dell'economia, le banche centrali taglierebbero probabilmente i tassi in ma-

niera veloce e pronunciata supportando l'economia. Abbiamo già attraversato una mini-crisi bancaria e la Fed e i governi si sono dimostrati disposti ad aiutare, a condizione che l'inflazione rallenti insieme all'economia. Ciò significa che l'opportunità di investimento potrebbe essere immediata, ma la finestra per approfittarne molto breve. Nel caso di atterraggio morbido, i tassi d'interesse evidenzierebbero un rally maggiore, gli spread probabilmente rimarrebbero contratti e l'economia crescerebbe a un ritmo solido: essenzialmente un'estensione della situazione attuale. Permarrebbero timori di recessione o di ripresa dell'inflazione, pertanto dovremmo posizionarci in vista di questi potenziali esiti. Mentre in uno scenario di riaccelerazione dei prezzi al consumo, sia l'economia, sia l'inflazione sarebbero in piena espansione. Prevedendo un "perfetto atterraggio morbido" più breve di quello precedente, la riaccelerazione sarebbe probabilmente insostenibile. Gli asset a breve duration e ad alto rendimento dovrebbero beneficiare di questo contesto, ma anche in questo caso gli investitori dovrebbero monitorare cambiamenti improvvisi del contesto di mercato».

### Ma quanto avviene dopo un "atterraggio" non rimane sempre un'incognita?

«È vero. Proprio per questo motivo è innanzitutto necessario capire quale sarà la futura direzione dell'economia. Poi, però, anche se la modalità dell'"at-

terraggio" fosse quella giusta, il mercato potrebbe mutare rapidamente, richiedendo agli investitori di cambiare rotta in un breve lasso di tempo. Per questa ragione, la diversificazione all'interno di un portafoglio è importante: ossia gli investitori non dovrebbero mettere tutte le uova in un solo paniere, soprattutto in una situazione come quella attuale. Inoltre, è fondamentale essere flessibili nelle proprie decisioni. In un mercato che può cambiare repentinamente, la flessibilità è essenziale. Non solo dà agli investitori la possibilità di mutare rapidamente direzione quando il mercato cambia, ma offre anche l'opportunità di sfruttare la volatilità. I vantaggi offerti da diversificazione e flessibilità sono dupli. In primo luogo, un portafoglio diversificato può contribuire a ridurre la volatilità dei rendimenti rispetto a un altro con un maggiore rischio di concentrazione. In secondo luogo, la flessibilità di adattarsi alle condizioni di mercato e di diversificare offre agli investitori un maggiore accesso alle opportunità di rendimento. In poche parole, questo approccio può notevolmente migliorare l'efficienza degli investimenti».

1. La "Fed put", un gioco di parole usato nel trading di opzioni, indica l'aspettativa del mercato che la Federal Reserve (Fed) riduca i tassi di interesse in caso di forte calo dei prezzi per contribuire a stimolare l'economia.

2. L'indicatore di recessione della regola di Sahm segnala l'inizio di una recessione quando la media mobile a tre mesi del tasso di disoccupazione nazionale aumenta di 0,5 punti percentuali o più rispetto al minimo delle medie a tre mesi dei 12 mesi precedenti.



## «Il Giappone è un'opportunità d'investimento»



**RICHARD KAYE**  
gestore del fondo  
**Comgest Growth Japan**  
**Comgest**

 **COMGEST**

### Qual è l'interesse degli investitori nei confronti del mercato giapponese? Ha perso consensi?

«Quest'anno in Giappone si sono registrati un po' di deflussi, ma si è trattato per lo più di denaro straniero a breve termine che vi era confluito per non investire in Cina, verso la quale vi erano molte preoccupazioni. Inoltre, i temi di mercato ricercati da questi investitori erano per lo più illusori o insostenibili. Questi flussi, a nostro parere, hanno distorto il mercato e la loro fuoriuscita è salutare per una corretta valutazione delle azioni giapponesi. Riteniamo che il Sol Levante rappresenti un'opportunità interessante per coloro che desiderano avere esposizione nei confronti

di aziende leader a livello globale non ancora scoperte e potenzialmente sottovalutate nei settori della tecnologia, dell'automazione, della tecnologia medica e della vendita al dettaglio. Come terzo mercato azionario per capitalizzazione e con una ricca varietà di società quotate, il Giappone è una terra di opportunità, ma solo per coloro che sono disposti a dedicare al mercato locale molto impegno. È accaduto troppe volte che gli investitori abbiano preferito approcciare il mercato puntando sui titoli beneficiari di uno yen debole o legati all'inflazione, anziché ricercare grandi temi d'investimento in società specifiche. I nostri 15 anni di presenza nel Paese e la nostra esperienza a livello globale ci permettono di avere



le adeguate competenze per cogliere questa opportunità. È finito l'interesse nei confronti del Paese? Il nostro calendario di incontri e di telefonate con i clienti per i prossimi mesi suggerisce il contrario».

## Le decisioni di politica monetaria potrebbero creare instabilità sul mercato?

«La Banca del Giappone ha drammaticamente deluso le aspettative di cambiamento della politica monetaria che alcuni avevano. Tre anni dopo l'aumento dei tassi da parte delle altre banche centrali nel mondo, la Banca del Giappone ha alzato il tasso di riferimento di base a 25 pb e la settimana successiva, in un discorso del vicegovernatore Uchida, si è quasi scusata per la misura adottata. In Giappone non c'è un'inflazione endemica, ma solo un'inflazione importata, a causa della scarsità di materie prime a livello mondiale e della svalutazione dello yen e crediamo che il rischio di ulteriori cambiamenti di politica monetaria sia davvero minimo. Questo convincimento si è rafforzato quando il nuovo primo ministro Ishiba ha incontrato il governatore della banca del Giappone all'inizio di ottobre e ha dichiarato che quello attuale non è il contesto giusto per aumentare i tassi, nonostante avesse affermato il contrario prima di essere eletto. In effetti, l'aspettativa di un rialzo dei tassi, anche se finora non si è concretizzata, ha già esercitato la sua influenza sul mercato equity giapponese, con i prezzi delle azioni bancarie che sono più che raddoppiati negli ultimi due anni, superando di gran lunga la crescita dei titoli delle banche europee o statunitensi, anche se l'Europa e gli Stati Uniti hanno registrato un aumento dei tassi. Crediamo che l'incremento dei prezzi delle azioni delle banche in Giappone abbia distratto capitali da altri settori e la paura di un aumento dei tassi abbia danneggiato alcuni settori dell'economia».

## Aumentare i margini non è facile. Quali misure stanno adottando le aziende giapponesi?

«Le aziende con modelli unici e servizi inimitabili stanno aumentando i margini. Alcune hanno migliorato costantemente quelli operativi, anche se già superiori al 50%, grazie alla loro proprietà intellettuale: ciò è accaduto, per esempio, nei sensori industriali e nel software di contabilità. La maggior parte delle società giapponesi, però, non è in grado di farlo, soprattutto con l'aumento dei costi delle materie prime, ed è per questo motivo che Comgest non investe nella maggior parte delle imprese, ma in un piccolo sottoinsieme altamente selezionato. I margini sono aumentati nelle aziende che osserviamo anche grazie all'incremento dei prezzi che compensano l'inflazione che deriva dal maggiore costo delle importazioni o dallo yen debole. Esempi di questa tendenza si trovano fra i supermercati o i negozi di articoli vari, ma ciò è stato possibile solo perché si tratta di aziende che hanno una forte base di utenti, un solido richiamo del marchio, prodotti innovativi o negozi posizionati in modo eccellente: sono imprese che non possono essere rimpiazzate da terzi nel caso che i clienti non gradiscano la loro politica sui prezzi».

## Quali sono i miglioramenti più importanti cui ha assistito in questi ultimi anni?

«Molte società hanno operato cambiamenti a livello di politiche di governance e nei confronti degli azionisti, ad esempio eliminando le attività non redditizie nei settori degli elettronici, dei macchinari per l'edilizia, dei componenti auto e dei metalli, oppure facendo diventare le turbine a gas il proprio core business. Alcuni pensano che questi miglioramenti siano il risultato dell'attenzione della borsa di Tokyo verso una migliore governance. Un secondo importante mutamento è l'aumento della partecipazione femminile alla forza lavoro, già superiore a quella americana da diversi anni, che ora si riflette nel crescente numero di amministratori delegati donne anche in alcune società in cui abbiamo investito per diversi anni. Un terzo cambiamento importante è la maggiore attenzione alla qualità della vita, che pensiamo sia

iniziata con il terremoto del 2011, e la consapevolezza della fragilità umana. Ciò è evidente nell'aumento del tempo libero richiesto dai giapponesi, ad esempio per i viaggi, un tema nel quale investiamo attraverso l'industria dell'aviazione, e nell'attenzione per le aziende che offrono software per ufficio e soluzioni che permettono un'ottimizzazione dei flussi di lavoro».

## Quali sono le opportunità di investimento più interessanti?

«La ripresa della Cina, con il suo pacchetto di stimoli, rappresenta un'immensa opportunità per le aziende giapponesi, per le quali la Repubblica Popolare è una delle principali fonti di profitto. I cambiamenti della società giapponese sono un'altra area molto importante per il nostro fondo: pensiamo, ad esempio, al numero record di donne che stanno entrando nella forza lavoro, tema in cui investiamo attraverso le società di collocamento, oppure all'adozione di forme di pagamento senza contanti. Infine, non va dimenticata l'industria dei semiconduttori, dove il Giappone ha più aziende leader a livello mondiale di qualsiasi altro paese in campi come la miniaturizzazione dei circuiti, la litografia, lo sviluppo di immagini, la progettazione e la gestione dei wafer».

### Rischi principali

- Gli investimenti comportano dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale.
- Il valore di tutti gli investimenti e il rendimento che ne deriva possono diminuire o aumentare.
- Le variazioni dei tassi di cambio possono influire negativamente sia sul valore dell'investimento sia sul livello di guadagno ricevuto.
- Poiché il portafoglio investe in un unico Paese, la sua performance potrebbe essere più volatile rispetto a quella di portafogli geograficamente più diversificati.
- Il portafoglio investe in un numero limitato di titoli e può quindi comportare rischi più elevati rispetto a quelli che detengono una gamma molto ampia di investimenti.
- I mercati emergenti possono essere più volatili e meno liquidi rispetto ai mercati più sviluppati e quindi possono comportare rischi maggiori.

### INFORMAZIONI IMPORTANTI:

Questo materiale ha uno scopo puramente informativo e non costituisce un consulto d'investimento. Non deve essere considerato una sollecitazione all'acquisto o un'offerta di vendita di un titolo. Non tiene conto dei particolari obiettivi d'investimento, delle strategie, dello status fiscale o dell'orizzonte d'investimento di un investitore. Tutte le opinioni e le stime costituiscono il nostro giudizio alla data del presente materiale e sono soggette a modifiche senza preavviso. L'investimento comporta dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. Le performance passate non predicono i rendimenti futuri.

## «High yield, in Europa meglio delle azioni»



**ROMAN GAISER**  
head of fixed income  
and high yield Emea  
Columbia Threadneedle Investments



### Le principali banche centrali hanno iniziato a ridurre i tassi di interesse. Quali sono le vostre aspettative per il futuro?

«Pensiamo che la Bce propenderà per un ulteriore taglio dei tassi anche a dicembre, a meno che non ci sia una sorpresa al rialzo nei prossimi dati sulla crescita o sui prezzi. Tuttavia, le prospettive a partire da quel momento sono meno chiare, soprattutto perché bisognerà vedere quali saranno le decisioni della nuova amministrazione americana. Negli Stati Uniti, dopo la riduzione di 50 punti base a settembre, la Fed ha proseguito con un ulteriore taglio da 25 punti base a novembre. Tuttavia, i dati sul Pil si sono rafforzati, il reddito personale è stato oggetto di ampie revisioni al rialzo che hanno portato il tasso di risparmio lontano da un livello preoccupantemente basso. La leggera battuta d'arresto dell'inflazione ha accresciuto l'incertezza dei mercati sul fatto che la Fed si sia o meno mossa troppo presto. A nostro avviso, non è necessaria alcuna giustificazione per il primo taglio. Il tasso dei Fed Fund è ancora elevato, anche se si ritiene che il livello neutrale sia più alto in un contesto fiscale espansivo post Covid. La normalizzazione dell'inflazio-

ne è intatta: potrebbero verificarsi alcune oscillazioni da un mese all'altro, ma non ci attendiamo che torni a salire».

### Le obbligazioni ad alto rendimento hanno sovraperformato la maggior parte delle asset class per alcuni anni. Pensate che l'Hy bond sia ancora un investimento valido?

«Riteniamo che nei prossimi anni le obbligazioni possano rappresentare una scommessa più sicura rispetto alle azioni. Dopo l'aumento dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali nel 2022 e nel 2023, il reddito fisso è tornato interessante, con l'high yield europeo che si presenta come un'attrattiva alternativa d'investimento a bassa volatilità rispetto alle azioni. Quest'ultimo è un aspetto da tenere in considerazione dopo il recente e drastico rialzo dei mercati

azionari e visto il potenziale rischio di rallentamento dell'economia, ivi inclusi i rischi geopolitici, la frenata della crescita della Cina e diversi altri elementi. Se consideriamo, ad esempio, gli ultimi 20 anni e più, nel lungo periodo l'Hy europeo ha sovraperformato sia l'equity, sia altre asset class dell'universo fixed income. L'high yield continentale ha fatto molta strada dai suoi esordi negli anni '90. Abbiamo assistito alla transizione del mercato da un'asset class marginale, composta da emittenti di bassa qualità e altamente speculativi, a una caratterizzata da maggiore profondità e ampiezza, che ospita società di qualità superiore come Renault, Marks and Spencer, Air France, Terna, Vodafone e Jaguar Land Rover. Dal 1999 questa asset class è aumentata di 27 volte in termini di valore di mercato, così come il numero di emittenti è cresciuto di otto volte. Inizialmente, questo comparto presentava solo 11 settori, con



un'esposizione del 50% nelle telecomunicazioni e nei media (ora al 18%), mentre oggi ne include 18, gli stessi presenti nel mercato investment grade, con aggiunte del 21° secolo tra le quali società di pubblica utilità, banche e servizi finanziari. La composizione settoriale più diversificata permette ai gestori attivi di beneficiare dei venti in poppa, sia tattici, sia tematici. Oggi nell'high yield molte società generano come minimo 100 milioni di euro di utili ed emettono sul mercato tranche di almeno 500 milioni di euro (250 milioni di euro è la dimensione minima per qualificarsi sul mercato). Nel complesso, la qualità del credito degli emittenti è migliorata notevolmente nel corso degli anni, passando da una media iniziale di singola B all'attuale media di BB-. Anche se i rendimenti e gli spread sono scesi rispetto ai recenti picchi, i primi rimangono elevati in confronto agli ultimi 10 anni».

### **È solo un carry trade?**

«Le società high yield si trovano spesso in una fase di evoluzione, come nel caso dei fallen angel o delle operazioni di leveraged buyout; ciò, unito all'influenza strutturale delle agenzie di rating, può generare molti casi di mispricing. Per quanto riguarda il tasso di default, prevediamo il 3,8% per i prossimi 12 mesi e il 7,2% sui 24 (in calo rispetto alle previsioni di aprile, che indicavano il 4% sui 12 mesi e l'8% sui 24). Moody's calcola un tasso medio di default cumulativo globale di lungo periodo di tipo speculativo del 4,1% su un anno e dell'8,2% su due anni. Il miglioramento delle prospettive riflette il completamento di una serie di revisioni finanziarie in cui alcune imprese con un eccessivo indebitamento hanno rivisto i loro bilanci o ristrutturato il debito. Inoltre, questo contesto più positivo è stato favorito dalla recente ripresa dell'attività di rifinanziamento. Si amplia, invece, la differenza tra le diverse fasce di rating del credito, con le CCC che scambiano a livelli di grande stress e difficoltà. La differenza di spread tra le CCC e le singole B, ora a 1.140 punti base, è migliorata rispetto al livello di aprile di +1.300 punti base, ma è ancora superiore di +350 rispetto alla media decennale».

### **Come strutturerebbe un portafoglio Hy?**

«Nel contesto attuale, crediamo che la migliore strategia sia di preferire una scadenza a breve termine piuttosto che una duration a breve per evitare e/o minimizzare il rischio di estensione della duration. Per questo motivo, il nostro fondo Ct (Lux) European Short-term High Yield Bond si propone di generare un rendimento costante, con un rischio di duration inferiore e una volatilità più bassa rispetto al mercato Hy standard, investendo in un portafoglio ben diversificato di titoli di debito societari europei a breve scadenza, adottando una gestione attiva ma anche un approccio "buy and hold" per sfruttare le opportunità offerte dalle scadenze brevi. Per cercare di evitare l'aumento dell'esposizione al rischio di tasso d'interesse che può derivare da un'estensione della duration, la nostra soluzione prevede un'allocazione minima dell'80% in obbligazioni con una scadenza residua compresa tra zero e quattro anni e una duration massima totale del fondo di 2,5 anni. La qualità del credito si concentra sul debito high yield di qualità superiore, con un minimo dell'80% in titoli con rating combinato BB e B e una quota massima del 10% in CCC. Anche i bond di emittenti singoli con rating inferiore sono limitati all'1% per i titoli con rating B e CCC. Il nostro approccio è influenzato anche dal rischio di perdita permanente del capitale e dall'asimmetria dei rendimenti potenziali insiti negli investimenti nel credito societario. Per questo motivo, crediamo che la principale fonte di alpha nel lungo periodo sia la selezione del credito evitando perdite di capitale sostanziali, motivo per cui il nostro processo d'investimento si basa su una solida e approfondita ricerca fondamentale. Inoltre, in alcuni momenti del ciclo del credito, anche le considerazioni top-down possono essere un fattore significativo di performance. La gestione del rischio è un'altra parte altrettanto importante nel processo di costruzione del portafoglio. Integriamo questo aspetto direttamente nel nostro processo di allocation e siamo inoltre supervisionati da un team di controllo del rischio indipendente».

### **Quali sono i settori e le regioni più interessanti?**

«Siamo dell'idea che, grazie a un approc-

cio di gestione attiva, nell'investimento in high yield si possa trarre vantaggio dalle inefficienze del mercato allo scopo di ottenere forti rendimenti, adeguati al rischio, nel corso del ciclo del credito. Oltre alla gestione finanziaria, prendiamo in considerazione tutti i fattori legati a ciascun emittente (modello di business, pricing power, livello del management, capacità di affrontare la concorrenza, etc.), che insieme alle nostre view macro e all'analisi ex-post delle posizioni che si sono venute a creare rispetto al benchmark di riferimento (sia in termini di peso, sia di duration time spread) ci permettono di individuare le realtà nelle quali investire. Non ci sono, quindi, settori o aree geografiche che escludiamo a priori. Tuttavia, al momento consideriamo ancora più conveniente l'Europa rispetto agli Stati Uniti, dato lo spread più elevato e la qualità creditizia media più alta».

### **Ritiene che il mercato delle obbligazioni Hy bond abbia un valore?**

«Con rendimenti più interessanti e una volatilità che crea opportunità di gestione attiva, riteniamo che sia il momento giusto per esplorare gli investimenti in high yield. In Columbia Threadneedle Investments, grazie all'intensità della ricerca e all'impegno per un investimento responsabile portati avanti dai nostri team a livello globale e locale, siamo in grado di offrire soluzioni efficaci per navigare le complessità del panorama del reddito fisso. Riteniamo, infatti, che la volatilità offra opportunità quando i mercati sono temporaneamente deboli. Ma la chiave è la gestione attiva: il nostro obiettivo è realizzarla attraverso un'accurata ricerca sul credito e la gestione del rischio. Il nostro approccio al portafoglio combina ricerca proprietaria, integrazione dei criteri d'investimento responsabile e analisi del rischio per identificare i nomi con un forte potenziale di rendimento. In particolare, ricerchiamo le incongruenze nei rating che potrebbero permetterci di acquistare una singola società con rating B e vederla rivalutata a BB. Questo processo meticoloso ci ha permesso di offrire una performance stabile nel lungo periodo, mantenendo una volatilità inferiore».

# Un futuro conversazionale in azienda

a cura di Boris Secciani

Le comunicazioni all'interno delle aziende avvengono sostanzialmente sulla base di tecnologie digitali ancora tradizionali, ma, secondo **Andrea Stefani**, partner e ceo di **Future**, strumenti di tipo conversazionale, al posto delle tradizionali mail o di intranet, possono avviare un salto di qualità sul piano dell'efficienza.

## **Può fare una breve storia di Future e come è arrivata sviluppare i servizi conversazionali attuali?**

«Future è un'azienda nata nella seconda metà del 2017, quando è iniziato lo sviluppo del nostro servizio, ed è arrivata sul mercato nella prima metà del 2020. Il nostro modello di business fin dall'inizio è stato incentrato sull'offerta di uno strumento di tipo conversazionale per gestire in maniera più rapida ed efficiente i flussi di comunicazione all'interno del management delle imprese e con i clienti. In pratica abbiamo costruito un'applicazione di chat, nella sua struttura generale, non così differente da sistemi come Whatsapp e Telegram, ma con incastonato un numero progressivamente crescente di microservizi».

## **Come mai avete deciso di operare in questo ambito?**

«Moltissime società organizzano tuttora l'accesso alla propria conoscenza aziendale, all'insieme di database e ad altre informazioni attraverso architetture intranet, cui hanno accesso a vari livelli i dipendenti. Per sollecitare un'azione, la maniera più comune è ancora mandare un'email. Questo modo di operare personalmente lo definisco come una digitalizzazione superficiale, nella quale molte funzioni vengono svolte ancora offline con un'efficacia molto dubbia. Future tenta, invece, di trasferire queste modalità verso un modello che rifletta la realtà della rete di oggi, in cui una quota enorme di traffico viaggia attraverso le app conversazionali, che però non possono essere utilizzate per diverse ragioni all'interno di realtà aziendali di una certa dimensione: in molti casi sono le imprese stesse a vietarne espressamente l'uso per motivi di sicurezza, mentre il software fornito da Future si configura come una soluzione di proprietà del cliente, che peraltro può brandizzarlo come desidera e, altrettanto liberamente, integrarlo con le proprie piattaforme, quali ad esempio i Crm, in manie-



**ANDREA STEFANI**  
partner e ceo  
Future

ra da potere completare molte tipologie di flussi: pensiamo, ad esempio, alle autorizzazioni, che possono essere gestite in termini molto più efficienti rispetto ai modelli solo nominalmente digitali oggi ancora prevalenti».

**Possiamo fare qualche esempio concreto, in particolar modo collegato al mondo della gestione e della consulenza finanziaria?**

«Senz'altro, anche perché proprio in questo settore ci sono diversi player che hanno adottato le soluzioni da noi proposte. Un utilizzo immediato può essere l'invio mattutino, nella finestra della chat, di una nota di ricerca dall'ufficio studi ai consulenti nelle varie aree, affinché possano comunicare ai loro clienti qual è il quadro dei mercati nell'immediato. La stessa procedura può essere implementata per quanto riguarda un recap serale delle variazioni nelle linee di gestione patrimoniale. Ciò si configura come un elemento di primaria importanza in un'attività come quella della consulenza finanziaria, che vede spesso i professionisti fuori ufficio per incontrare i clienti. Altri usi possono riguardare l'ambito del marketing».

**Può approfondire quest'ultimo punto?**

«Immaginiamo che una società di consulenza finanziaria voglia testare, per una Sgr con cui c'è una partnership, i possibili obiettivi di raccolta di un nuovo fondo. La documentazione rilevante può essere spedita alla rete immediatamente tramite la app di Future, con i file che rimangono a

disposizione nella bacheca della chat. I consulenti a loro volta possono sondare con i loro investitori il possibile interesse per il nuovo strumento. In questa maniera, si snellisce, si velocizza e si rende più precisa l'intera filiera del pre-marketing di nuovi prodotti».

**In precedenza, ha accennato al forte impatto che la vostra tecnologia ha sulla gestione delle autorizzazioni; può dare qualche dettaglio aggiuntivo?**

«Gestiamo ogni tipologia di flusso autorizzativo trattandola come un ticket. Come per tutti i nostri flussi si parte dal disegno del journey; in questo caso, definendo quali utenti possono aprire il ticket dalla propria dashboard in app e quali altri debbano essere coinvolti a titolo informativo e/o autorizzativo. Tra tutti questi utenti viene quindi creata una chat ad hoc, destinata a rendere facilmente reperibili tutti i messaggi, documenti e autorizzazioni che si susseguono nella lavorazione del ticket sino all'aggiornamento dei sistemi corporate».

**L'approccio descritto è estremamente diverso rispetto a quanto è ancora pratica comune nella maggior parte delle aziende; ritiene che sia necessario un grosso salto culturale?**

«Sicuramente un paradigma tecnologico come il nostro è ancora in una fase iniziale del proprio sviluppo. La consapevolezza della necessità di questo salto è però ampiamente diffusa: mi sento di affermare che non mi è mai capitato al primo incontro con un potenziale cliente, indipendentemente

mente da come poi sia andata a finire la trattativa, di trovarmi di fronte a una realtà che non avrebbe tratto alcun beneficio dall'adozione di quanto offriamo. Al riguardo, c'è un ulteriore spunto di riflessione. Quando stavamo costruendo la piattaforma, appunto con il modello b2b2c che abbiamo esplicitato, pensavamo che fosse il rapporto con il cliente finale a rappresentare il segmento dalle maggiori potenzialità. In realtà, ben presto abbiamo compreso che nel tratto finale (la c) esistevano già diverse soluzioni adeguate, mentre la gestione del flusso di comunicazioni e procedure all'interno delle aziende e verso una rete commerciale distribuita si trovava in uno stato di profonda arretratezza. Sempre più protagonisti del mondo corporate se ne stanno rendendo conto, anche se sicuramente il processo di vendita richiede un ammontare considerevole di tempo».

**Infine, quali strategie avete per integrare soluzioni Ai nella vostra app conversazionale?**

«Future offre una soluzione che, come spiegato, è costituita da un numero crescente di microservizi che si collegano in Api a vari software in uso da parte di un gruppo. A essi si è già aggiunta presto la possibilità di espletare diverse richieste inviate tramite chat a vari Llm. Il nostro obiettivo è, appunto, integrare i servizi Ai scelti dall'azienda all'interno della nostra infrastruttura. Non abbiamo però interesse a costruire un nostro modello di linguaggio: preferiamo focalizzarci sulla fisiologica integrazione di conversazioni "Ai based" all'interno di un touchpoint che possiamo definire "nativo conversazionale"».



# La rapida crescita dell'auto elettrica

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

Il mercato dei veicoli elettrici (Ev) sta crescendo rapidamente, spinto da incentivi politici, investimenti nel settore e una maggiore consapevolezza ambientale. Le vendite globali hanno raggiunto 14 milioni di unità nel 2023, pari al 18% del mercato, e si prevede che nel 2024 raggiungeranno 17 milioni, superando il 20% delle vendite complessive.

La crescita è trainata da Cina, Europa e Stati Uniti, con la prima che mantiene una posizione dominante grazie a una produzione locale competitiva, mentre l'Europa beneficia di un forte supporto politico e di infrastrutture in espansione. Negli Stati Uniti, Tesla detiene il 49,7% del mercato Ev, anche se è in calo rispetto all'anno precedente, mentre altri marchi, come Ford, Cadillac e Kia registrano forti crescite grazie all'introduzione di nuovi modelli. Nei Paesi emergenti, tra i quali India, Turchia e Brasile, si registra una crescita sostenuta, favorita dall'ingresso di veicoli elettrici economici prodotti in Cina e da politiche di incentivi locali come il piano Production Linked Incentive in India, che promuove la produzione interna e rende gli Ev più accessibili.

## LA FILIERA DELLE BATTERIE

Per sostenere la crescente domanda di Ev, l'industria globale sta investendo pesantemente nell'espansione della capacità produttiva delle batterie. Tra il 2022 e il 2023, sono stati annunciati circa 500 miliardi di dollari di investimenti nella produzione di batterie e di veicoli elettrici, con il 40% già impegnato in progetti con-

creti. Grazie a ciò, è stata possibile una rapida espansione della capacità produttiva globale, che al 2023 ammontava a circa 2,2 terawatt-ora, ben oltre i 750 gigawatt-ora richiesti dalla domanda attuale. La capacità produttiva prevista per il 2030 è sufficiente a soddisfare le esigenze di un percorso di adozione Net Zero e suggerisce che la filiera delle batterie può tenere il passo con la domanda crescente.

L'aumento delle vendite di Ev impone una parallela espansione dell'infrastruttura di ricarica. La disponibilità di stazioni a questo uso è aumentata del 40% nel 2023 rispetto al 2022, ma rappresenta ancora una sfida, in particolare nelle aree rurali e nei Paesi emergenti. In Europa e negli Stati Uniti, le politiche di incentivo mirano a sostenere un rapido aumento dei punti di ricarica, con un focus crescente sui quelli rapidi, necessari per i lunghi viaggi e per ridurre i tempi di attesa. Tuttavia, la sicurezza e l'accessibilità rimangono preoccupazioni per molti utenti e spingono verso la creazione di un codice di condotta specifico per gli operatori dei punti di ricarica: devono essere presenti garanzie di affidabilità, modalità di pagamento diversificate e accessibilità per persone con disabilità.

La praticabilità economica degli Ev è un fattore cruciale per il successo del mercato. In Cina, circa il 60% dei modelli Ev venduti nel 2023 era più economico rispetto a quelli a combustione interna equivalenti, mentre in Europa e negli Stati Uniti i veicoli elettrici rimangono ancora dal 10% al 50% più costo-

si rispetto alle auto tradizionali. Il divario di prezzo tra Ev e veicoli a combustione si sta riducendo grazie alla diminuzione dei costi delle batterie, con una contrazione del 14% nel 2023, dovuta alla flessione dei prezzi delle materie prime e all'aumento della produzione di batterie a basso costo, come quelle al litio-ferro-fosfato (Lfp). La disponibilità di modelli accessibili è una priorità per favorire una più ampia adozione, specialmente nei Paesi emergenti, dove i modelli economici stanno già registrando forti vendite.

Le prospettive per il mercato Ev rimangono solide, ma diverse sfide potrebbero influenzare il ritmo della transizione verso una mobilità sostenibile. Gli squilibri geopolitici, come il dominio cinese nella produzione di batterie e componenti chiave, stanno spingendo altre nazioni a rafforzare le proprie filiere di produzione. Negli Stati Uniti e in Europa, infatti, le politiche come l'Inflation Reduction Act e il Net Zero Industry Act mirano a supportare la produzione locale e a ridurre la dipendenza dalle importazioni. Anche la riduzione o l'eliminazione degli incentivi in alcuni mercati, unita alla volatilità dei prezzi delle materie prime, potrebbe rallentare la transizione verso gli Ev.

## ANALISI SWOT

### Punti di forza

**1. Riduzione delle emissioni** - Le auto elettriche riducono significativamente le emissioni di CO2 e inquinanti atmosferici, contribuendo agli obiettivi di sostenibilità ambientale globali.

**2. Incentivi governativi** - Molti governi offrono sussidi, agevolazioni fiscali e incentivi per l'acquisto di Ev, favorendo una rapida adozione.

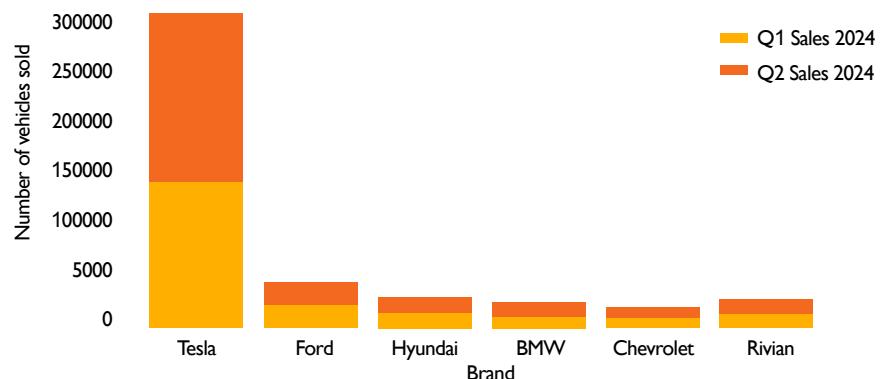
### 3. Tecnologie avanzate e innovazioni

- I continui progressi nelle tecnologie delle batterie stanno abbassando i costi e aumentando l'autonomia, con batterie, come quelle Lfp, che offrono soluzioni economiche e sicure.

**4. Aumento della domanda dei consumatori** - Con una crescente consapevolezza ambientale, i consumatori sono sempre più attratti dai veicoli elettrici come alternativa sostenibile.

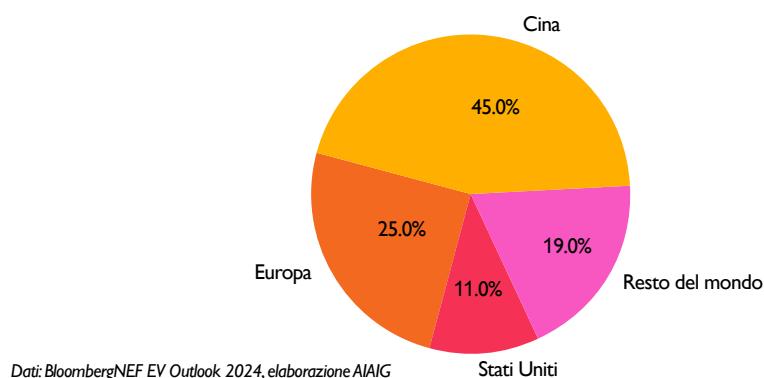
**5. Efficienza dei costi operativi** - I costi operativi degli Ev (energia e manutenzione) sono di solito inferiori rispetto a quelli dei veicoli a combustione interna e rappresentano un vantaggio per i consumatori sul lungo termine.

**FIG.1 - INCREMENTO DELLE VENDITE DI VEICOLI ELETTRICI TRA IL PRIMO E IL SECONDO TRIMESTRE DEL 2024 PER I PRINCIPALI MARCHI, TRA I quali TESLA, FORD E HYUNDAI, LEADER IN TERMINI DI VOLUMI DI VENDITA TOTALI**



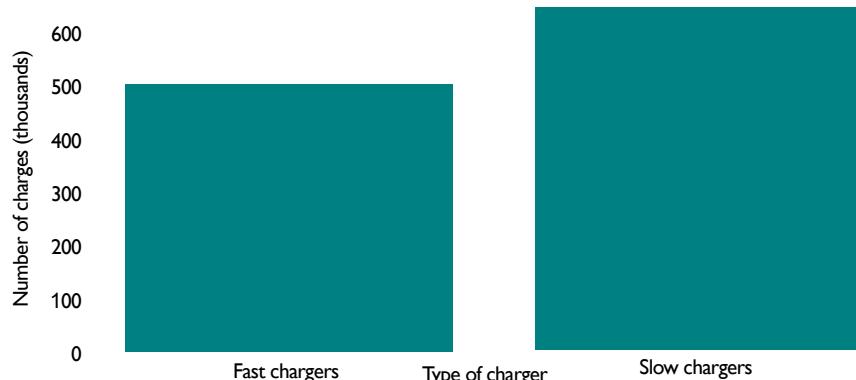
dati: Kelley Blue Book Q1 e Q2 2024, elaborazione AIAIG

**FIG. 2 - DISTRIBUZIONE DELLE QUOTE DI MERCATO DEI VEICOLI ELETTRICI NELLE PRINCIPALI REGIONI NEL 2024. LA CINA RAPPRESENTA LA QUOTA PIÙ GRANDE, SEGUITA DA EUROPA E STATI UNITI**



Dati: BloombergNEF EV Outlook 2024, elaborazione AIAIG

**FIG. 3 - CONFRONTO TRA IL NUMERO DI CARICATORI VELOCI E LENTI INSTALLATI A LIVELLO GLOBALE NEL 2023, CON UNA PREVALENZA DI CARICATORI LENTI CHE EVIDENZIA LA NECESSITÀ DI INFRASTRUTTURE DI RICARICA PER SUPPORTARE LA CRESCITA DEI VEICOLI ELETTRICI**



Dati: Global EV Outlook 2024 - IEA, elaborazione: AIAIG

### Punti di debolezza

#### 1. Prezzi più elevati rispetto ai veicoli tradizionali

Gli Ev rimangono spesso più costosi rispetto alle auto a combustione interna, limitandone l'accessibilità a molti consumatori, specialmente nei mercati emergenti.

**2. Infrastruttura di ricarica inadeguata** - La mancanza di stazioni di ricarica diffuse, soprattutto in aree rurali o meno sviluppate, è

un limite significativo per l'adozione di massa degli Ev.

**3. Autonomia limitata** - Sebbene in miglioramento, l'autonomia di alcuni modelli rimane inferiore alle aspettative di molti consumatori abituati ai veicoli tradizionali.

#### 4. Produzione e riciclo delle batterie

La produzione delle batterie richiede risorse minerali come litio, cobalto e nichel, il cui ap-

provigionamento presenta sfide ambientali, economiche e geopolitiche. Inoltre, i processi di riciclo delle batterie non sono ancora sufficientemente sviluppati.

## Opportunità

### 1. Espansione nei mercati emergenti

Paesi come India, Brasile e Turchia stanno mostrando interesse crescente per gli Ev e la disponibilità di modelli a basso costo potrebbe accelerarne l'adozione in queste aree.

### 2. Investimenti in infrastrutture di ricarica

Il potenziamento delle infrastrutture di ricarica pubblica, con particolare attenzione alle stazioni di ricarica rapida, rappresenta una grande opportunità per aumentare la praticità d'uso degli Ev.

### 3. Innovazioni nelle batterie e nuovi materiali

Tecnologie emergenti, come le batterie al sodio, potrebbero ridurre ulteriormente i costi e diminuire la dipendenza da minerali critici, rafforzando la sostenibilità del settore.

### 4. Collaborazioni strategiche e joint venture

Le collaborazioni tra produttori di veicoli, aziende energetiche e fornitori di batterie possono accelerare la crescita del mercato, supportando, sia l'innovazione, sia la scalabilità delle operazioni.

### 5. Mercato del second-hand Ev

Man mano che l'offerta di Ev usati cresce, si amplia anche il potenziale per raggiungere nuovi segmenti di consumatori grazie alla diminuzione dei prezzi.

## Minacce

### 1. Dipendenza da minerali critici e tensioni geopolitiche

La produzione delle batterie richiede minerali come litio e cobalto, la cui disponibilità è influenzata da tensioni geopolitiche e rischi di approvvigionamento, in particolare per la dipendenza dalla Cina.

### 2. Regolamentazione e politiche variabili

La diminuzione o l'eliminazione di incentivi governativi potrebbe rallentare l'adozione degli Ev, come già osservato in alcuni Paesi europei, influenzando il mercato in maniera negativa.

### 3. Concorrenti nel settore dei veicoli ibridi e a idrogeno

I veicoli ibridi e quelli a idrogeno offrono alternative interessanti per i consumatori, soprattutto in termini di autonomia e tempi di rifornimen-

to, e potrebbero rappresentare una concorrenza significativa per gli Ev.

### 4. Sostenibilità della filiera delle batterie e regolamentazioni ambientali

L'impatto ambientale della produzione e dello smaltimento delle batterie potrebbe generare pressioni normative, aumentando i costi per i produttori e riducendo il vantaggio ecologico percepito.

### 5. Volatilità dei prezzi delle materie prime

Le oscillazioni dei prezzi delle materie prime, in particolare per i metalli utilizzati nelle batterie, potrebbero aumentare i costi di produzione degli Ev, incidendo sui margini di profitto e sul prezzo finale per i consumatori.

L'industria delle auto elettriche è particolarmente vulnerabile ai rischi geopolitici, soprattutto a causa della produzione di batterie e della dipendenza da materie prime come litio, cobalto e nichel, essenziali per gli accumulatori agli ioni di litio. L'instabilità geopolitica può influire significativamente su costi, disponibilità delle risorse, catena produttiva e competitività globale. La Cina domina la produzione e la raffinazione di componenti chiave come catodi e anodi, rappresentando oltre il 70% della produzione mondiale di batterie e dei metalli critici. Le tensioni con gli Stati Uniti e l'Europa, che hanno avviato iniziative per ridurre la dipendenza dalla Cina, potrebbero tuttavia incrementare i costi e rallentare l'espansione infrastrutturale. Anche i Paesi produttori di materie prime critiche sono spesso caratterizzati da instabilità: il Cile, per esempio, punta alla nazionalizzazione del litio, mentre nella Repubblica Democratica del Congo la fornitura di cobalto è soggetta a rischi dovuti a instabilità politica e diritti umani. La volatilità dei prezzi di queste materie è un ulteriore elemento di rischio, acuito da guerre commerciali e sanzioni, come quelle contro la Russia per il nichel. Inoltre, alcuni Paesi, come l'Indonesia, stanno considerando la creazione di cartelli per controllare i prezzi, con potenziali effetti negativi sui costi di produzione di auto elettriche.

## SCENARI DI SVILUPPO

### Scenario 1: Crescita moderata con diversificazione della filiera (probabilità alta)

In questo scenario, il mercato delle auto

elettriche continua a crescere a ritmi moderati ma sostenibili, spinto da una combinazione di domanda dei consumatori, sostegno governativo e diversificazione della catena di approvvigionamento. Europa e Stati Uniti incrementano la produzione locale di batterie e componenti, riducendo progressivamente la dipendenza dalla Cina per le materie prime e per la produzione di batterie. Le politiche di incentivazione diventano più mirate, concentrando sul supporto alle infrastrutture di ricarica e alla riduzione dei costi tramite economie di scala. Inoltre, l'innovazione nelle tecnologie delle batterie riduce la domanda di minerali critici, favorendo una maggiore stabilità dei prezzi.

### Scenario 2: Accelerazione globale trainata dall'innovazione e dai mercati emergenti (probabilità media)

In questo scenario, il mercato delle auto elettriche accelera rapidamente grazie a innovazioni significative nelle tecnologie delle batterie e a una forte domanda dai mercati emergenti come India, Brasile e Sud-Est asiatico. L'introduzione di batterie più economiche e senza minerali critici, come quelle al sodio o con altre chimiche avanzate, abbassa i costi, permettendo ai produttori di offrire veicoli elettrici competitivi in nuovi mercati a un prezzo accessibile. Anche le infrastrutture di ricarica si espandono rapidamente, grazie a un mix di investimenti privati e incentivi pubblici nei principali mercati.

### Scenario 3: Rallentamento e mercato segmentato (probabilità bassa)

In questo scenario, il mercato delle auto elettriche incontra ostacoli significativi, inclusi problemi di approvvigionamento di materie prime, protezionismo crescente e una riduzione dei sussidi governativi. Gli investimenti nelle infrastrutture di ricarica rallentano, specialmente in aree rurali e mercati emergenti, limitando la convenienza degli Ev per molti consumatori. Le tensioni geopolitiche portano a difficoltà di approvvigionamento di metalli critici, come litio e nichel, rendendo le batterie più costose e, di conseguenza, elevando il prezzo finale degli Ev. La crescita dell'adozione di veicoli ibridi e a idrogeno in alcuni mercati crea ulteriore competizione, frammentando il mercato e rallentando la transizione globale verso l'elettrico.

# «Ai, dobbiamo essere i piloti delle nostre menti»

È una tranquilla serata d'autunno quando Giulia, una giovanissima studentessa di informatica, appassionata di videogiochi, si trova comodamente seduta sulla sua poltrona da gamer, circondata da luci Led che danzano al ritmo dei suoi pensieri. Mentre il suo computer emette un leggero ronzio, Giulia si trova a riflettere sul futuro dell'umanità nell'era dell'intelligenza artificiale e si chiede se le macchine avrebbero potenziato od ostacolato il pensiero umano.

## DA INTERNET ALL'AI

«Mamma, ti ricordi quando mi raccontavi come era la vita prima di internet?» chiede Giulia alla madre Aurora intenta sui suoi cruciverba domenicali. La sorridente risposta è: «Oh sì, cara, i tempi erano molto diversi. Quando studiavo matematica ed economia, dovevamo andare in biblioteca per cercare informazioni e le notizie arrivavano solo dai giornali, dalla radio e dalla Tv». Giulia annuisce, concentrata, e poi commenta: «E come pensi che la tecnologia abbia cambiato il modo in cui pensiamo?» La mamma riflette un po' e risponde. «Sicuramente ora abbiamo accesso a molte più informazioni, ma a volte mi chiedo se riusciamo davvero ad assimilarle tutte».

Questa conversazione riporta alla mente di

Giulia le teorie di Marshall McLuhan e Nicholas Carr: improvvisamente ricorda di avere letto che già l'invenzione della stampa aveva modificato profondamente il modo di pensare delle persone. E ora, con internet e gli smartphone, sembra che la nostra attenzione sia costantemente frammentata. «È come se la nostra mente fosse diventata un videogioco impazzito», pensa Giulia ad alta voce. «Saltiamo da un'informazione all'altra, da una notifica all'altra, senza mai fermarci veramente a riflettere». Aurora annuisce commentando: «Quando avevo la tua età, ad esempio, si ascoltava la musica, ma lo si faceva con molta attenzione. Ora vedo i ragazzi che cambiano canzone nell'arco di pochi secondi». Questa osservazione fa scattare qualcosa nella mente di Giulia, folgorata da una nuova idea che sottopone alla madre: «E se questa tecnologia non fosse solo una catena, ma anche una chiave?»

Giulia inizia così a scrivere freneticamente sul suo laptop nuovo di zecca chiedendosi se sia giusto fare un parallelo tra l'evoluzione della musica e quella del pensiero umano nell'era digitale. «Forse possiamo imparare a navigare in questo mondo digitale senza perdere la nostra essenza, pensa tra sé e sé». Così come l'invenzione del fonografo aveva spinto i musicisti a esplorare

nuove frontiere sonore, sicuramente l'intelligenza artificiale potrà spingere gli esseri umani a sviluppare nuove forme di pensiero e creatività. «Forse», dice Giulia eccitata, «non si tratta di scegliere tra il potenziamento delle nostre capacità e la perdita del pensiero indipendente. Probabilmente possiamo imparare a danzare con le macchine, creando una sinfonia di intelligenza umana e artificiale!»

Aurora abbozza un sorriso, orgogliosa di sua figlia. In effetti, comincia a pensare, l'era dell'intelligenza artificiale potrebbe essere non la fine del pensiero umano, ma l'inizio di una nuova, entusiasmante evoluzione. «Immagina», esclama Giulia, «se possiamo usare l'Ai per potenziare il nostro pensiero critico invece di soffocarlo!» Con passione la ragazza continua a scrivere idee su come integrare l'Ai nei processi creativi

e decisionali, trasformando la tecnologia in uno strumento per stimolare la riflessione profonda.

### **AI: IL CASO COCA-COLA**

E a proposito di creatività realizzata mediante la nuova tecnologia, Giulia immagina che l'intelligenza artificiale potrebbe anche spingere gli esseri umani a sviluppare nuove forme di comunicazione nel mondo del marketing. Il caso di Coca-Cola e la realtà aumentata balza subito alla mente di Giulia: la società americana ha lanciato una campagna innovativa utilizzando la realtà aumentata. I clienti possono puntare la fotocamera del loro smartphone su una lattina di Coca-Cola e vedere una storia prendere vita. Le storie mostrano personaggi animati coinvolti in piccoli conflitti, che trovano sempre una soluzione positiva legata alla

condivisione della bevanda. Giulia si rende conto che questo tipo di storytelling visivo e interattivo è perfetto per catturare l'attenzione dei consumatori in un mercato pieno di distrazioni. È un esempio di come l'Ai e la tecnologia possono essere usate per creare esperienze coinvolgenti e memorabili, piuttosto che semplicemente per automatizzare i processi. Con entusiasmo, Giulia comincia a scrivere idee su come integrare l'Ai nei processi di marketing, trasformando la tecnologia in uno strumento per stimolare la creatività e migliorare la connessione con i clienti. Sa che il segreto sta nel trovare un equilibrio tra il mondo virtuale dei dati e quello reale della comprensione umana. «Non possiamo lasciare che le macchine decidano per noi», pensa dentro di sé. «Dobbiamo essere i piloti delle nostre menti».

### **NUOVE FRONTIERE IN FINANZA**

Mentre i colori dello schermo cambiano con il passare delle scene del gioco, Giulia, ispirata dalla mamma Aurora, che lavora in banca, ha un'intuizione illuminante: forse, proprio come l'evoluzione della musica aveva portato a nuove frontiere sonore, l'intelligenza artificiale potrebbe spingere gli esseri umani a sviluppare nuove forme di pensiero e creatività nel mondo della finanza. «Immagina», esclama Aurora, «come le banche oggi utilizzano l'Ai per analizzare enormi quantità di dati finanziari. Prevedono le tendenze di mercato e identificano i potenziali rischi con una grande precisione. Ma è il pensiero umano che interpreta questi risultati e prende decisioni basate su valutazioni qualitative, non oggettive, e strategie di rischio».

Giulia annuisce con il viso illuminato, affascinata dall'idea che l'Ai potrebbe essere al tempo stesso, sia uno strumento potente, sia limitato. «E poi c'è il trading digitale. I sistemi automatizzati utilizzano l'Ai generativa per eseguire operazioni veloci e precise, ma è il pensiero umano che progetta questi algoritmi e li regola in base alle condizioni di mercato in continua evoluzione. È come guidare una macchina sportiva: l'auto può accelerare rapidamente, ma è il pilota che decide quando accelerare e quando frenare», aggiunge Aurora.

Giulia comprende allora che la questione non è scegliere tra potenziamento delle capacità umane e perdita del pensiero indipendente. È possibile creare una sinfonia di intelligenza umana e artificiale, dove ciascuna complementa l'altra. Con entusiasmo, inizia così a scrivere idee su come integrare l'Ai nei processi finanziari, trasformando la



tecnologia in uno strumento per stimolare la riflessione profonda e migliorare le decisioni economiche. Sa che il segreto consiste nel trovare un equilibrio tra il mondo virtuale dei dati e quello reale della comprensione umana. «È ricorda, cara, che esiste una differenza fondamentale fra intelligenza artificiale generativa e intelligenza artificiale predittiva. L'Ai generativa, quella che comunemente tutti conoscono, è spinta fino all'eccesso con i rischi conseguenti», chiosa la madre.

«Sì, mamma, capisco. È come la differenza tra un'auto che può guidare da sola, ma ha bisogno di un pilota per decidere dove andare, e un'auto che può solo prevedere il traffico, ma non decide la destinazione», aggiunge Giulia, comprendendo l'importanza di questa distinzione.

«Esatto», commenta Aurora, «sfrutta il tuo pensiero laterale! Prova a risolvere problemi complessi con soluzioni applicate inizialmente ad altri ambiti». Aurora spiega a Giulia che i mercati finanziari presentano comportamenti complessi che a volte assomigliano più ai sistemi quantistici che a quelli classici. Applicando i concetti della meccanica quantistica, in particolare l'equazione di Schrödinger, si può modellare le variazioni dei prezzi delle azioni in termini di densità di una funzione di probabilità. Con questo approccio non convenzionale, il prezzo delle azioni viene trattato come una particella quantistica la cui dinamica è governata da una funzione d'onda. La densità di probabilità derivata da questa funzione d'onda può essere utilizzata per prevedere le variazioni dei titoli.

## UN NUOVO MODO DI PREVEDERE

Esposto rapidamente questo quadro concettuale, Aurora prende il Pc di Giulia in mano e insieme iniziano a scrivere: «Titolo: Modellazione quantistica dei prezzi delle azioni tramite un nuovo algoritmo di intelligenza artificiale predittiva». E continua: «Consideriamo il prezzo delle azioni  $S(t)$  come analogo alla posizione di una particella quantistica e poniamo la funzione d'onda  $\psi(x,t)$  che rappresenta lo stato del mercato, dove  $x$  corrisponde ai possibili prezzi delle azioni.

Consideriamo adesso l'equazione di Schrödinger:

$$i\hbar \frac{\partial \psi(x,t)}{\partial t} = \left( -\frac{\hbar^2}{2m} \frac{\partial^2}{\partial x^2} + V(x,t) \right) \psi(x,t)$$

Dove:

$\hbar$ : Costante di Planck

m: Massa effettiva e in questo caso volumi di transazioni normalizzato dell'azione

$V(x,t)$ : Funzione di energia potenziale che rappresenta le forze di mercato.

La densità di probabilità  $P(x,t)$  permette allora di trovare il prezzo del titolo al tempo  $t$  secondo la formula seguente:

$$P(x,t) = |\psi(x,t)|^2$$

Risolvendo numericamente l'equazione di Schrödinger si possono prevedere le variazioni del prezzo delle azioni nel tempo».

«Ecco Giulia», dice alla fine Aurora, «abbiamo abbozzato un nuovo modo di fare previsioni finanziarie che potremmo trasformare in

un programma di finanza computerizzata e il calcolo massicciamente ricorsivo di tali previsioni diventerebbe il cuore di un'Ai predittiva finanziaria di grande valore!»

In questa bella sera autunnale, mentre le luci Led continuano a scintillare, Giulia ha scoperto una nuova frontiera nell'unione tra tecnologia e pensiero umano, pronta a cambiare il futuro della finanza e dell'umanità intera. Convinta della forza dell'intelligenza umana e delle possibili leve dell'intelligenza artificiale, la sua mente è ora piena di idee su come utilizzare l'Ai per potenziare il pensiero critico, piuttosto che soffocarlo, creando un futuro dove macchine ed esseri umani lavorino insieme in armonia.



# Tradurre l'abbondanza in conoscenza

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

Leggenda vuole che l'inventore del gioco degli scacchi, Sissa Nassir, al principe che voleva ricompensarlo per averlo finalmente liberato dalla noia chiese un chicco di grano raddoppiato per ciascuna delle 64 caselle della scacchiera. Il potere della progressione geometrica impedì però al sovrano di adempiere al suo impegno: alla sessantaquattresima casella il totale arrivava alla impressionante cifra di 18.446.744.073.709.551.615 chicchi di grano, per la quale ci sarebbe voluto molto più di un raccolto. Nell'era digitale, se ogni chicco di grano rappresentasse un'unità di informazione digitale, l'intero raccolto equivarrebbe a 16 exabyte, ovvero 0,016 zettabyte. E dire che secondo il rapporto di ricerca Idc Global DataSphere solo nel 2020 sono stati creati o replicati circa 64,2 zettabyte di dati a livello mondiale, con un trend costantemente in crescita! Questa enorme quantità di dati rappresenta un'infinita "biblioteca digitale" che può democratizzare la conoscenza, rendendo l'informazione accessibile globalmente.



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

I social media sono diventati uno dei principali canali attraverso cui riceviamo informazioni e dati, con gli utenti costretti a individuare le informazioni più corrette tra molteplici fonti. Queste piattaforme hanno rivoluzionato le modalità di comunicazione, apprendimento e condivisione delle informazioni, influenzando notevolmente anche l'educazione finanziaria. Tuttavia, quale effetto hanno realmente sulla nostra comprensione del mondo finanziario e quali implicazioni comportano per il futuro? Le ricerche recenti sull'interazione tra questi canali e l'educazione finanziaria rivelano un



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

ambiente complesso, caratterizzato da grandi opportunità, ma anche da significative sfide.

## VANTAGGI

Uno degli aspetti più promettenti dei social è la loro capacità di raggiungere un vasto pubblico: è innegabile che possano essere particolarmente efficaci nel diffondere conoscenze finanziarie tra coloro che usano i canali digitali. L'interattività costituisce un altro vantaggio significativo: le piattaforme social offrono varie forme di engagement permettendo agli utenti di interagire direttamente

\* 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.

con i contenuti e tra loro, dando e ricevendo feedback in tempo reale e creando un ambiente di apprendimento più dinamico e partecipativo con la possibilità di personalizzare la propria esperienza. Anche la varietà di formati disponibili sui social media rappresenta un punto di forza: video, infografiche, post brevi e dirette streaming possono adattarsi a diversi stili di apprendimento e preferenze degli utenti. Studi recenti hanno dimostrato, per esempio, che brevi video educativi possono migliorare significativamente la comprensione e l'applicazione di concetti finanziari di base, sugge-

**“ I social media rappresentano una risorsa straordinaria per l'educazione finanziaria, ma la loro complessità richiede un approccio critico e mirato ”**

mento finanziario degli utenti portandoli a cercare e a credere a informazioni che confermano le proprie convinzioni preesistenti, creando le cosiddette “echo chambers”, che limitano l'esposizione a diverse prospettive. In aggiunta, la superficialità dei contenuti è una preoccupazione rilevante: la natura di questi media, che favorisce la brevità e l'immediatezza, può portare a trattare in modo superficiale temi finanziari complessi. Di fronte a queste sfide, la comunità scientifica continua a esplorare strategie per ottimizzare l'efficacia di questo tipo di educazione sui social media. Un contributo

significativo in questo ambito è emerso già nel 2016, quando Ning Tang e Andrew Baker pubblicarono una ricerca in cui sottolinearono la necessità di integrare l'alfabetizzazione mediatica nell'educazione finanziaria, insegnando non solo concetti finanziari, ma anche come valutare criticamente le

informazioni finanziarie raccolte online.

#### **INFLUENCER E PIATTAFORME**

Anche il fenomeno degli influencer finanziari, in particolare su piattaforme come Instagram e TikTok, richiede attenzione crescente e la necessità di regolamentare e aumentare la trasparenza per questi nuovi attori capaci di influenzare significativamente la divulgazione di conoscenze. Costoro, infatti, possono rafforzare l'interesse per i concetti finanziari, specialmente tra i giovani adulti, ma è essenziale garantire che le informazioni condivise siano qualificate e imparziali.

La crescente popolarità di TikTok, dove si è sviluppato il fenomeno “FinTok”, mostra che anche contenuti brevi e visivamente accattivanti possono servire come punto di partenza per trattare argomenti basilari, quali il risparmio, l'inflazione e il rapporto con il denaro. Contenuti che stimolano l'interesse iniziale e possono indirizzare gli utenti verso risorse più approfondite per una comprensione più dettagliata, ma che spesso, pur animati da buone intenzioni, non offrono una visione analitica o completa. La rapida espansione dell'educazione finanziaria sui social media evidenzia l'urgente necessità di implementare un siste-

ma indipendente di verifica dei contenuti che dovrebbe garantire l'accuratezza delle informazioni diffuse e l'affidabilità dei divulgatori finanziari. Parallelamente, è importante che i promotori di iniziative educative si assumano piena responsabilità del processo formativo, il che implica la strutturazione di percorsi di apprendimento coerenti, continuativi e progressivi. L'obiettivo è consolidare e ampliare le conoscenze finanziarie nel tempo, assicurando che ogni fase sia supportata da una competenza adeguata e verificabile.

#### **SCROLL TO THE END**

I social media rappresentano una risorsa straordinaria per l'educazione finanziaria, ma la loro complessità richiede un approccio critico e mirato. Per sfruttarne appieno le potenzialità è essenziale integrarli in un quadro più ampio che includa educazione formale, consulenza professionale e politiche pubbliche specifiche. La sfida futura consiste nell'implementare metodologie solide per verificare e validare, sia i contenuti, sia le credenziali degli educatori finanziari sui social. È fondamentale sviluppare un sistema di controllo qualità che coinvolga gli amministratori delle piattaforme social, assicurando l'integrità e l'affidabilità delle informazioni finanziarie diffuse. Questo approccio mira a stabilire un ecosistema digitale trasparente e affidabile dedicato all'educazione finanziaria, valorizzando i vantaggi dei social e limitandone le debolezze. Lo sviluppo attraverso i social media è impegnativo, ma ricco di potenzialità: un principio fondamentale delle reti di comunicazione, noto come legge di Metcalfe, afferma che «l'utilità di una rete cresce proporzionalmente al quadrato del numero degli utenti connessi».

L'espansione delle connessioni digitali può dunque moltiplicare esponenzialmente il suo impatto su ogni individuo coinvolto e l'aggiunta di ogni nuovo nodo nella rete può aumentare notevolmente il valore e le opportunità per tutti i partecipanti, aprendo un potenziale vasto e inesplorato. Questi canali possono quindi essere non solo una fonte di informazioni finanziarie, ma un vero e proprio motore di alfabetizzazione finanziaria. La chiave risiede nello sviluppare gli strumenti critici essenziali per convertire l'abbondanza di dati in autentica conoscenza finanziaria. Tutto ciò perché, come recitava una celebre pubblicità di alcuni anni fa, «la potenza è nulla senza controllo»!

rendo che il formato visuale e conciso tipico di questi media potrebbe essere particolarmente efficace per l'educazione finanziaria. Infine, la tempestività dell'informazione sui social media offre agli investitori, ai risparmiatori e a chiunque sia interessato al mondo della finanza un vantaggio strategico: permette di reagire prontamente alle fluttuazioni dei mercati, di comprendere immediatamente l'impatto di nuove politiche economiche e di valutare in tempo reale le opportunità offerte da nuovi strumenti finanziari.

#### **LE SFIDE**

Tuttavia, la ricerca ha evidenziato anche rischi di disinformazione: in un ambiente dove chiunque può presentarsi come esperto, è fondamentale sapere distinguere tra i consigli affidabili e quelli potenzialmente dannosi. Inoltre, il sovraccarico di informazioni rappresenta un ulteriore ostacolo: si è dimostrato che l'eccesso di informazioni può ostacolare l'assimilazione efficace delle conoscenze finanziarie, portando alla confusione e a una comprensione ridotta dei concetti finanziari. C'è infine il ruolo significativo dei bias nell'ambiente dei social media: numerosi studiosi hanno evidenziato che il bias di conferma e altri pregiudizi cognitivi possono influenzare il comporta-

# Gestioni patrimoniali su misura

a cura di Arianna Cavigioli

Le gestioni patrimoniali sono considerate uno degli strumenti in grado di offrire ai clienti un servizio su misura e di rispondere rapidamente ai cambi d'umore dei mercati. È questo l'approccio di **Banca Generali** spiegato dal responsabile dell'asset management **Mario Beccaria**.

### **Si è già entrati nell'ultimo trimestre dell'anno; quali sono le sue considerazioni sui mercati?**

«Il 2024 dei mercati finanziari è stato nel complesso positivo, ma non ha mancato di riservare sorprese e fasi più difficili, seppure brevi, come la volatilità dei primi giorni di agosto o il difficile inizio d'anno dei bond. In questo scenario, per gli investitori diventa quanto mai prezioso potere contare su strumenti con una gestione attiva e flessibile, per affrontare i cambi di scenario con sangue freddo e un approccio di gestione che risponda alle loro esigenze specifiche. A tutto ciò mirano le gestioni patrimoniali, il prodotto più versatile e personalizzabile a disposizione dei clienti delle reti di consulenza».

### **Quali sono le caratteristiche che, secondo lei, le gestioni patrimoniali devono avere?**

«Per noi è necessario basarsi in primis su due elementi: da un lato mettere a disposizione del cliente filosofie di gestione patrimoniale il più possibile diversificate, in modo da permettere di costruire soluzioni su misura, combinando più linee di gestione; dall'altro, un approccio dinamico alla gestione del portafoglio, per posizionarsi in maniera più difensiva quando il mercato lo richiede o per essere più decisi quando le condizioni economico-finanziarie permettono di esserlo».

**In Banca Generali come avete scelto di rispondere a queste necessità?**

«Si è iniziato a farlo nel 2018, quando abbiamo riorganizzato la nostra struttura di asset management, creando sette team differenti in base a quattro parametri (obiettivo, universo investibile, stile di gestione e il cliente di riferimento). Ogni squadra ha autonomia e approccio dinamico: sono tutti veri gestori attivi e mettono a terra questa autonomia su diverse linee di gestione specifiche. Alcune più tradizionali con un approccio di selezione top-down, altre più dinamiche basate su un'elevata rotazione, passando da quelle più focalizzate sullo stock picking e l'analisi fondamentale, fino ad alcune che puntano a decorrelarsi dalle dinamiche delle asset class tradizionali».

### **Come ci si orienta tra queste linee di gestione per costruire strumenti su misura?**

«La capacità di personalizzare al meglio le soluzioni passa dalla relazione tra il banker e il cliente. Sta al consulente selezionarle e proporre all'investitore una serie di linee in base alle sue esigenze. A ciò si affianca una serie di servizi su misura: dalla rendicontazione alla capacità di compensare le minusvalenze. Crediamo molto nella "sartorializzazione" degli strumenti: clienti con portafogli oltre i 2,5 milioni hanno esigenze più complesse e offriamo loro servizi ancora più personalizzati: dalla scelta del benchmark di riferimento, alle specifiche sotto asset class da includere o escludere dal portafoglio, passando per il peso di alcune particolari strategie. Infine, per valorizzare il lavoro dei banker crediamo molto nella vicinanza tra rete e struttura di asset management, un rapporto basato sulla disponibilità e sulla capacità di dare risposte veloci alle sfide che vengono poste altrettanto velocemente dal mercato».



**MARIO BECCARIA**  
responsabile dell'asset management  
Banca Generali

zati: dalla scelta del benchmark di riferimento, alle specifiche sotto asset class da includere o escludere dal portafoglio, passando per il peso di alcune particolari strategie. Infine, per valorizzare il lavoro dei banker crediamo molto nella vicinanza tra rete e struttura di asset management, un rapporto basato sulla disponibilità e sulla capacità di dare risposte veloci alle sfide che vengono poste altrettanto velocemente dal mercato».

### **Avete introdotto anche novità per rispondere a queste sfide?**

«Per noi stare al passo con il mercato è una necessità chiave. La nostra pipeline vede sempre nuovi prodotti in divenire e di recente abbiamo lanciato nuove linee focalizzate sulle diverse opportunità dell'asset class obbligazionaria e le linee "Recovery", con l'obiettivo di estrarre valore da classe di attivi che sono rimaste un po' più indietro e ora potrebbero avere spazio per una ripresa».

# Parte il primo Etf attivo di Clo AAA

a cura di Boris Secciani

Fair Oaks Capital è una boutique di investimento che di recente ha quotato a Francoforte e Londra il primo Etf attivo europeo che investe in un portafoglio di tranches AAA di Clo (collateralized loan obligation). Queste ultime sono cartolarizzazioni costruite su un insieme di senior secured loan, una forma di prestito aziendale caratterizzata da tasso variabile. La particolare struttura di questi titoli li rende un'interessante occasione in un mondo caratterizzato da incertezze sui tassi e sull'andamento dell'economia. A parlare di questo nuovo strumento è **Miguel Ramos Fuentenebro**, co-founder and partner di **Fair Oaks Capital**.

## Quali sono i principali vantaggi dei Clo come asset class?

«Le tranches AAA dei Clo offrono rendimenti significativamente più elevati (attualmente circa il 4,8% annuo in euro) rispetto ai corporate bond di qualità creditizia comparabile. È importante notare che non si è mai registrato alcun default in questo ambito. La volatilità è paragonabile a quella del Bund tedesco a due anni e minore, sia rispetto ai corporate, sia ai prestiti bancari. A livello globale la capitalizzazione supera 1,2 trilioni di dollari. Si tratta di un valore non molto diverso rispetto ai bond high yield, che si posizionano intorno a 1,7 trilioni. Di conseguenza, la liquidità è ampia».

## I Clo presentano una duration molto bassa, con un tasso variabile rivotato ogni tre mesi. Di conseguenza ha senso investirci proprio adesso che le banche centrali hanno iniziato a rendere più espansive le loro politiche?

«In questo caso, la questione centrale non è tanto la direzione della politica monetaria, ma il fatto che il processo di abbassamento del costo

del denaro è già stato scontato dai mercati. Ad esempio, riteniamo che un Ytd del due anni tedesco pari al 2,1% incorpori previsioni piuttosto aggressive circa l'evoluzione futura dei tagli da parte delle banche centrali. Nonostante il rendimento attuale dei Clo AAA al 4,8% sia destinato a scendere man mano che l'Euribor calerà, è molto probabile che il rendimento netto nei prossimi due anni alla fine risulti superiore a quello di diverse emissioni sovrane a tasso fisso. Questa asset class, infatti, permette agli investitori di evitare il rischio di duration, consentendo comunque di intercettare rendimenti interessanti nonostante i potenziali abbassamenti del costo del denaro. A ciò ovviamente si aggiunge l'ulteriore beneficio della protezione fornita nei confronti di inattesi rialzi dei tassi».

## Come selezionate le emissioni da inserire nel vostro portafoglio?

«Il nostro gruppo ha a disposizione un team dedicato composto da 13 professionisti. Questi esaminano in maniera rigorosa ogni potenziale Clo in cui investire. Il processo include l'analisi del portafoglio di prestiti sottostanti. Inoltre, viene realizzata un'accurata due diligence del management che gestisce la cartolarizzazione. La documentazione di ogni titolo viene poi approfonditamente studiata per assicurarsi che siano in essere le giuste protezioni strutturali di una tranches AAA. Infine, ogni settimana monitoriamo il portafoglio, comparando il suo andamento rispetto al nostro scenario di base. Le ragioni che ci possono spingere a rigettare un'opportunità risiedono nel mancato rispetto di uno dei criteri appena elencati. Infine, adottiamo un processo di selezione Esg. A ogni investimento viene dato un voto in base a criteri ambientali e sociali, il che ci permette di ottenere uno score complessivo superiore alla media di mercato».



**MIGUEL RAMOS FUENTENE BRO**  
co-founder and partner  
Fair Oaks Capital

## Come pensate che il vostro Etf sui Clo AAA si comporti rispetto a obbligazioni che hanno un simile rating, nel caso di forte stress sui mercati?

«Innanzitutto, vale la pena ricordare che in America ci sono solo due emittenti corporate cui S&P e Moody's attribuiscono la tripla A: Microsoft e Johnson&Johnson. Il debito di entrambi i gruppi non offre alcuno spread rispetto ai Treasury sulle scadenze più brevi. In compenso, in Europa società con questo rating proprio non esistono, per cui i termini di paragone sono limitati. Va però detto che da quando i dati hanno cominciato a essere raccolti (nel 1987) i Clo AAA non hanno registrato alcun default. In tale periodo essi sono riusciti a passare con successo in mezzo a varie situazioni di elevato stress: fra esse ricordiamo la crisi asiatica del 1997, la bolla delle dot-com, la Grande crisi finanziaria e la pandemia. Si tratta di titoli che non sono esposti a singoli eventi idiosincratici che a volte colpiscono specifiche aziende e ciò, indubbiamente, li rende più resistenti».

## Però, oggi in alcuni casi c'è un problema di eccessivo uso della leva da parte delle aziende...

«Rispetto al passato i livelli di leva presenti nei bilanci aziendali oggi sono sicuramente più elevati, ciò però rappresenta un vantaggio chiave per i Clo AAA: infatti, si tratta di investimenti strutturati apposta per essere sicuri grazie a tecniche di miglioramento della qualità creditizia e protezioni nei confronti del rischio di default. A differenza dei corporate bond, questa asset class è costruita per resistere a stress estremi. La nostra analisi, infatti, mostra che è possibile registrare tassi di default annuali del 27% in ambito high yield senza che si vada incontro a grossi problemi per i Clo AAA. Si tratta di un valore molto più alto rispetto ai picchi storici del passato».

## LA FINANZA E LA LEGGE

### LA CONCESSIONE DI PRESTITI DA PARTE DI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI SECONDO LA AIFMD 2

# Uniformata l'attività di concessione dei prestiti dei Fia

di Lorenzo Macchia, Counsel di Advant Nctm



La Direttiva (Ue) 2024/927 del 13 marzo 2024 (la cosiddetta Aifmd 2) riconosce, per la prima volta a livello europeo, la possibilità di istituire fondi di investimento alternativi che erogano prestiti.

In ambito domestico (fenomeno presente anche in altri stati membri), già da diversi anni la normativa di riferimento concede ai Fia italiani e Ue di investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi dai consumatori. Del resto, i fondi di investimento che erogano prestiti sono una fonte di finanziamento alternativo e valido per l'economia reale. Tali fondi possono fornire finanziamenti essenziali alle piccole e medie imprese per le quali è più difficile accedere alle fonti di prestito tradizionali tipiche del canale bancario. Il timore che approcci normativi nazionali divergenti potessero condurre ad arbitraggi regolamentari e a livelli diversi di tutela degli investitori, ostacolando in tal modo la creazione di un mercato interno efficiente, ha portato il legislatore sovranazionale a uniformare all'interno dell'Unione l'attività di concessione di prestiti da parte dei Fia.

#### COSA DICE LA DIRETTIVA

La citata direttiva stabilisce che il "Fia concedente prestiti" deve (i) avere una strategia di investimento consistente principalmente nel concedere prestiti oppure (ii) erogare finanziamenti per un valore nozionale che rappresenta almeno il 50 % del valore patrimoniale netto del fondo stesso. Tramite un approccio estensivo si ricomprende all'interno del perimetro dell'attività di concessione di prestiti non solo le ipotesi in cui il Fia eroga direttamente il credito in qualità di prestatore originario, ma anche i casi in cui concede un prestito indirettamente tramite un terzo o una società veicolo che concede il prestito per o per conto del Fia, o per o per conto del gestore in relazione a esso. Per evitare l'elusione strumentale della normativa in esame sono considerate, quali attività di concessione di prestiti e dunque soggette alla disciplina di settore, anche le ipotesi in cui il Fia o il gestore partecipi alla strutturazione del prestito o definisca le sue caratteristiche.

I Fia di credito sono costituiti generalmente in forma chiusa

**“ Il “Fia concedente prestiti” deve (i) avere una strategia di investimento consistente principalmente nel concedere prestiti oppure (ii) erogare finanziamenti per un valore nozionale che rappresenta almeno il 50 % del valore patrimoniale netto del fondo stesso ”**

in quanto il rimborso all'investitore è legato, in considerazione della tipologia degli asset di investimento, al completamento del ciclo di vita del fondo. Tuttavia, è riconosciuta la possibilità di costituire fondi di credito aperti qualora il gestore riesca a dimostrare che il sistema di gestione del rischio di liquidità del Fia risulti compatibile con la strategia di investimento e la politica di rimborso dello stesso.

#### LEVA FINANZIARIA

Per garantire la stabilità e l'integrità del sistema finanziario e introdurre garanzie proporzionate, i Fia concedenti prestiti dovrebbero essere soggetti a un limite di leva finanziaria che varia a seconda che siano di tipo aperto o chiuso. Salvo eccezioni particolari, in caso di fondo aperto, in considerazione del maggior rischio di stabilità finanziaria dovuto all'esposizione delle continue richieste di rimborso, è prevista una leva finanziaria fino al 175%; in caso di fondo chiuso, generalmente più stabile dal punto di vista finanziario, fino al 300%.

#### LIMITAZIONI

Dal punto di vista soggettivo sono previste alcune limitazioni, in particolare non è possibile erogare credito al gestore o al personale dello stesso, al depositario delle quote del fondo, al

delegato alla gestione o al personale dello stesso nonché a un soggetto appartenente al medesimo gruppo del gestore. Il legislatore europeo consente ai Fia di erogare prestiti anche ai consumatori nel rispetto di quanto previsto dalla disciplina sulla tutela a tale tipologia di soggetti, ma riconosce agli stati membri la facoltà di potere vietare la concessione di prestiti ai consumatori da parte dei Fia nel loro territorio, per motivi di interesse pubblico. L'eventuale divieto imposto da uno stato membro non deve però pregiudicare la commercializzazione di Fia, all'interno dell'Unione, che concedono prestiti ai consumatori o esercitano attività di gestione dei crediti concessi ai consumatori. Infatti, questa disposizione ammette la possibilità che in stati come l'Italia, dove il legislatore interno ha circoscritto l'erogazione di prestiti da parte dei Fia esclusivamente a favore di soggetti diversi dai consumatori, risulti legittimo

commercializzare Fia eroganti credito ai consumatori purché istituiti in stati membri in cui non opera il suddetto divieto.

### **PREGIUDIZIO DELLE NORME**

Appare evidente l'effetto discriminatorio nei confronti dei gestori italiani e a tale proposito è auspicabile, quanto necessario, l'intervento del legislatore nazionale al fine di introdurre presidi efficaci per sopperire al pregiudizio arrecato dalle attuali norme. In merito, infine, al recepimento della direttiva in questione gli stati membri dovranno adottare entro il 16 aprile 2026 le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi; in relazione ad alcune disposizioni sugli obblighi di segnalazione in materia di delega di funzioni l'implementazione è programmata per il 16 aprile 2027.



# SEI UN CONSULENTE FINANZIARIO?

## RAFFORZA LA TUA IMMAGINE ONLINE E DAI VALORE AL TUO LAVORO!



### STRUMENTI PENSATI PER LA TUA CRESCITA DIGITALE

- ▶ **Sito web** personalizzato, **servizio fotografico**, creazione logo, articoli dedicati, stampa biglietti da visita
- ▶ **Gestione profilo LinkedIn** annuale e redazionale con editoriale mensile

SCANSIONA  
IL QR CODE



Fissa una  
chiamata  
conoscitiva  
di 15 minuti



# CONSULENTI & RETI



«Questa analisi ci consente di segmentare i clienti tramite variabili come l'età, l'entità del patrimonio, il genere e, in teoria, si potrebbe attribuire a ogni cliente un profilo che consentirebbe al professionista di realizzare quasi su misura la sua proposta di investimento. Tutto ciò ha un potenziale incredibile e io credo che l'intelligenza artificiale, che è l'elemento di discontinuità rispetto al passato, potrebbe aiutare proprio nella segmentazione, nell'individuazione dei diversi tipi di cliente anche sulle basi della finanza comportamentale, o meglio degli errori più ricorrenti. Credo perciò che le prime realtà che applicheranno questi criteri avranno grandi vantaggi competitivi. Tutto ciò mi consente di avere uno sguardo più ottimistico, rispetto ai risultati attuali»

**NICOLA RONCHETTI**  
fondatore e amministratore delegato  
Finer

# Finanza comportamentale, ancora all'inizio, ma sarà boom

a cura di Alessandro Secciani

È considerata la ricerca più importante sulla finanza comportamentale mai realizzata in Italia. “Finanza comportamentale: dalla teoria alla pratica”, presentata all’annuale meeting di Efpa Italia, la fondazione che certifica la competenza dei consulenti finanziari, ha realizzato un’indagine sulla conoscenza di questa tecnica, sia interpellando i consulenti, sia i loro clienti. Sono stati contattati 5.390 professionisti e 9.160 investitori, ai quali è stato chiesto se hanno una conoscenza della finanza comportamentale e, nel caso, come viene usata al momento della scelta degli investimenti. I risultati sono certamente interessanti, anche se si nota che su questo tema deve essere fatta ancora molta strada, soprattutto sul piano dell’utilizzo pratico.

Ad approfondire i numeri e soprattutto gli stimoli che escono dall’indagine commissionata da Efpa Italia è **Nicola Ronchetti**, fondatore e amministratore delegato di **Finer**, che ne è l’autore e che ha oltre 30 anni di esperienza nel settore delle ricerche finanziarie.

**Iniziamo con una premessa: quanto è importante la finanza comportamentale per i professionisti?**

«La finanza comportamentale è una teoria che ormai è utilizzata da diversi anni e i premi Nobel che sono stati assegnati su questa materia, prima a Daniel Kahneman nel 2002, poi a Richard Thaler nel 2017, hanno testimoniato che esiste una mo-



dalità di gestione del proprio denaro che non è razionale. In particolare, chi riesce a conoscere e a gestire un patrimonio applicando i principi di questa teoria trae benefici molto importanti. Quando, alcuni anni fa, Kahneman fu invitato alla convention di Banca Mediolanum, Ennio Doris, uno dei padri fondatori della consulenza finanziaria in Italia, disse: «Lei sulla finanza comportamentale ci ha vinto un premio Nobel, io ci ho fondato un'azienda». Su

questa base, è chiaro che i consulenti finanziari sono coloro che la utilizzano e la conoscono in misura maggiore rispetto al mondo dei bancari».

**Lei ha fatto una ricerca su vasta scala sull'uso della finanza comportamentale da parte di consulenti e banker.**

«Sì e se esaminiamo i numeri della nostra ricerca vediamo che il 66% dei consulenti

intervistati afferma di conoscere i principi della finanza comportamentale e le percentuali più alte si registrano tra coloro che hanno la certificazione Efp: sono chiaramente i professionisti che investono di più sul proprio lavoro, sulla propria cultura, sulla propria istruzione. Inoltre, risultano mediamente a buoni livelli di conoscenza anche gli advisor più istruiti, quelli che hanno portafogli al di sopra della media e coloro che operano nelle aree dove è concentrata maggiore ricchezza, ossia il Nord Italia».

**L'applicazione di queste tecniche dà un vantaggio concreto a chi le utilizza?**

«L'elemento interessante è che i professionisti che applicano i principi della finanza comportamentale ne traggono vantaggi incredibili, perché abbiamo più dell'80% che dice: «Io ho applicato la finanza comportamentale nel dialogo con il mio cliente e l'ho trovata molto utile». Viene considerata importante perché porta a scelte più consapevoli, a un dialogo con il cliente più trasparente, più chiaro e al superamento delle barriere a investire. Ciò significa anche dare un contributo ad abbassare l'enorme liquidità che è parcheggiata nei conti correnti. Se, invece, vediamo la finanza comportamentale dal punto di vista degli investitori, si tratta non tanto di informare che esiste, ma soprattutto di farne conoscere i principi e declinarli a livello di investimento».

**Come sempre capita, osservando una serie di dati, si può vedere il bicchiere mezzo pieno o mezzo vuoto. Guardando con un po' di attenzione la ricerca, si nota che tra i consulenti c'è il 50% del totale che non usa mai la finanza comportamentale e, tra quelli che l'hanno studiata, uno su tre non la applica. Inoltre, circa l'80% di coloro che la praticano si limita al dialogo, ma al momento di costruire il portafoglio viene utilizzata solo dal 21%. Non sono dati bellissimi, soprattutto perché alla fine a usarla sul piano operativo sono veramente pochi. Infine, un consulente su tre non sa neppure che cosa sia la finanza comportamentale.**

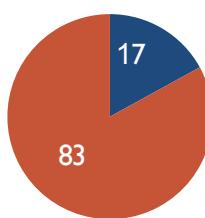
«Sicuramente si può vedere il bicchiere mezzo vuoto, ma questi dati non sono così dissimili da quelli delle ricerche internazionali fatte da istituzioni americane e inglese. La finanza comportamentale è una disciplina relativamente recente: il primo premio Nobel è stato vinto nel 2002, il secondo nel 2017. Io credo che in realtà la situazione attuale sia un punto di partenza: c'è un ampio spazio di miglioramento, ma tutto ciò fa parte di un percorso naturale. Se Kahneman e Thaler avessero vinto il premio Nobel negli anni '70 o '80, ci sarebbe da preoccuparsi, ma passare dalla teoria alla pratica è sempre un percorso complesso e, quando parliamo di dati e di profilazione, diventa complessissimo: è necessario fare le domande giuste e saperle utilizzare per segmentare i clienti. Di conseguenza, ritengo che questa ricerca abbia messo in luce un'enorme potenziale di crescita. Fino a poco tempo fa, costruire la segmentazione dei clienti e fare approcci one to one estesi a tutto l'universo della base clienti era praticamente impossibile: ci sono miliardi di dati da incrociare. Noi ci siamo limitati a fare l'incrocio tra genere, patrimonio, età e tipo di investimento, ma ci sono moltissimi altri dati che potrebbero essere integrati. Le reti li hanno questi dati e realizzare una profilazione per mirare le proposte da portare avanti è un lavoro non banale, ma ci sono tutti gli ingredienti per poterlo fare. Questa analisi ci consente di segmentare i clienti tramite variabili come l'età, l'entità del patrimonio, il genere e, in teoria, si potrebbe attribuire a ogni cliente un profilo che consentirebbe al professionista di realizzare quasi su misura la sua proposta di investimento. Tutto ciò ha un potenziale incredibile e io credo che l'intelligenza artificiale, che è l'elemento di discontinuità rispetto al passato, potrebbe aiutare proprio nella segmentazione, nell'individuazione dei diversi tipi di cliente anche sulle basi della finanza comportamentale, o meglio degli errori più ricorrenti. Credo perciò che le prime realtà che applicheranno questi criteri avranno grandi vantaggi competitivi. Tutto ciò mi consente di avere uno sguardo più ottimistico, rispetto ai risultati attuali».

**E tra gli investitori, c'è una conoscenza della finanza comportamentale, almeno ai livelli più alti?**  
«Tra gli investitori, abbiamo riscontrato

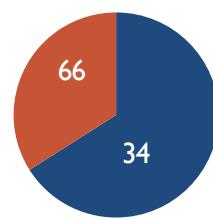
## LA CONOSCENZA DEI PRINCIPI DELLA FINANZA COMPORTAMENTALE

Domanda: Lei conosce i principi della finanza comportamentale?  
valori % Base: 5.390 professionisti (consulenti finanziari, private banker dipendenti bancari) e 9.160 investitori finali

Investitori finali



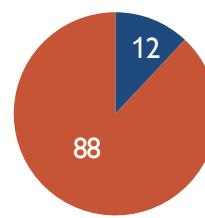
Professionisti



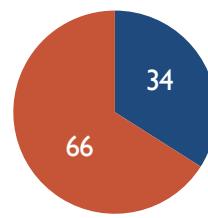
## L'APPLICAZIONE DEI PRINCIPI DELLA FINANZA COMPORTAMENTALE

Domanda: le è capitato di applicare i principi della finanza comportamentale?  
valori % Base: conoscono la finanza comportamentale, 3557 professionisti (consulenti finanziari, private banker dipendenti bancari) e 1.556 investitori finali

Investitori finali



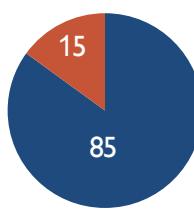
Professionisti



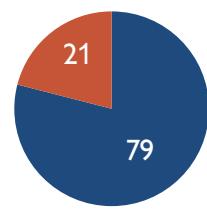
## L'AMBITO DI APPLICAZIONE DEI PRINCIPI DELLA FINANZA COMPORTAMENTALE

Domanda: in quale dei seguenti ambiti le è capitato di applicare i principi della finanza comportamentale?  
valori % Base: hanno applicato i principi della finanza comportamentale, 1.209 professionisti (consulenti finanziari, private banker dipendenti bancari) e 187 investitori finali

Investitori finali



Professionisti



Fonte: Efpa Italia

che il 17% già ne conosce i principi e, chiaramente, c'è una correlazione con il livello di istruzione: hanno una conoscenza maggiore le persone laureate, quelle con un portafoglio più ampio, gli imprenditori, le generazioni più avanti con l'età (X gene-

ration e baby boomer) e gli uomini rispetto alle donne. Anche l'investitore finale la utilizza prevalentemente nel dialogo (85% dei casi), ma con una scarsa applicazione al momento di decidere il portafoglio. Però, chi se ne serve si dimostra molto soddi-

sfatto e il 75% afferma che è utile, sostanzialmente per le stesse motivazioni che abbiamo visto per i professionisti: coerenza delle scelte, miglioramento del dialogo, superamento delle barriere e maggiore serenità e tranquillità. Ci sono perciò convergenze tra il cliente e il professionista».

### Da questa ricerca, quale investitore esce?

«È fondamentale vedere gli errori cognitivi più ricorrenti, che sono in Italia l'avversione alle perdite, che si manifesta quando la persona sente un dolore più forte per le perdite rispetto al piacere per i guadagni, l'effetto gregge, cioè la tendenza a seguire i comportamenti degli altri, l'inerzia, vale a dire prendere le decisioni sulla base di schemi che sono già stati sperimentati, con il risultato di essere penalizzati in termini di diversificazione. Ci sono anche i temi dell'ancoraggio, cioè mi aggrappo alle prime informazioni e mi fermo lì, l'eccesso di fiducia, che comporta una sopravalutazione delle proprie capacità. Infine, è frequente anche l'errore di attribuzione: quando faccio bene è merito mio, quando faccio male è colpa del consulente. Se vogliamo analizzare questi errori cognitivi, quello più importante in Italia è l'avversione al rischio».

### Questi errori di comportamento sono diversificati per categorie di investitori?

«La ricerca ha messo in evidenza che tra i parametri che differenziano i maggiori errori c'è innanzitutto l'entità del patrimonio: per coloro che dispongono di capitali più elevati, private e wealth, l'effetto di avversione alle perdite è il più frequente, perché l'obiettivo più importante è la difesa della propria ricchezza e la paura maggiore è perderla. Gli affluent, cioè le persone che hanno un patrimonio sotto 2 milioni di euro, sono caratterizzati dal tema dell'ancoraggio e dall'inerzia: sono proprio quelli che avrebbero più bisogno di un consulente che faccia loro capire che ci sono alternative a ciò che già conoscono e che è necessario usare più fonti informative. Sul mass market abbiamo come tendenza prevalente l'errore di attribuzione e l'effetto gregge. Ulteriori differenze si hanno tra uomini e donne: i primi sono più affetti dall'avversione alle perdite, dall'errore di attribuzione e dall'eccesso di fiducia, mentre le seconde sono più portate all'ancoraggio e all'inerzia. Sul piano generazionale, chi è più anziano è frenato dall'avversione alle perdite, mentre tra i baby boomer c'è più ancoraggio e inerzia; inoltre, man mano

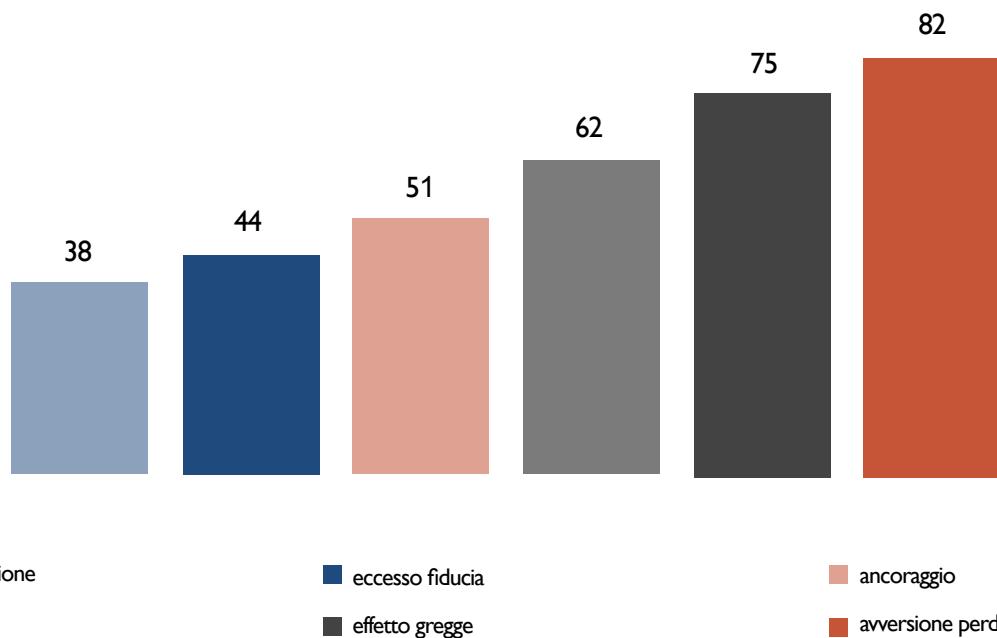
che ci si sposta verso i più giovani, si vede che l'errore più ricorrente è l'eccesso di fiducia, che, soprattutto nei millennial, porta a fare e disfare da soli o a investire in criptovalute. E poi non manca l'effetto gregge anche sui giovanissimi».

**Nella ricerca appare un dato sorprendente: tra i consulenti, le donne che conoscono la finanza comportamentale sono in leggera maggioranza rispetto agli uomini. Anche i giovani (ma ciò non è sorprendente) sono più preparati.**

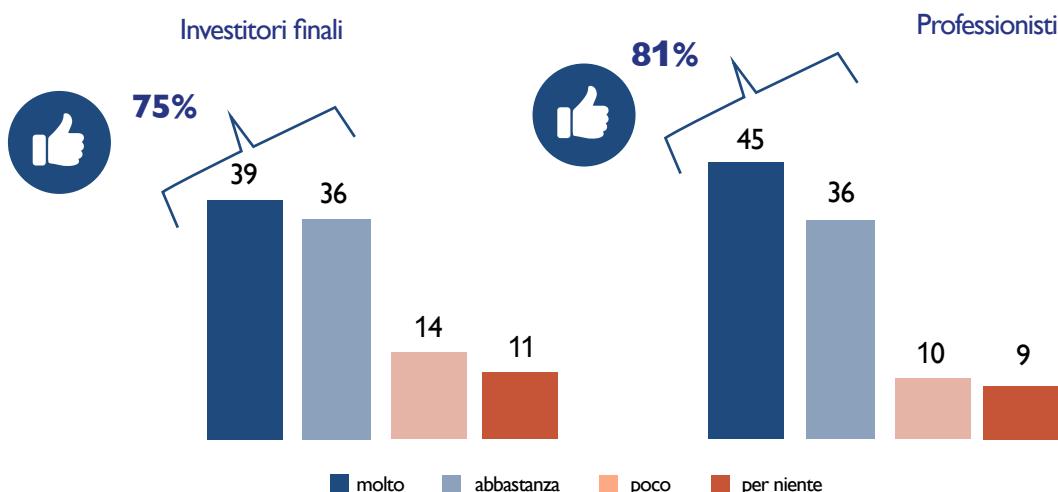
«Si, le donne hanno un approccio alla professione più analitico, più meditato, hanno minore ansia da prestazione e forse si prendono un po' più di tempo per riflettere rispetto alla media dei colleghi. Invece i giovani, che sono freschi di studi, sono più edotti rispetto a chi si è laureato o diplomato molti anni fa. Comunque, in generale le conoscenze di finanza comportamentale sono collegate al livello di istruzione: chi ha alle spalle una buona cultura è più facile che sia curioso, che vada a leggere pubblicazioni su queste tematiche. Inoltre, i consulenti certificati Efpa, sia bancari, sia consulenti finanziari, che sono coloro che investono sulla loro formazione facendola

### I SEI ERRORI COGNITIVI PIÙ RICORRENTI TRA GLI INVESTITORI ITALIANI

Domanda: gli errori cognitivi più ricorrenti tra gli investitori italiani  
valori % Base: 9.160 investitori finali



Domanda: quanto ha trovato utile l'applicazione dei principi della finanza comportamentale nel suo dialogo con il cliente/consulente e nelle scelte di investimento?  
 valori % Base: hanno applicato i principi della finanza comportamentale, 1.209 professionisti (consulenti finanziari, private banker dipendenti bancari) e 187 investitori finali



Fonte: Efpa Italia

certificare, arrivano all'80% di conoscenza della finanza comportamentale».

### Le società fanno abbastanza per ampliare la cultura della finanza comportamentale? Che cosa dovrebbero fare di più?

«Le società fanno molto e soprattutto hanno notevolmente incrementato gli investimenti da questo punto di vista. Cito due elementi fondamentali. Il primo è che quasi tutte le reti di consulenti finanziari hanno le loro università interne, cioè strutture formative dedicate. In pratica, quasi tutte le realtà di consulenza considerano basilare l'attività formativa e si sono resi conto ben prima delle banche che la competenza è un valore non fine a sé stesso, ma è correlato anche al successo commerciale: più è preparato il professionista, meglio riesce a gestire il cliente. Non è quindi una scelta completamente disinteressata e di tipo teorico. E questo è un dato di fatto. Il secondo viene da Efpa, che è una buona proxy di quanto i professionisti vogliono investire su loro stessi, e i numeri sono impressionanti, perché sono più che triplicati negli ultimi anni i professionisti certificati tra bancari, consulenti e private banker. Ciò vuole dire che non c'è consapevolezza solo da parte delle banche o delle reti, ma anche dei singoli che investono con i loro soldi nella formazione e poi certificano le competenze. Del resto in questo mondo

è importante non solo essere formati, ma anche certificare con un bollino la propria preparazione. È anche molto aumentata la tipologia di certificazione: si va dall'Esg, a quella sui mercati privati e c'è anche un'attestazione sulla finanza comportamentale. Quindi, è presente una forte consapevolezza da parte di tutti gli attori a incrementare la preparazione. Credo che sia in corso un forte sviluppo della consulenza bancaria e di quella finanziaria che tra quattro anni renderà obsoleto ciò che vediamo oggi. In questo contesto la conoscenza della finanza comportamentale avrà un ruolo enorme».

### Voi avete fatto la ricerca su 5.390 mila consulenti e su oltre 9 mila investitori. Come li avete scelti?

«Noi come Finer, con cui opero da circa sette anni (prima già lo facevo con altre realtà), abbiamo costruito dei campioni di riferimento sulla base di alcuni dati. Gli oltre 5 mila professionisti che abbiamo contattato li abbiamo segmentati in tre categorie: consulenti finanziari monomandatari, private banker, cioè dipendenti bancari dedicati ai clienti più patrimonializzati, e, infine, i consulenti bancari, che sono i gestori per gli affluent. Inoltre, abbiamo costruito uno strumento, che si chiama finance mirror, per ogni professionista e il suo universo di riferimento lato clienti. Ciò ci permette di avere un rap-

porto anche con gli investitori e ne intervistiamo circa 10.400 ogni anno suddivisi tra affluent, private, wealth e mass market. Quindi questi monitoraggi sono le fondamenta del nostro lavoro; poi ci sono i dati che vengono forniti anche dalle fonti istituzionali, come Bankitalia e le grandi indagini dell'Istat. Perciò abbiamo costruito il campione degli investitori sulla base delle caratteristiche che hanno nell'universo. Quanto ai numeri, i consulenti finanziari in Italia sono poco meno di 50 mila, ma con mandato attivo sono circa 40 mila. A questi si aggiungono circa 185 mila bancari, di cui un terzo front office, che porta la quantità di operatori a contatto con il cliente a circa 70 mila. Di questi i private saranno circa 20 mila. Di conseguenza, abbiamo costruito i campioni sulla base di una consuetudine abbastanza validata dalle fonti ufficiali. E poi questo è il nostro lavoro: facciamo ricerca sul settore finanziario da 30 anni e la prima indagine sui consulenti l'abbiamo realizzata nel 2000, quando ancora si chiamavano promotori finanziari. Nel 1994 facevamo le interviste telefoniche ai clienti e quando chiedevamo dei fondi comuni di investimento, dovevamo specificare che i fondi non erano appezzamenti terrieri, ma prodotti finanziari. Ciò per dire come sono cambiate le cose in 30 anni. A volte per capire quanta strada abbiamo fatto, vado a prendere le ricerche fatte 30 anni fa».

# Non sempre i clienti ci stanno

di Alessandro Secciani

Dopo due puntate in cui Fondi&Sicav ha chiesto alle maggiori reti di distribuzione di prodotti finanziari se nei confronti dell'Esg c'è ancora interesse, e soprattutto se i clienti sono ancora disponibili a investire in strumenti che stanno raccogliendo diverse critiche sul piano delle performance, e dopo una serie di risposte tutte ampiamente positive, che indicano da parte delle società e degli investitori un interesse intatto per sostenibilità, sociale e governance, in questa tornata dell'inchiesta comincia a evidenziarsi qualche piccola crepa. Non da parte delle società, che continuano a impegnarsi e a fornire un'ampia gamma di prodotti Esg compliant (è il caso, per esempio, di Banca Patrimoni Sella & C.), ma in misura crescente da parte dei clienti, che sembrano meno attenti al tema. Innanzitutto per il fatto che non sempre le performance sono state all'altezza delle aspettative. In effetti due anni fa c'era l'idea che gli strumenti finanziari gestiti sostenibili, che

puntano per i loro portafogli su società con una corretta politica Esg e su imprese che offrono prodotti e servizi utili per la transizione energetica, potessero fornire, almeno sul lungo periodo, performance migliori, rispetto a coloro che puntano su un tipo di industria tradizionale. Si pensava che il petrolio e tutta l'energia da materie prime fossili fosse avviata verso un lento, ma inesorabile declino. Tuttavia, la guerra in Ucraina ha indubbiamente cambiato molto e il petrolio e il gas hanno avuto una crescita delle quotazioni fortissima: in pratica chi ha puntato su gestioni tradizionali ha messo a segno performance che non si vedevano da anni in questo ambito. E, ovviamente, molti investitori hanno cominciato ad avere diversi dubbi sulle scelte green.

A parlare di questi temi sono **Marco Pelissero**, viceresponsabile delle gestioni patrimoniali di **Banca Patrimoni Sella & C.** e **Gianluca Scelzo**, consigliere delegato di **Copernico Sim**.

## «Occorre ancora sensibilizzazione»



**GIANLUCA SCELZO**

*«Investire in ambito Esg, soprattutto nel breve termine, può risultare meno remunerativo rispetto agli strumenti “non etici”, e ciò comporta che la transizione richieda un impegno nel lungo periodo, come investimento per le generazioni future. È comprensibile che non tutti siano pronti o disposti ad abbracciare questa visione, il che genera una certa resistenza al cambiamento»*

Gianluca Scelzo, come la maggioranza degli operatori finanziari, è convinto della bontà e dell'importanza delle politiche Esg e del valore che queste hanno nella società globale. Un po' meno convinto appare della possibilità di coinvolgere ampie fasce di clientela su questo tema. Non soltanto incidono tra gli investitori le scarse performance che il settore ha messo a segno in tutto il mondo, ma anche la confusione sul piano normativo e alcuni elementi di concorrenza tra i diversi sistemi. In conclusione, dare per scontato un tema di questo genere può essere molto pericoloso, sia per l'economia reale, sia per chi investe.



**Quanto è importante il tema Esg per la vostra società? Ritenete che sia ancora un comparto sul quale valga la pena di puntare?**

«Il tema Esg sta avendo un impatto notevole, sia sui mercati finanziari, sia sull'economia reale. Mentre alcuni clienti sono già sensibili a questi argomenti, la maggioranza necessita ancora di sensibilizzazione. Una parte di questo cambiamento verrà agevolato dalle normative, che stanno evolvendo per disciplinare l'Esg e promuoverne l'integrazione nel sistema economico».

**Secondo diverse rilevazioni, si è manifestata una caduta di interesse per la sostenibilità e l'ottimismo iniziale si è trasforma-**

**to in uno scetticismo di fondo: in molti casi si stanno evidenziando più i problemi che la sostenibilità crea che i vantaggi...**

«È importante che la transizione verso l'Esg non si trasformi in un freno per la crescita delle aziende. Una transizione troppo rapida, infatti, rischia di aumentare i costi iniziali e creare ostacoli allo sviluppo. Ad esempio, il settore automotive, già in difficoltà, potrebbe subire un ulteriore impatto negativo se il passaggio a modelli sostenibili avvenisse troppo in fretta, senza che il mercato fosse pronto a recepirlo».

**Le normative troppo avanzate possono essere un problema?**

«È certamente da considerare che l'a-

dozione delle normative Esg è disomogenea a livello globale: mentre alcuni paesi sviluppati adottano standard elevati, molti emergenti non seguono ancora con lo stesso rigore questi principi. La transizione energetica è uno degli aspetti più urgenti e complessi del tema Esg, ma anche governance e sicurezza rivestono un ruolo cruciale e presentano prospettive di intervento più immediato».

**Il fatto che negli ultimi due anni le performance dei prodotti sostenibili sono state inferiori, rispetto ad altri settori come l'oil&gas, per non parlare delle armi, ha influito negativamente sulle decisioni degli investitori?**

«Investire in ambito Esg, soprattutto nel breve termine, può risultare meno remunerativo rispetto agli strumenti "non etici", e ciò comporta che la transizione richieda un impegno nel lungo periodo, come investimento per le generazioni future. È comprensibile che non tutti siano pronti o disposti ad abbracciare questa visione, il che genera una certa resistenza al cambiamento».

**L'Esg, tra i clienti, è vista favorevolmente solo dalle generazioni più giovani o c'è un interesse anche tra gli investitori più anziani?**

«Nell'ambito del risparmio gestito, l'Esg sta guadagnando importanza, anche se forse con meno intensità di quanto sperato, dato che l'economia reale è ancora piuttosto indietro. Tra i clienti, non emerge un chiaro fattore anagrafico come driver: in tutte le fasce d'età vi sono, sia persone interessate agli investimenti Esg, sia altre che vi si oppongono».

**Nonostante tutte le difficoltà, credete ancora nella sostenibilità e nel fatto che sia giusto proporla agli investitori?**

«L'auspicio è che l'adozione di criteri Esg non diventi un peso per alcuni paesi e un vantaggio per altri, soprattutto nelle economie occidentali. Un cambiamento troppo forzato ed accelerato potrebbe infatti rallentare il loro sviluppo, rischiando di penalizzare in modo non uniforme il sistema economico globale».

**MARCO PELISSERO, VICERESPONSABILE DELLE GESTIONI PATRIMONIALI DI BANCA PATRIMONI SELLA & C.**

**«Noi ci crediamo, ora tocca ai clienti»**



**MARCO PELISSERO**

*«Dai dati raccolti anche attraverso i nostri questionari di profilatura, notiamo che la maggioranza dei clienti attribuisce al momento un'importanza piuttosto marginale a questi temi. In termini di performance, inoltre, i portafogli più tematici orientati alla sostenibilità, hanno brillato meno rispetto ad altri investimenti tradizionali, il che rende gli investitori meno propensi a sottoscrivere prodotti più "Esg compliant"»*

Marco Pelissero, insieme a Nino Mancini, guida la trasformazione dell'offerta delle Gp verso una maggiore integrazione di criteri Esg, in conformità con l'articolo 8 del regolamento europeo Sfdr. Questo cambiamento riguarda l'evoluzione delle linee di gestione patrimoniale. Ma, se da parte della banca c'è sicuramente un impegno importante sul piano dei prodotti sostenibili, la strada da compiere nei confronti dei clienti è ancora lunga, come spiega il manager di Banca Patrimoni Sella & C..

**Quanto è cruciale la sostenibilità in Banca Patrimoni Sella & C. e come viene integrata nei portafogli dei clienti? Qual è la performance degli strumenti finanziari classificati Esg?**

«La sostenibilità è un tema sempre più centrale per il nostro Gruppo. Ogni comitato rilevante include ormai un punto all'ordine del giorno dedicato a questo aspetto e noi, che ci occupiamo di servizi di investimento, cerchiamo di implementare questa vocazione verso un mondo "più sostenibile". Tuttavia, è importante sottolineare che a oggi i nostri clienti dimostrano un interesse ancora limitato verso la sostenibilità. Dai dati raccolti anche attraverso i nostri questionari di profilatura, notiamo che la maggioranza dei clienti attribuisce al momento un'importanza piuttosto marginale a questi temi. In termini di perfor-



mance, inoltre, i portafogli più tematici orientati alla sostenibilità hanno brillato meno rispetto ad altri investimenti tradizionali, il che rende gli investitori meno propensi a sottoscrivere prodotti più "Esg compliant", soprattutto se questa scelta comporta sacrifici importanti in termini di rendimento (minor performance)».

**All'interno della vostra rete, ci sono consulenti particolarmente orientati alla sostenibilità oppure c'è una posizione uniforme su questo tema?**

«Anche su questo fronte c'è una certa disomogeneità tra i nostri consulenti: alcuni colleghi mostrano un interesse maggiore verso i temi legati alla sostenibilità, ma non possiamo parlare di una tendenza uniforme, tutt'altro. Il nostro modello non impone indicazioni specifiche in termini di prodotti: i consulenti autonomamente tendono a proporre le soluzioni finanziarie che meglio bilanciano le esigenze dei clienti, senza che vengano dati loro budget di prodotto come invece succede spesso in altre realtà: ciò evita a volte anche di proporre portafogli sostenibili se questo fatto rischia di deludere le aspettative in termini di performance da parte della clientela. Tuttavia, quanto meno fino a oggi, non abbiamo mai riscontrato colleghi che richiedano esplicitamente di trattare solo prodotti sostenibili».

**Avete programmi di formazione sui temi Esg per i consulenti? Notate una differenza di interesse tra giovani advisor e consulenti più esperti?**

«Assolutamente sì. Offriamo programmi di formazione sui temi Esg, che sono parte di un percorso più ampio che comprende tutte le tematiche rilevanti per chi si occupa di consulenza finanziaria. Per quanto riguarda la distinzione tra giovani e senior, notiamo un interesse maggiore tra i giovani consulenti verso i temi della sostenibilità, anche se al momento si tratta più di un interesse teorico-filosofico che di una messa in pratica concreta; d'altra parte, la nostra rete è composta principalmente da consulenti senior e, sebbene alcuni dimostrino attenzione ai temi più innova-

tivi, tra cui la sostenibilità, resta evidente una tendenza a privilegiare performance finanziarie solide e sostenibili nel tempo, risposta che trovano sempre di più attraverso le gestioni patrimoniali, che a oggi continuano a essere il core business della banca».

**I vostri consulenti dispongono di prodotti specifici per la sostenibilità e siete in grado di fornire gli asset necessari per creare portafogli Esg?**

«Sì, offriamo prodotti sostenibili, in particolare nelle le gestioni patrimoniali, che arrivano oggi a contare 56 linee articolo 8, nove linee articolo 8 plus e una linea articolo 9. Questi portafogli mirano a promuovere caratteristiche ambientali e sociali, in linea con l'impegno della banca e del gruppo Sella verso un futuro sostenibile. Tuttavia, come già affermato, nel nostro approccio, non "imponiamo" prodotti ai consulenti: supportiamo la rete con incontri frequenti in tutta Italia, offrendo loro tutte le informazioni necessarie per integrare la sostenibilità nei portafogli dei clienti, qualora lo desiderino. Abbiamo un modello che punta molto sul contatto diretto e sul dialogo costante tra consulenti e gestori: raccontiamo le Gp come un servizio, il cui sottostante è un prodotto fatto anche di assistenza e consulenza alla nostra rete, lavorando al loro fianco per rispondere al meglio alle esigenze della nostra clientela finale».

**I clienti chiedono autonomamente prodotti green o è necessario proporli e spiegarglieli?**

«In generale, la richiesta di prodotti green oggi non parte autonomamente dai clienti: nella maggior parte dei casi, sono i consulenti a dovere spiegare le caratteristiche e i vantaggi di questi strumenti. Come detto, la sensibilità verso la sostenibilità è ancora marginale tra la nostra clientela, peraltro una caratteristica che immaginiamo simile a livello di sistema. L'esigenza primaria di chi approcca un servizio di investimento ha a che fare con la gestione del rischio e l'obiettivo di un rendimento reale crescente nel tempo».

**Negli ultimi anni, i prodotti Esg**

**non hanno performato particolarmente bene, mentre settori come l'oil & gas hanno registrato ottimi risultati. Come hanno reagito i vostri clienti che avevano investito nella sostenibilità?**

«I clienti che hanno investito in prodotti sostenibili hanno sicuramente percepito un certo gap di rendimento rispetto ad altri settori/componenti del mercato. Questo elemento ha contribuito ad alimentare una certa "diffidenza" verso gli strumenti Esg. Tuttavia, continuiamo a ritenere che il nostro obiettivo rimane trovare con calma un reale e trasparente equilibrio tra sostenibilità e performance finanziaria a lungo termine».

**La clientela interessata ai prodotti green è composta principalmente da giovani o include anche persone più mature?**

«In questo caso notiamo una distinzione tra i privati e gli investitori istituzionali. Tra i clienti privati, l'interesse verso i prodotti green è spesso legato a sensibilità personali e i giovani mostrano una propensione leggermente maggiore. Gli investitori istituzionali, invece, sono sempre più obbligati a rispettare direttive specifiche che richiedono l'integrazione di criteri Esg nei portafogli, scelta strategica che ci ha indotti a rivedere il nostro processo decisionale per cogliere al meglio questa tendenza che leggiamo sempre più frequente e di lungo periodo».

**In conclusione, continuate a credere nella sostenibilità con la stessa intensità degli inizi?**

«Sì, assolutamente. La sostenibilità è un trend che riteniamo inesorabile e che, come tale, continuerà a crescere, soprattutto dal lato dell'offerta finanziaria. Tuttavia, è cruciale per noi evitare il cosiddetto "greenwashing", ossia promuovere prodotti sostenibili "solo di facciata". Il nostro impegno è garantire che ogni strumento che offriamo sia realmente sostenibile e finanziariamente solido, provando a occuparci al contempo, sia del nostro pianeta, sia degli interessi dei nostri clienti, credendo, nel nostro piccolo, di dovere contribuire alla ricerca di un futuro migliore».



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



disponibile su:





Distintivo.  
Affidabile.  
Durevole.



Il nostro approccio d'investimento distintivo ci ha reso uno dei più grandi gestori obbligazionari al mondo.

### Capital Group Global Corporate Bond Fund

Offrire stabilità nel lungo termine con un portafoglio obbligazionario di alta qualità.



Inquadra il QR code per approfondimenti

**SOLO PER GLI INVESTITORI PROFESSIONALI**  
Comunicazione a fini promozionali

Si prega di fare riferimento al prospetto del Capital International Fund e al PRIIPs Key Information Document (KID) su [capitalgroup.com/europeprima](http://capitalgroup.com/europeprima) di prendere qualsiasi decisione di investimento definitiva. Il capitale investito è a rischio. Il valore degli investimenti e il reddito che ne deriva possono sia aumentare che diminuire ed è possibile perdere una parte o la totalità dell'investimento iniziale.

La presente comunicazione è emessa da Capital International Management Company Sàrl ("CIMC"). © 2024 Capital Group. Tutti i diritti riservati.