

# FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 18 - numero 171 - febbraio 2025



AZIONI GIAPPONESI, ADDIO IMMOBILISMO

BOND, RENDIMENTI ANCORA INTERESSANTI



BANCA  
GENERALI  
PRIVATE



MESSAGGINT

## 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.



## UNA GRANDE SFIDA SOCIALE di Giuseppe Riccardi



È un'occasione unica per l'intero risparmio gestito e per i consulenti finanziari. Dopo anni che se ne parlava, come risulta chiaro dall'inchiesta di Consulenti&Reti a pagina 64, finalmente le maggiori società del settore hanno scoperto che la previdenza alternativa offre intere praterie di business a chi ha la capacità di proporre i prodotti e i servizi giusti. Del resto, la domanda potenziale è enorme: in un mondo in cui le pensioni tradizionali, che consentivano una tranquilla uscita dal mondo del lavoro, non ci saranno più e saranno sempre più insostenibili per gli stati, costruire con gli anni una rendita certa è sempre più indispensabile. Ma offrire strumenti in grado di risolvere questi problemi, efficaci, sicuri e poco co-

stosi non è da tutti. Sarà indubbiamente una sfida non facile da vincere.

Ed è a questo punto che sono scese in campo le società di gestione e di consulenza. Come spiegano con molta chiarezza diversi manager intervistati da Fondi&Sicav, è indispensabile innanzitutto creare un piano ad hoc per ogni persona, tenendo conto delle future necessità, delle possibili criticità e dei problemi familiari. Realizzare programmi previdenziali di questo genere non sarà per nulla banale e richiederà un impegno molto forte, una grande attenzione ogni volta. Sarà necessario utilizzare una molteplicità di strumenti finanziari, che dovranno essere cambiati nel tempo, via via che le esigenze muteranno. La diversifi-

cazione sarà un'arma molto importante da utilizzare.

Se società e consulenti riusciranno a fornire certezze in questo campo, potranno assumere un ruolo fondamentale, non soltanto economico, ma soprattutto sociale. L'attuale Inps, che inevitabilmente avrà un'importanza sempre minore, sta lasciando un vuoto che anno dopo anno aumenta. Sta ai consulenti riuscire a riempire questo vuoto e portare avanti un impegno sociale importantissimo. Come mai hanno avuto.



## INCERTEZZA di Pinuccia Parini

La nomina alla presidenza degli Stati Uniti di Donald Trump è stata, come di solito avviene, un momento icastico. La ritualità di una cerimonia, che si svolge con le stesse modalità da decenni, ha connotato lo scenario in cui è stato designato il 47° presidente americano. Ciò che invece è seguito, ossia il discorso del nuovo presidente, è stato uno spartiacque che potrebbe segnare la nascita di un mondo nuovo. Lo testimoniano i concetti espressi e l'enunciazione di quelle che dovrebbero essere le linee guida della nuova amministrazione. Se per l'A-

merica sia «cominciata l'età dell'oro» è forse prematuro confermarlo, visto la già ottima salute dell'economia a stelle e strisce. Sono previsti grandi cambiamenti, che non riguarderanno solo gli Stati Uniti, ma avranno importanti effetti a macchia d'olio a livello mondiale.

Nel recente outlook del Fondo Monetario Internazionale, il Pil globale è atteso in crescita del 3,3% nel 2025 e nel 2026. Un quadro sostanzialmente stabile in cui però emerge un aumento dell'incertezza della politica economica, soprattutto sul fronte fiscale e commerciale. L'istituzione sottolinea che le aspettative di cambiamenti che saranno introdotti dai nuovi governi eletti nel 2024 hanno influenzato i prezzi dei mercati finanziari

negli ultimi mesi. Ciò vale soprattutto per gli Stati Uniti, dove l'attuale leadership avrà il sostegno anche di imprenditori tra i più ricchi al mondo, a capo di aziende tra le più grandi del pianeta. Che sia il connubio tra un'oligarchia e il potere politico appare più evidente di quanto non succedeva in passato.

A che cosa condurrà, invece, è ancora molto incerto. Rimane il forte dubbio che si stia assistendo a un cambiamento epocale, anche se non nuovo per gli Stati Uniti, che potrebbe portare il Paese a riabbracciare la dottrina Monroe. Ma se la nuova visione del mondo che ne scaturirà sarà quella delle sfere d'influenza, allora occorre una presa di coscienza da parte di tutti per non esserne travolti.

## SOMMARIO

Numero 171  
febbraio 2025  
anno 18

editore  
**Giuseppe Riccardi**

direttore  
**Giuseppina Parini**

vice direttore  
**Boris Secciani** (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione  
**Elisa Terenzio, Stefania Sala**

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

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

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

direttore responsabile  
**Alessandro Secciani**

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

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

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

### 3 EDITORIALE

### 6 GEOPOLITICA

Botswana: l'inizio di una nuova era politica

### 8 OSSERVATORIO ASIA

"Made in china 2025" compie 10 anni

### 10 FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

*Enzo Corsello, country head Italia, Allianz Global Investors*  
«Maggiore volatilità nel 2025»

*Raphaël Gallardo, chief economist, Carmignac*  
«Cambiamento radicale del sistema  
politico-economico»

### 14 AZIONI GIAPPONESI

Addio immobilismo



### 20 ALLA RICERCA DI GIOIELLI NELL'EUROPA IN CRISI

Tante società con utili stabili

### 24 ORO

Una put sull'America

### 28 FLOSSBACH VON STORCH

«Mai scommettere contro l'America»

### 30 INVESCO RACCONTA

La fiaba dei fratelli Grimm e il risparmio gestito

### 32 PLENISFER INVESTMENTS SGR

L'agenda internazionale sarà il tema dei mercati

### 34 PAYDEN & RYDEL ITALIA

L'economia americana continuerà a fare bene

### 37 FOCUS BOND

L'appetibilità del reddito fisso



### 44 OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE

Una potenziale rivoluzione in arrivo

### 47 OSSERVATORIO RISCHIO

Un'Ai dotata di coscienza

### 50 OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA

Educare Onlife

### 52 BRAFA 2025

Un'edizione straordinaria tra qualità ed eclettismo

### 54 BANCA GENERALI

Il talento dei giovani al primo posto

### 55 VOCI DAI MERCATI

Prospettive non rincuoranti

### 56 LA FINANZA E LA LEGGE

Un regolamento da rivedere profondamente

### 59 CONSULENTI&RETI

**Luigi Conte**

### 64 INCHIESTA

La grande sfida della previdenza





# Allianz Income & Growth

Beneficiare di molteplici fonti di rendimento

Sei alla ricerca di maggiore diversificazione e opportunità di rendimento?

**Allianz Income & Growth** è la soluzione innovativa per ottimizzare la gestione della volatilità nei mercati e aiutarti a raggiungere le tue esigenze finanziarie di lungo termine.

Investi in una **combinazione di tre asset class statunitensi**: obbligazioni high yield<sup>1</sup>, obbligazioni convertibili<sup>2</sup> e azioni. Il giusto mix per massimizzare il rendimento e la crescita del capitale nel tempo.

**Tre asset class, un unico obiettivo: unire “reddito” e “crescita” per cogliere le potenzialità del mercato americano.**

Per approfondimenti  
scansiona il QR code



1 Le obbligazioni high yield (ad alto rendimento) sono titoli di debito emessi da società con rating creditizio inferiore al settore investment grade e sono generalmente soggette a un rischio e potenziale di rendimento più elevati.

2 Le obbligazioni convertibili sono titoli obbligazionari il cui possessore ha facoltà di decidere se convertirli in titoli azionari a una certa scadenza e a un tasso di conversione prestabilito.

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

**L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito.** Allianz Income and Growth è un comparto di Allianz Global Investors Fund SICAV, società d'investimento a capitale variabile di tipo aperto costituita ai sensi del diritto lussemburghese. Il valore delle azioni appartenenti alle classi di azioni del Comparto denominate nella valuta base può essere soggetto a una volatilità elevata. La volatilità di altre classi di azioni potrebbe essere diversa e potenzialmente più elevata. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. I prodotti d'investimento descritti potrebbero non essere autorizzati al collocamento in tutte le giurisdizioni o a determinate categorie di investitori. Per una copia gratuita del prospetto informativo, dei documenti costitutivi, delle ultime relazioni contabili annuale e semestrale nonché del documento contenente le informazioni chiave in italiano, si prega di contattare la società che ha emesso questo documento all'indirizzo elettronico o di posta sotto indicati o di consultare [regulatory.allianzgi.com](http://regulatory.allianzgi.com). Prima dell'adesione si prega di leggere attentamente questi documenti, che sono gli unici vincolanti. I prezzi giornalieri delle azioni di ciascuna classe di ogni comparto sono disponibili sul sito [regulatory.allianzgi.com](http://regulatory.allianzgi.com). Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.it](http://www.allianzgi.it), una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in francese, inglese, italiano, tedesco e spagnolo all'indirizzo <http://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria.

# Botswana: l'inizio di una nuova era politica

a cura di Mark William Lowe

Nel migliore dei casi, i sismologi possono solo calcolare la probabilità che un terremoto si verifichi in un'area specifica entro un certo lasso di tempo. Gli scienziati politici hanno un lavoro più facile, perché, mentre i movimenti tellurici geologici si verificano quando il terreno è sottoposto a una forza tale da fratturarsi o rompersi, che è un elemento complesso da misurare, in teoria i terremoti politici sono molto più prevedibili: le ragioni che determinano questi eventi sismici sono in superficie e possono essere viste e misurate. Ciò nonostante, persino i vincitori delle elezioni generali dello scorso ottobre in Botswana, nazione dell'Africa meridionale ricca di diamanti, sono rimasti scioccati dal risultato.

### UN TERREMOTO POLITICO

Dopo quasi sei decenni di dominio assoluto da parte del Partito democratico del Botswana (Bdp), un terremoto politico ha determinato per l'Umbrella for Democratic Change (Udc) del presidente Duma Gideon Boko la conquista di una maggioranza incontrastata. Le elezioni generali di ottobre sono state le terze in cui Boko ha presentato la sua candidatura. Commentando il risultato a sorpresa, il 54enne avvocato per i diritti umani, formatosi ad Harvard e diventato politico, ha dichiarato: «È uno shock per me in termini di numeri. Sono onorato e posso solo promettere che faremo del nostro meglio». Ma non è stato l'unico a essere sorpreso dal risultato. Mentre ammetteva la sconfitta

e si congratulava con il suo avversario, il presidente uscente, Mokgweetsi Masisi, ha dichiarato che lui e il suo partito «hanno commesso un errore clamoroso».

### MALCONTENTO POPOLARE

Alcuni analisti politici sostengono che più che una vittoria dell'Udc, il risultato è stato una bocciatura del Bdp. La fiducia nei confronti di quest'ultimo è diminuita ulteriormente quando il partito non è riuscito a produrre un manifesto politico convincente; la critica principale è che sono stati promessi pochi cambiamenti, soprattutto per quanto riguarda la diversificazione dell'economia del Paese, che rimane eccessivamente dipendente dall'estrazione e dalla vendita di diamanti.

La disoccupazione è in costante aumento, con i dati più recenti che indicano un livello complessivo di quasi il 28% e uno sconcertante 35% tra i giovani; inoltre, gli investimenti nello sviluppo sociale, come la sanità e l'istruzione pubblica, sono diminuiti considerevolmente e la disuguaglianza sta aumentando drammaticamente. Secondo l'indice Gini della Banca Mondiale, che misura la povertà e la disuguaglianza, con un punteggio di 0,53 il Botswana, una nazione grande come la

Francia, ma con una popolazione di poco più di 2,4 milioni di abitanti, è tra i Paesi più diseguali dell'Africa meridionale. Come metro di paragone, il Sudafrica ottiene un punteggio di 0,67 nell'indice, dove 0 riflette la perfetta uguaglianza e un coefficiente di 1 rappresenta la massima disuguaglianza. Ad aggravare ulteriormente l'insoddisfazione popolare nei confronti del Bdp, oltre alla continua tendenza al ribasso dei principali indi-

“ “ *L'amministrazione di Boko ha ereditato un paese che, se da un lato ha il vantaggio dell'abbondanza di importanti risorse, dall'altro ha lo svantaggio di avere una serie di sfide da affrontare e risolvere* ” ”

catori di sviluppo economico e sociale, i membri del partito sono stati accusati di corruzione e favoritismi, mancanza di trasparenza e assenza di responsabilità.

### UN COMPITO DIFFICILE

L'amministrazione di Boko ha ereditato un paese che, se da un lato ha il vantaggio dell'abbondanza di importanti risorse, dall'altro ha lo svantaggio di avere una serie di sfide da affrontare e risolvere. Uno dei problemi principali è l'eccessiva di-





pendenza del Botswana da un unico bene: i diamanti. Finché non saranno effettuati investimenti significativi in altri settori produttivi, il Paese rimarrà vulnerabile agli shock economici esterni. Dopo il picco raggiunto nel marzo 2022, negli ultimi tre anni i prezzi di questa pietra preziosa sono diminuiti drasticamente, con un conseguente impatto negativo sul prodotto interno lordo del Botswana. Per il 2024 si prevede una preoccupante crescita del Pil dell'1%, in calo rispetto al 2,7% del 2023 e al 5,5% del 2022, quando i prezzi dei diamanti avevano raggiunto il loro massimo più recente.

#### **DIPENDENTI DAI DIAMANTI**

Vale anche la pena di notare che l'industria dei diamanti rappresenta quasi il 90% delle entrate in valuta estera del Botswana. Il nuovo governo del Paese spera in una rapida ripresa di questo mercato e, di conseguenza, in un impatto positivo sul Pil che, forse con eccessivo ottimismo, il Ministero delle finanze di Gaborone prevede in crescita tra il 3% e il 4% nel 2025. Un altro fattore che dovrebbe aumentare le entrate del Botswana dall'estrazione dei

diamanti è il patto concordato, ma mai firmato, con De Beers nel 2023. L'attuazione dell'accordo vedrebbe la quota governativa dei diamanti provenienti dalla joint venture Debswana aumentare al 50% nel corso del prossimo decennio.

Tra gli elementi chiave del suo primo discorso sullo stato della nazione, il presidente Boko ha dichiarato che le intenzioni del suo governo includono l'incentivazione degli investimenti nelle energie rinnovabili, l'estensione dell'accesso a internet a prezzi accessibili in tutto il Paese e l'incoraggiamento dello sviluppo dei settori della cannabis terapeutica e della canapa industriale. E proprio in questi programmi, per la verità abbastanza generici, sta la sfida principale: pur sottolineando la necessità di diversificare l'economia, Boko non ha aggiunto ulteriori dettagli o citato piani ambiziosi o idee innovative. Al di fuori degli ambienti governativi, le recenti conversazioni e i dibattiti con gli esperti durante le conferenze e le interviste ai media non hanno prodotto idee o potenziali soluzioni di alcun interesse. Per il momento, il Botswana sembra ricco di diamanti, ma povero di idee.

#### **CONCLUSIONI**

Nella storia politica del Botswana la leadership di Boko apre un nuovo capitolo, caratterizzato soprattutto dal rifiuto da parte dell'elettorato di un partito al governo che, non solo non è riuscito a garantire i livelli di progresso sociale ed economico che gli elettori si erano stancati di aspettare, ma è stato anche macchiato da accuse di corruzione. Risolvere i problemi economici e sociali che hanno portato al ripudio del precedente esecutivo, metterà l'Udc alla prova e determinerà la futura stabilità e la traiettoria di crescita del Botswana. A tale fine, è fondamentale che venga prestata un'attenzione immediata e profonda alla questione della diversificazione e a tutte le valutazioni legate a una futura strategia economica.

Queste considerazioni, per citare le più ovvie, includono maggiori investimenti nell'istruzione e nella formazione professionale e l'incentivazione degli investimenti nazionali ed esteri attraverso specifiche misure fiscali. Inoltre, il governo di Boko dovrà anche eliminare la corruzione e rendere più trasparenti i processi amministrativi come le gare d'appalto. Una maggiore collaborazione con i partner internazionali rappresenta un elemento importante della strategia di sviluppo del presidente eletto: recentemente ha annunciato un accordo di partnership con la Sloan School of Management del Massachusetts Institute of Technology e le prime discussioni con Starlink di Elon Musk per estendere l'accesso a internet a prezzi accessibili in tutto il Paese.

In parte, il desiderio di Boko di avere maggiori legami con l'Occidente deriva dal fondato timore che la Cina trovi poca o nessuna opposizione alle sue ambizioni sul Botswana. Parlando durante il World economic forum di gennaio a Davos, il presidente ha sottolineato l'influenza della Cina in Africa e ha dichiarato: «L'Occidente ha tutte le carte in regola per fare la sua parte in Africa, perché se non la fa, ci sono altri che la vorranno fare. Abbiamo la Cina dietro le quinte, che sta cercando di esercitare la sua influenza».

Per coloro che desiderano ascoltare, il messaggio è molto chiaro: se siete veloci, la porta è spalancata, se siete lenti, quelli che sono già qui saranno entrati nella stanza.

# “Made in China 2025” compie 10 anni

a cura di **Pinuccia Parini**

Quest'anno è il decennale della pubblicazione di “Made in China 2025”, il piano del governo di Pechino nato per rafforzare e rinnovare la base produttiva cinese, sviluppando rapidamente 10 industrie ad alta tecnologia. Nello specifico, i settori menzionati erano: le auto elettriche e altri veicoli a nuova energia, le tecnologie informatiche e le telecomunicazioni di nuova generazione, la robotica avanzata e l'intelligenza artificiale, la tecnologia agricola, l'ingegneria aerospaziale, i nuovi materiali sintetici, le apparecchiature elettriche avanzate, la biomedicina emergente, le infrastrutture ferroviarie di alto livello e l'ingegneria marittima. L'obiettivo finale della leadership di Pechino era di rendere la nazione indipendente dalla tecnologia straniera e, contestualmente, fare assurgere la propria.

L'iniziativa traeva ispirazione dal piano tedesco “Industria 4.0”, discusso per la prima volta nel 2011 e poi adottato nel 2013, la cui finalità era di perseguire la produzione intelligente attraverso l'applicazione di strumenti informatici ad hoc. Ma l'impegno cinese, a differenza di quello teutonico, è stato molto più vasto, viste anche le condizioni di partenza dell'economia del Dragone. L'obiettivo della classe politica era di creare un nuovo percorso in cui la nazione, sino allora conosciuta come “la fabbrica del mondo”, potesse elevarsi a un nuovo ruolo, pronta a competere a pari livello con le maggiori economie industrializzate.

## UN PIANO DETTAGLIATO

È un anniversario che arriva in un momento cruciale del panorama internazionale, indipendentemente dalla lettura che si possa dare dei potenziali sviluppi futuri. La nuova ammi-

nistrazione americana sta di fatto non solo ridisegnando i rapporti tra i diversi paesi, ma sta anche scardinando il consolidato modo di fare politica e di interessare relazioni. Nel precedente mandato, Trump aveva assunto una posizione molto rigida nei confronti della Cina, che è proseguita sotto l'amministrazione Biden. Riflettere sui risultati raggiunti dal piano decennale cinese può aiutare a comprendere meglio la situazione attuale e, probabilmente, offrire un chiaro quadro della determinazione che il Paese si è dato per giocare un ruolo da protagonista sullo scacchiere globale.

I dettagli di “Made in China 2025”, a suo tempo, vennero illustrati in decine di documenti ufficiali, con l'identificazione dei settori che necessitavano di un aiuto da parte del governo, presentati da un comitato di ingegneri cinesi all'interno di un “libro verde”. Ciò che è interessante sottolineare è che gli obiettivi venivano quantificati attraverso parametri statistici.

## INVESTIMENTI CONSISTENTI

Uno studio fatto dal centro ricerche Csis ha rilevato che la Cina, nel periodo 2017-2019, ha speso una cifra enorme per la sua politica industriale, pari ad almeno l'1,73% del Pil nel 2019, anche se i sussidi alle aziende private non quotate, i fondi di orientamento gover-

nativi e i debiti netti delle imprese statali darebbero luogo a stime aggregate più grandi. La Cina, sempre secondo questa analisi, avrebbe speso molto di più per sostenere le sue industrie rispetto a Brasile, Francia, Germania, Giappone, Corea del Sud, Taiwan e Stati Uniti. «Da una prospettiva storica, l'approccio della Cina alla politica industria-

 *L'obiettivo della classe politica era di creare un nuovo percorso in cui la nazione, sino allora conosciuta come “la fabbrica del mondo”, potesse assurgere a un nuovo ruolo, pronta a competere a pari livello con le maggiori economie industrializzate* 

le è eccezionale, poiché Pechino sta sostenendo o aumentando la politica industriale verticale a un livello di sviluppo in cui altre economie hanno fatto marcia indietro».<sup>1</sup>

## L'INNOVAZIONE VERDE

Uno studio dell'Asian Development Bank<sup>2</sup> sostiene che “Made in China 2025”, sia una delle politiche industriali più emblematiche del governo cinese, che «mira a guidare l'innovazione, la trasformazione e l'ammodernamento nel settore manifatturiero della Repubblica Popolare cinese, spingendolo infine ai vertici della catena del valore globale. Una componente chiave di questa politica è



l'integrazione dell'innovazione verde. "Made in China 2025" promuove attivamente l'innovazione green e sostenibile nella produzione, nella tecnologia e nella gestione fornendo supporto politico e guida alle imprese».

I diversi test effettuati da questa ricerca dimostrerebbero l'impatto positivo del piano. Tuttavia, «le differenze di posizione e il grado di inquinamento delle imprese mostrano effetti asimmetrici sulle loro prestazioni di innovazione verde. In particolare, le aziende situate nella parte orientale del Paese e quelle con livelli di inquinamento più bassi sono influenzate in modo più significativo dall'impatto positivo della politica industriale "Made in China 2025"».

Infine, lo studio suggerisce che «la riduzione dei vincoli di finanziamento aziendale, il miglioramento della trasformazione digitale delle società e l'aumento della commercializzazione regionale possono regolare positivamente la promozione dell'innovazione verde facilitata dalla politica industriale adottata».

## I RISULTATI

È molto complesso fare un bilancio di "Made in China 2025", anche perché non sempre i dati a disposizione sono di facile lettura; tuttavia, la sensazione è che una buona quantità di obiettivi sia stata raggiunta. La Cina era già il più grande produttore al mondo nel 2015, con il 26% del valore aggiunto globale nel settore manifatturiero, percentuale salita al 29% nel 2023. Se poi si prendono in considerazione settori quali i veicoli elettrici, i pannelli solari e le batterie, i risultati ottenuti sono decisamente sorprendenti.

Secondo la società di dati e analisi Wood Mackenzie<sup>3</sup>, la domanda di veicoli elettrici (Ev) e batterie ha registrato una forte crescita globale nel 2024, con la Cina che è diventata leader con vendite di Ev pari a circa il doppio di quelle del resto del mondo. La Repubblica Popolare ha rappresentato circa due terzi del fatturato di veicoli elettrici nel 2024 con un tasso di penetrazione del 48%. Il governo ha fatto la sua parte con l'aggiornamento delle attrezzature e sussidi per la permuta offerti da marzo 2024. Nel 2025, il programma di sussidi è atteso in espansione per altri 11 miliardi di dollari.

Uno dei tanti punti di forza dell'industria cinese dei veicoli elettrici è la sua solida catena di fornitura delle batterie. Secondo quanto riportato dal Financial Times, le previsioni di alcune banche di investimento e centri di ricerca suggeriscono che l'obiettivo ufficiale



di Pechino, fissato nel 2020, di rappresentare il 50% delle vendite di auto entro il 2035, è stato raggiunto con 10 anni di anticipo. Le attese per il 2025 sono di 12,5 milioni di veicoli, inclusi i plug-in. Mentre nel 2015 il Dragone produceva il 65% dell'intera produzione mondiale dei pannelli solari e il 47% delle batterie, quest'anno questi valori dovrebbero assestarsi rispettivamente al 90% e al 70%.

**Lindsay Gorman**, managing director of the **German Marshall Fund's technology program**, ritiene che ora la Repubblica Popolare abbia raggiunto molti obiettivi tecnologici presenti in "Made in China 2025". Oltre ai dati elencati, si conta un record di 3,5 milioni di stazioni base 5G per implementare progetti di internet industriale in tutto il mondo. «Nel campo della biotecnologia, sussidi, incentivi e partnership fanno rapidi passi avanti. Tra il 2017 e il 2022, gli studi clinici sono raddoppiati e l'enfasi sulla raccolta di dati biometrici in massa ha fatto sì che la Cina attualmente detenga più dati di sequenziamento genetico sugli americani rispetto agli stessi Stati Uniti». <sup>4</sup>

## QUALCHE DELUSIONE

Ma c'è anche qualche obiettivo che non ha conosciuto un simile successo, come il settore dei semiconduttori. Anche in questo campo, l'impegno governativo è stato notevole, con la nascita di migliaia di aziende. Forse è stata proprio l'elevata frammentazione a non permettere il conseguimento di risultati stellari. Oltre al fallimento di alcune iniziative di rilievo come l'Hongxin Semiconduc-

tor Industrial Park, azienda fondata alla fine del 2017 con un investimento pianificato di 18,5 miliardi di dollari e destinata a diventare uno dei produttori cinesi più avanzati nel settore, ci sono stati anche fenomeni di presunta corruzione. Ma alcuni motivi per cui il comparto dei semiconduttori ha in parte deluso le promesse sono stati l'accesso limitato alla tecnologia estera e gli ostacoli significativi nell'acquisizione di chip, macchinari e tecnologie avanzate, a causa delle limitazioni imposte da Washington. A ogni modo, vista l'importanza strategica del settore e anche i recenti eventi, è estremamente difficile fare una valutazione oggettiva dello stato di salute del settore. Non è quindi escluso che un'accelerazione nella chiusura del gap tra aziende cinesi e americane sia in atto.

## CONCLUSIONI

Negli anni, Pechino ha evitato di fare riferimenti diretti a "Made in China 2025", viste le reazioni negative alla sua pubblicazione, soprattutto da parte degli Stati Uniti, ma anche dell'Europa. Alcuni obiettivi del piano sono stati raggiunti. Ora, però, ci sono diversi risultati tangibili con cui fare i conti e che spiegano le politiche commerciali, in primis degli Stati Uniti, che sfumano sempre più in questioni di sicurezza nazionale.

1. <https://www.csis.org/analysis/red-ink-estimating-chinese-industrial-policy-spending-comparative-perspective>

2. <https://www.adb.org/publications/impact-of-made-in-china-2025-industrial-strategy-on-firms-green-innovation-a-quasi-natural-experiment>

3. <https://www.woodmac.com/market-insights/topics/electric-vehicles/>

4. <https://www.gmfus.org/news/technology-race>

**ENZO CORSELLO**

COUNTRY HEAD ITALIA

ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

# Maggiore volatilità nel 2025

a cura di Pinuccia Parini

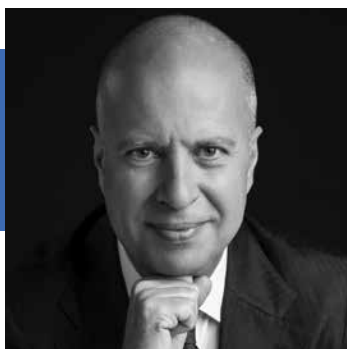
### Come connoterebbe, dal punto di vista dei mercati finanziari, il 2025?

«Lo definirei come un anno che sarà caratterizzato dall'incertezza, nonostante l'ampio consenso positivo che emerge dagli outlook di settore per i prossimi mesi. Ma è difficile fare previsioni per il futuro, perché sui mercati, a parità di condizioni di scenario macroeconomico e di crescita degli utili, ci sono alcune variabili che possono influenzare in modo opposto rispetto alle ricorrenze precedenti. È un'informazione importante che dice come sono posizionati gli investitori, ma non come la situazione evolverà nel futuro. Del resto, se si guarda a quanto è successo solo nello scorso biennio, si può notare che il timore di una recessione è praticamente scomparso a favore di un soft landing. Penso, però, che ora ci si debba concentrare molto di più sulla realtà della situazione».

### Da un soft landing a una hard re- ality?

«Bisogna iniziare a chiedersi se uno scenario con l'inflazione in discesa, un'economia che cresce senza generare frizioni e un incremento degli utili a prova di imprevisti farà davvero da sfondo agli asset finanziari nel 2025. Quanto avvenuto dalla seconda metà dello scorso dicembre ci indica che la situazione è molto più articolata e ricca di sfumature. Inoltre, ciò che si è appreso dal nuovo presidente americano è la certezza che Trump "will make volatility great again". È questo, a mio parere, il punto centrale della ripartenza di quest'anno: a fronte di un 2024 che, sino allo scorso 18 dicembre (data della riunione della Fed) ha visto un mondo in cui la volatilità implicita e quella realizzata sono state bassissime, con gli spread di credito particolarmente compressi, il 2025 mostrerà dinamiche ben diverse».

### Il suo timore è che l'elevato consenso possa diventare un problema?



«Credo che, quando tutti condividono la stessa opinione, ci si debba chiedere se sta venendo meno lo spirito critico. Il contesto attuale è caratterizzato dall'incertezza sublimata ai massimi livelli, perché non è ancora chiaro che cosa faranno le banche centrali più importanti del pianeta (Fed in particolare), mentre la politica fiscale rimane ancora un'incognita (le elezioni in Germania potrebbero segnare un cambiamento), le decisioni sui dazi non sono ancora definite e qualche dubbio rimane anche sulle condizioni del mercato del lavoro. Non è forse un caso che l'Economic Policy Uncertainty Index della Fed di St Louis sia a livelli molto elevati. Se poi si considera il Merrill Option Volatility Estimate Index, un barometro di rischio del mercato obbligazionario Usa, si possono notare livelli di volatilità estrema: ciò indica che la situazione in termini di crescita, inflazione e mercato del lavoro solleva più che mai diverse perplessità. Tuttavia, il 2025 presenta anche aspetti costruttivi».

#### **Quali sono i più importanti?**

«Innanzitutto lo stato di buona salute dell'economia americana e il suo florido mercato del lavoro, a fronte di una Banca centrale che rimane comunque incline a una politica monetaria in allentamento all'interno di un contesto in cui l'inflazione dovrebbe rimanere tra il 2,5% e il 3%. Il combinato disposto che ne deriva fa sì che la crescita nominale possa essere particolarmente robusta e, di conseguenza, gli utili aziendali dovrebbero accelerare. Quest'ultima è una considerazione importante per i mercati azionari che, a differenza di quanto si potrebbe supporre, guardano con molta attenzione all'andamento dei profitti oltre che alla performance dell'attività economica. I profitti dovrebbero, secondo il consenso di mercato, toccare il picco nel secondo trimestre di quest'anno, quando la Fed avrà probabilmente ancora un atteggiamento espansivo, per poi continuare a crescere senza accelerazione. Questo è senz'altro un aspetto che mi rende positivo sui mercati finanziari».

#### **Che cosa potrebbe incrinarsi all'interno del quadro da lei descritto?**

«C'è il rischio che si realizzi uno scenario, che al momento è di coda, che la Fed sia costretta a passare da una postura di easing bias a una di tightening bias, a fronte di una spirale inflazionistica che potrebbe svilupparsi in modo più robusto e imprevisto ri-

spetto al posizionamento del mercato. Se ciò accadesse, sarebbe opportuno passare a un posizionamento più difensivo, perché potrebbe verificarsi un rialzo dei rendimenti (nello specifico quello del decennale americano) che, insieme agli utili, è l'altro parametro di riferimento per valutare l'appetibilità di un investimento in azioni. A questo proposito va però ricordato che è la persistenza di tassi più elevati che può danneggiare l'asset class azionaria, in particolare per le ricadute che ciò può avere sul tessuto economico. Un altro elemento di grande incertezza è il deficit pubblico americano, perché il 6,5% non si è mai registrato se non nei periodi di guerra o di recessione profonda».

#### **L'Europa ha visto in affanno la sua maggiore economia, la Germania. Pensa che il governo che uscirà dalle prossime elezioni possa segnare un cambiamento di passo nella politica fiscale?**

«Dipenderà dalla composizione della nuova coalizione di governo. Noi riteniamo che l'esito più verosimile sia una Große Koalition, molto più a guida Cdu, orientata a utilizzare la leva fiscale per risollevare la nazione da una fase critica. La Germania è un Paese che ha dimostrato, nel passato, di avere una grande capacità di riprendersi da momenti molto difficili. Berlino nel 1945 era un cumulo di macerie e di cenere, ma, dopo 30 anni, la nazione teutonica e il marco erano alla guida dell'Europa. Dopo la riunificazione, la Germania era tornata a essere il malato d'Europa, ma con riforme strutturali coraggiose e grande capacità di ripresa è tornata a essere il Paese guida dell'Eurozona. Ora c'è un'altra crisi d'identità; questa volta del modello di sviluppo tedesco, basato sull'industria manifatturiera che ha accompagnato il miracolo economico. Per questo motivo, ci aspettiamo una serie di investimenti in deficit nell'innovazione tecnologica (intelligenza artificiale, semiconduttori e biotecnologie), che faranno della Germania non più solo il Paese delle acciaierie e delle auto, ma anche quello che ha potenziale di crescita in ambiti più vicini alle dinamiche economiche attuali».

#### **Anche la Francia è in una fase delicata. Che cosa ne pensa?**

«Mi sembra che sia una situazione molto complessa, forse più di quella tedesca, perché la Francia, a differenza della Germania, non ha mostrato storicamente di essere una nazione

pronta ad affrontare grandi sacrifici. Inoltre, ritengo che la mancanza di fermezza a fronteggiare determinate questioni abbia portato a un dilatamento della spesa pubblica tale da richiedere ora degli aggiustamenti di bilancio».

#### **Un Europa quindi più debole, ma bisognosa di un piano Draghi. Che cosa succederà?**

«L'Unione ha una difficoltà cronica, ma anche la capacità di uscire al meglio nei momenti estremamente complicati. Il piano Draghi indica una direzione che passa per investimenti con ritorni sul capitale elevati in settori chiave: occorre un colpo di reni per colmare il differenziale di crescita con gli Usa».

#### **Per quanto riguarda la politica d'investimento, qual è il quadro centrale di Allianz Global Investors?**

«Pensiamo che il percorso di crescita americano sia robusto, ma destinato a rallentare a livelli di trend o poco sotto, ossia intorno al 2%, salvo sorprese che possano venire da potenziali stimoli fiscali. Al momento, siamo più cauti rispetto agli obiettivi di Scott Besant, segretario del Tesoro degli Usa, che si è prefisso di fare crescere gli Usa del 3%, riducendo il disavanzo di bilancio al 3% con in più l'estrazione di 3 milioni di barili di petrolio al giorno (la sua agenda economica del "3/3/3"). In linea con il consenso, ci attendiamo un soft landing, con una tenuta del mercato del lavoro e l'inflazione sotto controllo, seppure sopra l'obiettivo della Fed. Abbiamo una visione costruttiva nei confronti dell'equity americano (8-10% di rialzo), adottando anche strategie equal weight sull'indice, e guardiamo con interesse al Giappone e all'Europa, che potrebbero offrire buone sorprese nella seconda metà dell'anno. Sul mercato obbligazionario continuiamo a reiterare la preferenza per il governativo europeo rispetto a quello americano. A questo proposito riteniamo che, dopo 40 anni di discesa dei rendimenti, si sia entrati in una nuova era di massimi e minimi crescenti, che fanno sì che la gestione della duration diventi una scelta di carattere tattico, nel tratto di curva tra i tre e i sette anni. Ai governativi affianchiamo un'esposizione al credito investment grade, privilegiando, anche in questo caso, il mercato in euro. Crediamo che l'obbligazionario sia tornato a ricoprire la sua funzione: generare reddito attraverso il rendimento cedolare».



**RAPHAËL GALLARDO**

CHIEF ECONOMIST

CARMIGNAC

# Cambiamento radicale del sistema politico-economico

a cura di Pinuccia Parini

**Si è chiuso un anno elettorale ricco di appuntamenti che ha provocato molti cambiamenti significativi in alcune parti del mondo. Il Pil globale, secondo le stime del Fmi, è previsto in crescita, anche se in misura estremamente contenuta. Che cosa ci si deve attendere dal 2025?**

«Il 2024 è stato un anno di appuntamenti elettorali che, nella maggior parte dei casi, hanno consegnato la leadership a gruppi politici di opposizione, che hanno saputo offrire delle risposte al malessere della popolazione, scalzando così i governi in carica. La loro capacità è stata di cavalcare il malcontento e condurre una campagna non scevra da connotati populistici, tratto quest'ultimo che, a onor del vero, era per certi versi presente anche negli esecutivi sconfitti. La mia lettura è che in Occidente si sia verificato un rovesciamento democratico dell'ordine geoeconomico organizzato

secondo i principi del Washington consensus e della pax americana. Gli elettori hanno votato guidati da tre preoccupazioni di fondo: l'immigrazione, l'inflazione e le disuguaglianze. È indubbio che vi sia una richiesta pressante sulla necessità di controllare i flussi migratori per un generalizzato bisogno di sicurezza. L'inflazione e le disuguaglianze sono strettamente correlate: l'idea era che la crescita e la bassa inflazione avrebbero contenuto l'esplosione di disparità sociali. Così non è successo negli Usa, ma neppure in Europa, dove a un'attività economica anemica si è aggiunta la spirale al rialzo dei prezzi. Definirei quanto accaduto una "primavera occidentale" della classe media, con alcune analogie con quanto avvenuto nel 1848 in Europa o 15 anni fa nelle nazioni arabe, seppure con modalità diverse».

**Ciò significa che si è di fronte a un cambiamento?**



«Ritengo che sia iniziato un mutamento radicale del sistema politico ed economico. Penso che per le finanze pubbliche ci attenda una grande sfida, che riflette le tensioni presenti nel tessuto sociale: i disavanzi rispetto al Pil stanno aumentando e non c'è un consenso politico per contenerli. Ciò ci dice che la società non è in grado di affrontare le sfide future: bisogna ridisegnare il sistema energetico (ossia decarbonizzare), riformare il welfare, approvvigionarsi delle materie prime chiave, riarmarsi, perché non si può fare più affidamento su una forte Alleanza atlantica, riallocare la produzione e riqualificare la forza lavoro, in vista di un sempre maggiore utilizzo dell'intelligenza artificiale. Come affrontare i nuovi costi che questi processi richiederanno è una questione imprescindibile, visti i livelli di deficit e di debito rispetto al Pil che superano il 100% nelle economie avanzate».

**Ma non pensa che, proprio per queste ragioni, le promesse fatte dall'amministrazione Trump risultino eccessive? Inoltre, considerando il sostegno di grandi magnati del mondo imprenditoriale, non crede che ci sia il rischio che il Paese sia guidato da una plutocrazia?**

«Ovviamente, ci sono alcuni rischi. Una definizione pratica di populismo è il rifiuto dell'élite da parte di un leader carismatico che si rivolge direttamente alla gente comune e semplifica i problemi cercando sempre un capro espiatorio. La figura di Trump riassume questi elementi. È stato riletto grazie alla sua capacità di comprendere istintivamente le frustrazioni della classe operaia e di offrire loro soluzioni semplici. C'è la possibilità che questo atteggiamento risulti alla fine deleterio, perché schematizzare eccessivamente può condurre a decisioni errate. Inoltre, gli Stati Uniti sono una democrazia speciale, nella quale il verdetto emesso dalla Corte suprema degli Stati Uniti sul caso Citizens United contro la Federal Electoral Commission, nel 2010, ha permesso la partecipazione illimitata delle aziende alle campagne elettorali. La sentenza sostiene che il Primo emendamento alla Costituzione degli Stati Uniti d'America, che tutela la libertà di espressione, vieta al governo di limitare le donazioni politiche alle imprese e ai sindacati. Una delle conseguenze più rilevante di questa decisione è stata la creazione dei cosiddetti super Pac, ossia i comitati di azione politica, la cui spesa è diventata sostan-

zialmente illimitata. Quindi, si potrebbe dire che di fatto gli Stati Uniti sono diventati una plutocrazia imprenditoriale: poche aziende ed élite imprenditoriali, soprattutto del settore tecnologico, possono assicurarsi un trattamento di favore da parte del potere politico. Proprio per la loro posizione e la disponibilità di mezzi finanziari, la tentazione di acquisire influenza sul regolatore è molto forte. Elon Musk, che ha contribuito con 200 milioni di dollari alla campagna elettorale di Trump, è un ottimo esempio. Le valutazioni del titolo Tesla non riflettono l'andamento del business delle auto elettriche, bensì ciò che la società potrà diventare nel futuro grazie alla guida autonoma, ai robo-taxi e ai robot umanoidi. Per sostenere queste valutazioni, è fondamentale avere il sostegno delle istituzioni che definiranno il quadro normativo necessario allo sviluppo di questi nuovi mercati».

**Tuttavia, la situazione in Europa è molto più complessa, soprattutto se l'obiettivo è recuperare il divario di crescita e di produttività con gli Usa. Come è possibile che ciò avvenga in un continente che è demograficamente vecchio e ha bisogno di forza lavoro, ma vuole limitare l'immigrazione?**

«In Occidente c'è un rifiuto politico per il multiculturalismo. Penso che la domanda che dovrà essere fatta ai cittadini sarà se vorranno pagare più per la loro pensione o avere maggiore immigrazione: guardando all'evoluzione degli scenari politici in Europa, ipotizzo che sia più probabile che preferiscano la prima ipotesi. Comunque si tratta di un quesito cui il prossimo ciclo elettorale dovrà fornire una risposta, visto che riguarda direttamente le finanze pubbliche. Non dimentichiamoci, però, che esiste già una nazione che, in questo senso, ha fatto la sua scelta: il Giappone. Ho discusso del tema del declino della popolazione con i politici giapponesi e mi hanno riferito che si tratta di un fenomeno di breve termine in un contesto di lungo periodo: meglio evitare un forte flusso di immigrati perché altrimenti il Paese cambierebbe. E non è forse proprio ciò che un'ampia fetta della popolazione occidentale pensa? Sta cadendo una serie di atteggiamenti che prima non erano considerati politicamente corretti, come il rifiuto dell'immigrazione o il protezionismo, tabù cui ha contribuito a dare una forte spallata proprio l'amministrazione Trump».

**Quindi quale sarà l'evoluzione futura**

**della finanza pubblica?**

«Bisogna trovare una soluzione affinché la finanza pubblica sia sostenibile, insieme a un piano per strutturare lo sviluppo futuro, che, come già menzionato in precedenza, avrà dei costi. Storicamente, quando situazioni simili sono accadute in passato, emerge nei governi la tentazione di "migliorare" i conti dello stato attraverso l'inflazione, ma si tratta di una ricetta che, nel giro di qualche anno, mostra la sua inefficacia e provoca il ritorno di politiche che enfatizzano il ruolo dell'offerta nello stimolare la crescita economica. Sono cicli economici che si sono già materializzati nelle economie occidentali nel passato».

**Perché abbattere il debito con l'inflazione non è una soluzione?**

«Si può abbattere il valore del debito attraverso l'inflazione, solo se quest'ultima è inaspettata. Ma se si stabilizza a un livello più alto, allora subentrano costi del rifinanziamento del debito più elevati. Inoltre, non va dimenticato, l'inflazione è una tassa sulla parte meno abbiente della popolazione ed è estremamente regressiva, perché sostanzialmente si tratta di una flat tax sui consumi».

**Esiste un deus ex machina non inflattivo?**

«Il deus ex machina può arrivare solo dal lato dell'offerta. E poiché l'immigrazione è un'opzione politicamente respinta, può venire solo da un'accelerazione della produttività. La diffusione dell'intelligenza artificiale nell'economia consentirà questi aumenti di produttività, a condizione che gli stati e le imprese abbiano la leva finanziaria per investirvi. Gli Stati Uniti, che esercitano un ruolo egemone in questo ambito, sono nella posizione migliore per raccogliere questi benefici».

**Continuerà allora l'eccezionalismo americano e aumenterà il gap tra Usa ed Europa?**

«Sì, potrebbe aumentare. La ragione non è tanto perché l'Europa non ha aziende adeguate a confrontarsi in questo ambito con gli Stati Uniti, ma perché c'è un forte ritardo della digitalizzazione nel Vecchio continente, soprattutto per quanto riguarda le aziende di piccole e medie dimensioni. Ed è per questa ragione che il piano Ngeu aveva due priorità: la digitalizzazione e la transizione verde. Ma la digitalizzazione non può essere realizzata solo allocandovi una grande quantità di fondi, perché richiede una progettualità alla base. Servirà del tempo».

# Addio immobilismo

di Boris Secciani



Lo scorso anno è stato decisamente altalenante per il mercato giapponese: si è vista una sorta di montagne russe con il Nikkei 225 che ha superato la soglia di 40 mila, per poi segnare una correzione dai picchi di oltre il 26%. Questa volatilità è stata provocata da un effetto congiunto di aumento dei tassi da parte della Banca centrale giapponese e di una Fed pronta, invece, a tagliare. La correzione dei corsi dell'azionario ha mostrato che il mercato nipponico era strettamente legato al carry trade sullo yen, che si è deprezzato del 40% negli ultimi due anni. Ciò nonostante, il segnale positivo è stato che il processo di reflazione in Giappone era cominciato. L'aumento dei prezzi al consumo fa supporre che anche quest'anno la Boj continuerà la sua politica restrittiva, ma è probabile che ciò avvenga con molta cautela: ritocchi minimi per non destabilizzare il mercato.

Ma sarebbe limitante pensare che l'attrattività della piazza finanziaria giapponese sia riconducibile a una mera questione di tassi di cambio. Il Sol Levante annovera azioni quality growth che occupano posizioni di leadership mondiale in alcune nicchie di mercato, ma anche imprese rivolte al mercato domestico che potrebbero beneficiare della ripresa dei consumi, visti gli aumenti delle retribuzioni salariali. A tutto ciò va aggiunta, perché fondamentale, la riforma della corporate governance che, oltre a migliorare e rendere efficiente la gestione dei bilanci, ha portato ad aumentare gli utili e i flussi di cassa, attirando così l'interesse degli investitori nella regione

Per l'azionario giapponese il 2024 ha manifestato una volatilità sorprendente: l'anno si era aperto benissimo con il Nikkei 225 che era riuscito finalmente a sfondare la soglia di 40 mila, che resisteva da 35 anni, mettendo a segno un massimo storico dietro l'altro e arrivando a superare quota





*In Giappone l'arrivo dell'inflazione, seppure contenuta rispetto a quanto visto in Occidente, può rompere equilibri monetari ormai stabilizzati; la sensazione è che la Banca centrale giapponese abbia un atteggiamento mansueto, intervenendo con piccoli rialzi in un contesto di tassi vicini allo zero*



**GIOVANNI BRAMBILLA**  
direttore investimenti  
AcomeA Sgr



42.400 nella prima parte di luglio. Da quel momento, però, si è sviluppato un veloce e intenso bear market che, nel suo momento peggiore, si è concretizzato in una perdita dai picchi di oltre il 26,5% in meno di due mesi. In particolare, la giornata di lunedì 5 agosto è destinata a passare alla storia: il benchmark ha lasciato sul terreno circa il 12,4%, la maggiore caduta giornaliera nella storia della piazza giapponese. Ciò che è accaduto l'estate scorsa e la successiva ripresa rappresentano fattori indicativi delle distorsioni degli ultimi anni, di cui l'equity del Sol Levante è stato uno dei maggiori beneficiari, sia per meriti propri, sia per una serie di coincidenze globali dal cui perdurare dipendono non poco le prospettive di continuazione del bull-market azionario locale.

#### L'EXPLOIT DEL NIKKEI 225

Ciò che è successo a Tokyo, infatti, ha fatto comprendere quanto importante sia stato il processo di crescita dell'inflazione globale, in particolar modo negli Stati Uniti. Fra il marzo del 2022 e il giugno del 2024, lo yen si è svalutato di qualcosa come il 40% nei confronti del dollaro americano a causa di una Fed super-falco e una Bank of Japan che ha mantenuto politiche monetarie estremamente timide. Nello stesso periodo il Nikkei 225 è passato da poco più di 24 mila al massimo

precedentemente citato, ben oltre quota 42 mila. A un certo punto, però, la Boj ha cominciato ad alzare i tassi, in quanto alcuni (benvenuti) segnali di reflazione stavano cominciando a farsi sentire anche dalle parti di Tokyo. Contemporaneamente, la Federal Reserve aveva annunciato l'avvio da lì a poco di una politica di taglio al costo del denaro; il resto, come si suole dire, è storia. In pratica, in tali circostanze è emerso che i corsi delle azioni nipponiche erano legati con una correlazione quasi perfetta al carry trade con destinazione dollaro che in questi anni ha mosso immensi capitali dall'Asia. La contropartita di quanto affermato è data dalla ripresa della propensione al rischio in quasi tutto il mondo nell'ultimo trimestre del 2024. Periodo in cui la Banca centrale statunitense è tornata ad assumere atteggiamenti cauti con un biglietto verde anch'esso ritornato prepotentemente sugli scudi e la Borsa di Tokyo in forte recupero. Pur non tornando più a toccare i massimi estivi, il Msci Japan ha chiuso l'anno scorso con un rendimento positivo del 21,15% in yen. Questa performance si riduce a un più modesto +8,68%, qualora si guardi all'andamento espresso nella divisa americana.

#### INFLAZIONE O BEAR MARKET?

Sarebbe però sbagliato ridurre le prospettive del Giappone a una semplice

traslazione del processo di svalutazione della moneta in utili e margini aziendali, ma resta il fatto che l'andamento relativo della politica monetaria locale rispetto al resto del mondo continua a rappresentare un fattore fondamentale, anche se nessuno può sapere con certezza come si evolveranno le due variabili dell'incognita. Sul lato Usa, allo stato attuale la previsione più sensata sembra che sia uno o al massimo due tagli fino agli ultimi mesi del 2025, un approccio che sosterebbe la continua forza del dollaro. Per quanto riguarda la Bank of Japan, invece, il quadro è forse di più difficile lettura. Il Paese è oggi un outlier, con un'inflazione che l'anno scorso è cresciuta ai livelli più alti dagli anni '80, invece di calare come è successo nel resto del pianeta. Al tempo stesso, quanto è avvenuto la scorsa estate lascia pensare che le autorità monetarie optino per un atteggiamento decisamente cauto allo scopo di proteggere la ripresa secolare degli asset locali. È di questa opinione **Giovanni Brambilla**, direttore investimenti di **AcomeA Sgr**: «Premesso che, in un contesto prettamente deflativo come quello degli ultimi decenni, in Giappone l'arrivo dell'inflazione, seppure contenuta rispetto a quanto visto in Occidente, può rompere equilibri monetari ormai stabilizzati, la sensazione è che la Banca centrale giapponese abbia un atteggiamento mansueto, intervenendo con piccoli rialzi in un contesto di tassi vicini allo zero. La crescita dell'inflazione annuale al 3,6% e la debolezza dello yen verso le principali valute (non dimentichiamo che il Paese importa molte materie prime), ha spinto le autorità monetarie a una politica più restrittiva, ma l'attitudine non sembra fare presupporre rialzi aggressivi, a meno di dati futuri particolarmente forti da un punto di vista della risalita dei prezzi, che a oggi risulta poco probabile».

#### RITOCCHI MINIMI DALLA BOJ

In pratica, meglio un Giappone con un Pil pro capite ormai ai piani bassi nel novero dei paesi sviluppati (a livello nominale è ormai sceso sotto la Spagna) e qualche rincaro nell'import degli input produttivi, piuttosto che una borsa che ritorna agli anni bui dei bear market perenni. Nello specifico, dunque, non sorprende che anche **Zehrid Osmani**, head of global

# L'ora dei consumi (senza esagerare)

Un ragionamento a parte merita il vasto insieme di realtà la cui principale fonte di ricavi è il mercato domestico. Non va infatti dimenticato che parliamo pur sempre della quarta economia della Terra (oggi con uno yen debolissimo, ma in condizioni più normali è la terza) e di un mercato con oltre 120 milioni di consumatori. Non sono pochi a puntare su alcuni segmenti esposti alla domanda interna, grazie a un processo di moderata crescita dell'inflazione che sta finalmente portando anche un minimo di vivacità nell'andamento dei salari.

## INCREMENTO DEL SALARIO MINIMO

Grazie a tutto ciò, **Lilian Haag**, senior fund manager giapponese equities di **Dws**, identifica buone occasioni nelle vendite al dettaglio: «Il tema della ripresa dei consumi locali è ancora valido. Anche se la crescita dei salari reali è inferiore all'inflazione, il mercato del lavoro molto solido contribuisce alla fiducia dei consumatori. Allo stesso tempo, il governo giapponese è fortemente impegnato a incrementare il salario minimo orario da 1.000 yen a 1.500 entro il 2030. Per le aziende legate ai consumi domestici, il passaggio da due decenni di deflazione a un'inflazione sostenuta apre la possibilità nel 2025 di aumentare i prezzi per il terzo anno consecutivo. Il modo migliore per approfittarne è investire in alcune aziende del settore retail, che siano in grado di sopravvivere in un contesto caratterizzato da salari e affitti più alti, e in società che offrono esperienze di viaggio, sia a clienti locali, sia internazionali».

## BENI DUREVOLI E SERVIZI

Questa tesi sembra condivisa anche da altri investitori, tra i quali Giovanni Brambilla, di AcomeA, che allarga il suo stock picking a uno spettro più ampio di settori: «La questione della ripresa dei consumi domestici per il Giappone è sempre stata controversa e difficile da legare al movimento dei titoli borsistici per diversi motivi che possiamo relegare, sia al costante contesto deflativo, che per decenni ha reso la crescita particolarmente frenata, sia al problema demografico, che da molto tempo vede contrarsi la crescita della popolazione; influenza negativamente anche una legge migratoria parecchio rigida. A oggi, con un processo inflativo in ripresa e con i salari in crescita, il tema dei consumi interni può ancora dare impulso ad alcuni settori domestici, in ambito durevole (auto ed elettronica di consumo) e in quello dei servizi (department store e intrattenimento).

long term unconstrained di **Martin Currie**, (gruppo **Franklin Templeton**), veda all'orizzonte ritocchi minimi sul costo del denaro: «Il mercato si aspetta un aumento dei tassi d'interesse di 25 punti base da parte della BoJ quest'anno, il che va effettivamente contro corrente rispetto alle altre principali banche centrali a livello globale, anche se a nostro avviso il rialzo non è abbastanza significativo da portare il rischio di un inasprimento eccessivo all'attenzione degli investitori in questa fase. In generale, ci aspettiamo che la Bank of Japan rimanga favorevole alla crescita economica nella sua politica monetaria». Questo approccio minimalista, peraltro, è reso sostenibile dal fatto che, al di fuori degli Stati Uniti, i tassi vengono velocemente riportati a un livello più contenuto. Tutto ciò potrebbe peraltro fornire una buona spinta alle aziende del Sol Levante, notoriamente piuttosto cicliche e sensibili all'andamento degli investimenti in beni in conto capitale. **Eric Mijot**, head of global equity strategy di **Amundi Investment Institute**, si concentra proprio su questi aspetti: «Il rischio è rappresentato soprattutto dalle conseguenze sullo yen per come si è palesato nel 2024 con la liquidazione di alcune posizioni di carry



*Il mercato si aspetta un aumento dei tassi d'interesse di 25 punti base da parte della BoJ quest'anno, il che va effettivamente contro corrente rispetto alle altre principali banche centrali a livello globale*



**ZEHRID OSMANI**  
head of global long term unconstrained  
**Martin Currie**  
(gruppo Franklin Templeton)

trade. Questo è probabilmente uno dei motivi principali che spinge la BoJ alla cautela e a muoversi lentamente. Prevediamo un ulteriore rialzo di 25 punti base a luglio, che porterebbe il tasso di riferimento giapponese allo 0,75%. Al di là dell'impatto sullo yen, da sempre un tema chiave per l'azionario giapponese,

il fatto che le altre banche centrali agiscano per sostenere la crescita globale, che prevediamo si attesterà intorno al +3% nel 2025, potrebbe anche essere interpretato positivamente, poiché il mercato nipponico è molto ciclico e ha un'ampia esposizione alle vendite internazionali».



## PROFITTI SOLIDI

Le parole di Eric Mijot sono significative anche per introdurre un ulteriore ragionamento. Sicuramente le società giapponesi dipendono in gran parte dall'andamento dell'economia globale, ma, dall'altro lato, nel corso degli anni molte di esse hanno imparato a traslare i momenti favorevoli in una solida crescita dei profitti e a gestire le fasi di risacca in maniera meno sgangherata rispetto al passato. A sostenere il fenomeno, vi è sicuramente il processo di riforme della governance (vedere box nella pagina successiva), alle quali si aggiunge, però, un continuo e quasi inscalfibile dominio tecnologico in diverse nicchie cruciali per il funzionamento di molte infrastrutture hi tech. Non sorprende, dunque, che diversi gestori considerino il Sol Levante un ambiente ideale per lo stock picking orientato alla crescita. Questo elemento è portato all'attenzione da **Georg Dent**, che fa parte del team che gestisce il **Bny Mellon Long-Term Global Equity Fund**: «Anche se vediamo cicli di entusiasmo per il Japan Inc., il nostro ottimismo sulle opportunità che offre l'azionario giapponese non si è mai basato sul rinnovamento in termini macro o sulla rinascita dell'economia, ma si concentra sui fondamentali delle aziende. Molte società del mercato azionario giapponese hanno attraversato lunghi periodi di utili volatili e di avversità operative, in parte a causa della flessione dei cicli di investimento del capitale e dei timori per l'esposizione alla Cina. Ciò nonostante, il Giappone rimane la patria di molte società quality growth

con posizioni leader in settori quali tecnologia, healthcare, tecnologie mediche e bio-mediche e automazione industriale».

## UN'EUROPA ASIATICA

Il quadro appena delineato può risultare familiare, poiché mette in risalto che il Giappone è una sorta di Europa asiatica, dove è possibile trovare titoli i cui profitti e il cash flow pochissimo dipendono dalla non entusiasmante situazione domestica e sono sostenuti da trend secolari. Per quanto riguarda questo aspetto, però, non va neppure ignorato un ulteriore elemento che oggi rappresenta una discreta incognita e del quale tratta Lilian Haag, di Dws: «L'anno fiscale giapponese è particolare: va dal 1° aprile al 31 marzo. Per l'anno fiscale 2024, che termina quindi il 31 marzo 2025, la crescita aggregata degli utili è prevista intorno al +7,5% per il profitto ricorrente e al +5% per il profitto netto. Per l'anno solare 2024, dovrebbe collocarsi in un intervallo simile, ovvero tra il 7% e l'8% per il profitto netto. Volumi di vendita più bassi e maggiori incentivi di vendita per le case automobilistiche, insieme a ipotesi forex che indicano uno yen più forte durante il quarto trimestre dell'anno fiscale 2024, stanno influenzando negativamente gli utili. Detto ciò, i profitti complessivi delle principali aziende dovrebbero continuare su una traiettoria positiva, grazie a un miglioramento della domanda di materiali per i semiconduttori e di attrezzature di produzione rispetto all'anno fiscale 2023, legato alla crescente richiesta di intelligenza artificiale genera-



**LILIAN HAAG**  
senior fund manager  
japanese equities  
Dws



*Per l'anno fiscale 2025, che termina il 31 marzo 2026, la crescita aggregata degli utili è prevista intorno al 7%, sia per il profitto ricorrente, sia per quello netto. Dovrebbe essere simile anche per l'anno solare 2025*



tiva. Per l'anno fiscale 2025, che termina il 31 marzo 2026, la crescita aggregata degli utili netti è prevista intorno al 7%, sia per il profitto ricorrente, sia per quello netto. Dovrebbe essere simile anche per l'anno solare 2025».

In pratica, una notevole quota del decoupling e della forza strutturale di alcuni gruppi locali è data dal fatto di fare parte dell'ecosistema dei semiconduttori legati alle infrastrutture dell'intelligenza artificiale. Se qualcosa andasse storto in quell'ambito, allora sicuramente volatilità e vendite torneranno a farsi sentire dalle parti di Tokyo. Il panico indotto dall'esplosione mediatica di DeepSeek e di tutto ciò che potremmo



# La riforma della governance, un tema ancora forte nel futuro

Non sono pochi a ritenere che il maggiore successo dell'era del compianto ex-primo ministro Shinzo Abe sia stato di essere riuscito a indurre le imprese giapponesi a iniziare un processo di profonde riforme nella governance aziendale. Oltre a fornire un impulso notevole a utili e flussi di cassa, questa trasformazione ha dato uno scossone all'immagine del Paese, spesso percepito come chiuso, immobile e profondamente arretrato, a parte alcuni ambiti tecnologici (e peraltro non tutti).

In questa maniera Tokyo è tornata all'attenzione dei gestori di portafogli globali, che hanno dirottato moltissima liquidità da diverse borse asiatiche (Corea del Sud in primis), nelle quali i gruppi quotati sono rimasti spesso al palo in termini di efficientamento. L'aspetto interessante è che, nonostante la tendenza dei mercati a incorporare nei corsi degli asset finanziari eventi futuri, il processo in corso nel Sol Levante è un fenomeno ancora in divenire, che potrebbe generare benefici sulle quotazioni a lungo termine.

## **CAMBIAMENTI ANCHE NELLE MID E SMALL CAP**

Eric Mijot, di Amundi Investment Institute, ad esempio, rimarca che molto sta mutando anche nell'ambito delle small e mid cap: «Riteniamo che la storia strutturale del Giappone in materia di miglioramento dell'efficienza del capitale e dei rendimenti per gli azionisti rimanga valida. Nel 2025 è probabile che si raggiunga un altro record storico di riacquisti dopo quello del 2024. Le riforme introdotte dal Tse (Tokyo stock exchange) mirano a incoraggiare le società con un P/BV (rapporto prezzo/valore contabile) inferiore a 1x ad attuare misure per migliorarlo entro il marzo 2025. In altre parole, i Roe dovrebbero aumentare e non solo attraverso i buy back. Per attirare gli investitori globali, il Tse ha anche stabilito che le società quotate nel suo mercato Prime dovranno fornire informazioni chiave, sia in inglese, sia in giapponese, a partire da marzo 2025. Anche lo scioglimento delle partecipazioni incrociate è destinato a continuare. Inoltre, mentre le big cap hanno già avviato questo percorso, anche le società più piccole dovranno intraprenderlo. Il processo è in corso».

## **INTERNAZIONALIZZAZIONE E COMUNICAZIONE**

Le parole di Mijot sottolineano che il cambiamento avviato si sta combinando con una maggiore internazionalizzazione e apertura alla comunicazione da parte delle società giapponesi. La piena entrata del Sol Levante nella globalizzazione si sta facendo sentire anche in un uso della leva meno avverso al rischio. Sembra ormai passata una vita da quando il panorama locale era caratterizzato, da una parte, da banche sull'orlo continuo della crisi e, dall'altra, da titani corporate che accumulavano riserve gigantesche in cash. Il processo di normalizzazione della politica monetaria a livello globale dovrebbe ulteriormente spingere in questa direzione. Zehrid Osmani, di Martin Currie (gruppo Franklin Templeton), afferma: «Riteniamo che le aziende giapponesi possano continuare a migliorare la loro governance complessiva e alimentare un aumento continuo dei rendimenti sul capitale proprio (Roe). Alcune aree sono legate al continuo incremento dell'efficienza, alla restituzione di liquidità agli azionisti e agli ulteriori benefici sulla redditività derivanti dalla leva operativa di cui beneficeranno, grazie a un ciclo economico favorevole. Altre opportunità di crescita che vorremmo vedere, come investitori, riguardano l'impegno con gli investitori internazionali. Sebbene molte imprese abbiano compiuto buoni progressi su questo fronte, a nostro avviso, possono progredire ancora in termini di impegno regolare con gli investitori».

## **ATTENZIONE AGLI ENTUSIASMI ECCESSIVI**

Detto ciò, conviene non farsi prendere da entusiasmi eccessivi, perché, come ricorda Hidehiko Shimizu, di State Street Global Advisors, si parla di un ambiente nel quale rimane ancora molto da fare e il passo delle riforme non è così intenso: «La tendenza a migliorare l'efficienza del capitale e i ritorni per gli azionisti probabilmente continueranno e sosterranno gli elementi a favore dell'investimento in Giappone, ma ci vorrà del tempo prima che il mercato progredisca nel suo complesso. I buy back azionari nel 2024 hanno raggiunto un livello record per il terzo anno consecutivo e rimarranno elevati nel 2025, ma si prevede che il Topix Roe resterà nell'intervallo del 9%, ancora al di sotto degli standard globali».



chiamare Ai cinese a basso costo è preoccupante, più che per il fatto in sé, per avere evidenziato che una buona parte del boom delle azioni It di questi anni è stato il frutto di hot money legato al carry trade asiatico. In parole semplici, vi è un nervosismo di fondo da parte di molti investitori, pronti a togliere i soldi dal tavolo, dopo anni di lauti guadagni, al primo sentore di promesse non mantenute.

## IL VALUE NIPPONICO

La scelta di spostarsi su società più legate all'economia giapponese potrebbe presentare due importanti benefici in termini di diversificazione. Innanzitutto, in questa maniera si diminuirebbe l'esposizione alle incertezze del gigantesco carry trade precedentemente descritto, allentando di conseguenza in maniera notevole la correlazione fra andamento del cambio dollaro-yen e quello del proprio portafoglio azionario. Inoltre, ci si sposterebbe su aree e temi certamente più value rispetto alla componentistica iper-tecnologica nipponica. E, visto il nervosismo di fondo che emerge nel growth, si tratta di un approccio tutto sommato prudentiale, nonostante nessuno ritenga che il Sol Levante stia entrando in un sentiero di ripresa strutturale significativa. Indicativo, su questi punti, il parere di **Hidehiko Shimizu**, client portfolio manager di **State Street Global Advisors**: «Il momentum delle retribuzioni collegato allo "shunto" delle trattative salariali di primavera sembra robusto come negli ultimi due anni. Con le paghe nominali ferme e l'inflazione in rallentamento, è probabile che l'aumento delle retribuzioni reali riesca a spingere i consumi. Se lo yen si rafforzasse grazie a una dinamica di politica monetaria giapponese opposta rispetto agli altri paesi, l'attenzione del mercato potrebbe spostarsi dalla domanda estera ai titoli legati alla domanda interna. Dal punto di vista fattoriale, il value sembra promettente, a differenza di altre parti del mondo».

## MENO INSULARE

Quest'ultima tesi, peraltro, si può anche declinare in una maniera forse meno opportunistica. Nello specifico, il punto di forza del Giappone, probabilmente non adeguatamente riconosciuto, è il fatto che la sua società civile è meno immobile e insulare di come la dipingono



molti stereotipi. In pratica, la rinascita del consumo locale è puntellata anche da rilevanti cambiamenti culturali che **Richard Kaye**, portfolio manager del fondo **Comgest Growth Japan**, tratta in maniera vivida: «Il Giappone è un mercato eccezionale. Il value ha sofferto molto nel Sol Levante rispetto al resto del mondo. Grazie a queste opportunità value, possiamo acquistare oggi a un prezzo incredibilmente basso società che si stanno davvero sviluppando e che hanno diverse attività peculiari. Cerchiamo imprese in grado di crescere in modo molto costante e che abbiano business unici: queste caratteristiche sono dovute al fatto che si tratta di aziende orientate ai cambiamenti del Giappone o alle diverse abitudini della società locale in termini di flusso di lavoro. Sono importanti in questo contesto anche le donne che si affacciano al mondo del lavoro, il modo in cui si organizzano le società e il fatto che siano orientate allo sviluppo tecnologico e alla crescita dell'Asia. Collegando questi temi, la crescita degli utili è regolarmente superiore al mercato in generale. A nostro avviso, in una misura che non ha precedenti storici, la piazza giapponese è stata dirottata per tre anni dall'hot money, ossia da finanziamenti a breve termine concentrati su alcuni temi inconsistenti, come le scommesse sullo yen a buon mercato e i beneficiari dell'inflazione. La situazione è migliorata significativamente e ci aspettiamo in futuro il prosieguo della normalizzazione del mercato, possibilmente accompagnata da quella dello yen. Siamo convinti che, nel tempo, le società giapponesi leader a livello mondiale in termini di crescita degli utili e di rendimento del capitale saranno

costantemente valutate al di sopra del mercato nel suo complesso, come è avvenuto nel decennio precedente».

## RISCHIO TRAPPOLA

Certo, visto il passato dell'equity di Tokyo e la realtà di una nazione in cui l'età media della popolazione si avvicina a 50 anni, il rischio che i segmenti value del listino legati alla domanda nipponica possano rappresentare una gigantesca value trap è reale. Per costruire questa tesi di investimento in maniera razionale, però, vale la pena ascoltare l'opinione di **Yasuyoshi Hirayama**, gestore del fondo **Allianz Japan Equity**, poiché l'approccio proposto ha un consolidato track record positivo nelle fasi storiche caratterizzate da modesta crescita nominale: «I salari reali hanno gradualmente ridotto il ritmo del loro declino e dalle trattative della prossima primavera ci si aspetta un incremento intorno al 5% delle paghe. Ciò potrebbe fornire un supporto alla ripresa dei consumi. In ogni modo rimaniamo prudenti, perché l'inflazione è stata più elevata dell'aumento degli stipendi negli ultimi due anni. Il fenomeno ha indotto diversi consumatori ad adottare atteggiamenti di cautela. In un quadro come questo, preferiamo, nella costruzione di un portafoglio di breve periodo, un approccio di tipo barbell, in cui combiniamo l'esposizione ad aziende che beneficiano dei consumi di gamma elevata (pensiamo, ad esempio, ai grandi magazzini di lusso, che incassano anche dai turisti stranieri) e a società posizionate nei segmenti più attenti ai costi, tra le quali i retailer discount». Il Sol Levante, in pratica, si sta globalizzando nel bene e nel male e le scelte di spesa, i costumi sociali e le pratiche aziendali stanno diventando sempre più simili al resto delle nazioni sviluppate.

# Tante società con utili stabili

di Boris Secciani

**L'Europa attraversa una fase delicata: il contesto globale vede il Vecchio continente attraversato da tensioni politiche, geopolitiche ed economiche. I mercati finanziari azionari trattano a multipli decisamente inferiori rispetto a quelli americani, ma anche la crescita degli utili non raggiunge i livelli prospettati negli Usa. Ciò detto, i multipli sono importanti nelle decisioni d'investimento ed è indubbio che, da questo punto di vista, l'Europa offre diverse opportunità. Sulle borse continentali pesano tre incognite, riflesse nei prezzi dei titoli: i possibili dazi americani, il rallentamento dell'economia cinese e il conflitto tra Russia e Ucraina. Se solo una di queste preoccupazioni si dovesse risolvere, il corso dei titoli azionari dovrebbe beneficiarne. Nello specifico, ci potrebbe essere un significativo potenziale nel campo degli investimenti che negli ultimi anni non sono stati particolarmente vivaci in Europa e che sono molto sensibili a una riduzione dei tassi d'interesse. Inoltre, non vanno dimenticate le aziende che pagano elevati di-**

**videndi e con un solido track record di stabilità delle cedole: è un valido sistema per ottenere una buona combinazione di rischio e rendimento. In qualsiasi caso, emerge la necessità di identificare i leader del continente, ossia le imprese in grado di reggere l'urto degli Usa di Trump, di una possibile recessione, di una crisi energetica indotta dalla Russia e della concorrenza cinese**

In un'Europa che appare in balia di tensioni e di giochi di potenze che la sovrastano, vale la pena esaminare, alla luce delle ultime novità, le opportunità di investimento che comunque il Vecchio continente offre. In particolar modo, l'obiettivo è riuscire a trovare un approccio sensato: investire sulle azioni europee che offrono il migliore rapporto di rischio/rendimento. I listini equity da questa parte dell'Atlantico, infatti, rendono particolarmente difficile trovare l'incastro giusto di queste due variabili in un ambiente contrassegnato da valutazioni relativamente contenute, ma anche da una visibilità dei profitti non eccezionale. Si tratta di uno scenario molto più difficile da leggere rispetto agli Stati Uniti, dove per anni i colossi del growth hanno non solo sovraperformato il resto dell'S&P 500, ma hanno anche stracciato gran parte dell'equity in



termini di indicatori di rischio quali lo Sharpe o il ratio di Sortino. Per un lunghissimo periodo di tempo, la tecnologia Usa ha fornito rendimenti pazzeschi con una volatilità tutto sommato limitata. Al giorno d'oggi, il dilemma principale a Wall Street è capire in quali termini avverrà la grande rotazione che tutti si aspettano.

## UNA GRANDE CONFUSIONE

Il discorso in Europa, invece, è molto diverso: una grande confusione sembra regnare soprattutto all'interno dell'Eurozona con una dispersione elevatissima e scelte da parte degli investitori che hanno iniziato a essere piuttosto volubili. È interessante notare che, dopo un anno non dei migliori, in cui complessivamente il Msci Europe ha fornito un total return in dollari del +2,43% (largamente inferiore al +7,5% degli emergenti, mentre evitiamo per carità di patria il confronto con l'America), oggi non sembrano esserci idee molto chiare sui futuri leader di mercato. La top 10 delle capitalizzazioni europee non si è particolarmente smossa, con i soliti due leader tecnologici (Asml e Sap), i quattro grandi del farmaceutico, il colosso del lusso Lvmh, più una banca e una delle major petrolifere. In pratica, tutto si riduce alla declinazione continentale del growth, più due campioni di comparti, come energia e istituti di credito, che nell'ultimo triennio hanno avuto una rinascita.

## VALUE DI QUALITÀ

Oggi, però, forse conviene allargare il proprio stock picking tentando di capire quali sono le logiche che potrebbero favorire una ripresa relativa dell'equity continentale. Per quanto riguarda l'incognita rendimento dell'equazione iniziale, forse si potrebbe guardare almeno in parte ad allocazioni con un minimo di carattere value. È infatti indubbio che i corsi di diverse aziende stanno scontando una sorta di apocalisse geopolitica che va a configurarsi nella triade dazi americani, crisi cinese con contemporanea ascesa dei marchi locali e una possibile continuazione, se non un inasprimento, del conflitto Russia-Ucraina, con tutto ciò che ne consegue sui mercati delle materie prime. Ma, se solo queste tensioni nei prossimi mesi si allentassero, sicuramente le sorprese positive fioccherebbero in diversi segmenti delle borse del Vecchio continente maltrattati dagli investitori.

In relazione a questa tesi, parole caratterizzate da un certo ottimismo vengono spese da **Michel Saugné**, cioè, e **Enguerrand Artaz**, gestore, di **La Financière de l'Échiquier**: «In Europa la situazione è esattamente all'opposto rispetto agli Stati Uniti. Sullo sfondo di una dinamica economica modesta e dell'instabilità politica, il pessimismo nei confronti degli asset continentali è ai massimi, come testimonia il differenziale record di valutazione tra azioni europee e americane. Con una crescita ra-

refatta per il 2025 e il rischio di nuovi dazi Usa, le prospettive non sono palesemente rosee. Tuttavia, proprio perché in fondo al tunnel c'è pochissima luce, qualsiasi sorpresa positiva potrebbe avere un impatto significativo: la fine del conflitto russo-ucraino, stimoli fiscali ambiziosi in Germania, il recupero della stabilità politica in Francia, l'accelerazione dei tagli dei tassi da parte della Banca Centrale Europea, una ripartenza della Cina... Sono ipotesi più o meno improbabili, ma non impossibili. L'asimmetria è quindi più favorevole per l'Europa che per gli Stati Uniti: con un'economia stagnante, le sorprese negative dovrebbero essere poche, mentre ogni minima buona notizia potrebbe comportare un notevole miglioramento del sentiment e un sensibile rimbalzo dei mercati azionari».

## PUNTARE SUGLI INVESTIMENTI

In particolare, un enorme potenziale si trova nel campo degli investimenti, che ancora più dei consumi hanno rappresentato una palla al piede negli ultimi anni, in particolare modo per le economie dell'Eurozona. Si tratta di un macrosettore caratterizzato da una forte sensibilità all'andamento dei tassi di interesse. Una Bce super-colomba da questo punto di vista costituirebbe una sorpresa in grado di smuovere non poco le acque, con ricadute economiche sintetizzate da **Christophe Morel**, capo economista di **Groupama Asset Ma-**



# La carta M&A

La presenza di pochi vincitori in ogni ambito dell'economia europea fornisce una solida base per diverse metodologie di costruzione di un portafoglio. Una di queste è costituita dalle strategie di merger arbitrage, peraltro anch'esse di solito supportate da un costo del denaro in discesa. Proprio le difficoltà dell'ambiente macro del Vecchio continente, in cui scarseggiano leader di dimensione globale (anche nei paesi del Nord), potrebbero rilanciare l'uso di strategie market neutral incentrate sul M&A. Questo approccio costituirebbe una maniera low-risk per puntare sulla crescita dei "semi-titani" presenti in Europa e delle migliori mid cap. In questo modo, si troverebbe una sintesi dei dubbi che esistono da diversi anni a questa parte nei listini continentali fra i diversi ambiti di capitalizzazione.

## SEGNALI DI RIPRESA DI FUSIONI E ACQUISIZIONI

Da questo punto di vista, un ragionamento interessante arriva da **Steeve Brument**, global head of alternative investments, e **Bertrand Dardenne**, head of risk arbitrage, absolute return & quantitative equity, di **Candriam**: «Vi sono diversi segnali che indicano una possibile ripresa delle attività di fusioni e acquisizioni, che creano un ambiente interessante per gli investitori alla ricerca di nuove opportunità. Le strategie di merger arbitrage tentano di trarre profitto dall'attività di M&A utilizzando un approccio strutturato per generare rendimenti. Analogamente ad altre modalità di investimento alternative, il merger arbitrage può migliorare la qualità e la coerenza delle performance di portafoglio, rappresentando al contempo un elemento di diversificazione e di resilienza in un mercato in evoluzione. Negli ultimi tre anni (dal 2021 al 2024), l'attività di M&A ha dovuto affrontare diverse sfide significative, tra le quali la persistente incertezza economica, l'aumento dei tassi di interesse e un quadro normativo più severo, che hanno influito negativamente sulla chiusura degli accordi. Questi ostacoli hanno frenato l'attività di M&A in Nord America e in Europa, che insieme rappresentano oltre due terzi del flusso di accordi globali».

**nagement:** «Le incertezze hanno un impatto tre volte maggiore sugli investimenti rispetto ai consumi. Per esempio, una riduzione delle incognite con un ritorno al regime pre-Covid sosterrrebbe la crescita del Pil dello 0,4% su un anno, tramite un aumento dello 0,9% degli investimenti e dello 0,3% dei consumi. Un rientro al regime prevalente negli anni 2010-2015 avrebbe un impatto doppio sull'attività economica (+0,9% sul Pil). In conclusione, se la recente crescita delle incertezze si confermasse, potrebbe influenzare le nostre proiezioni sugli investimenti e sulla ripresa nella zona euro, in particolare in Germania e Francia. Tuttavia, il "bilanciamento dei rischi" non è simmetrico: quando le incertezze sono già elevate, è più probabile che diminuiscano piuttosto che aumentino ulteriormente. La ripresa degli investimenti potrebbe essere eventualmente ritardata a breve termine, ma non è messa in discussione nel medio periodo».

## AUMENTO DELLA FIDUCIA

Di conseguenza, non sembra sorprendere la sintesi di **Xavier Baraton**, global chief investment officer di **Hsbc Asset Management**: «L'Europa è ben posizionata per guidare la ripresa degli investimenti, grazie a una limitata attività di sviluppo, a una rapida rivalutazione dei valori e al calo dei tassi di interesse. I mercati dei capitali immobiliari privati mostrano segnali di

riapertura, mentre le recenti operazioni sul mercato quotato indicano un aumento della fiducia». Certo, puntare molto su una ripresa indotta dalla politica monetaria e su titoli dalle caratteristiche value può sembrare azzardato. Va però ricordato che probabilmente la tecnologia e il growth sono più fragili di quanto molti investitori pensino: la forte discesa di alcuni titani di Wall Street all'esplosione di DeepSeek ap-

pare coerente con le tipiche caratteristiche di fine ciclo, quali, appunto, l'esplosione di fasi di risk-off improvvise. Comunque, al di là di settori e di grandi temi, vi è un fattore fondamentale da tenere presente per limitare la volatilità di un portafoglio equity europeo: concentrarsi su chi è in grado di fornire profitti in buona quantità e visibilità, in pratica le società leader».

Lo scenario attuale, infatti, non induce ad

“

*Quando le incertezze sono già elevate, è più probabile che diminuiscano piuttosto che aumentino ulteriormente. La ripresa degli investimenti potrebbe essere eventualmente ritardata a breve termine, ma non è messa in discussione nel medio periodo*

”



**CHRISTOPHE MOREL**  
capo economista  
Groupama Asset Management



avventurismi, anche a causa di una dispersione dei risultati non indifferente. In questo ambito parole molto nette arrivano da **Helen Jewell**, chief investment officer di **BlackRock Fundamental Equities Emea**: «Si prevede che gli utili a livello globale aumenteranno del 12% nel 2025. In particolare, è prevista una crescita dei profitti del 14% negli Stati Uniti, con gli analisti che si aspettano anche in Europa un incremento dell'8% degli earning, che appaiono solidi. I margini di profitto sono saliti costantemente dopo avere registrato un calo durante la pandemia. Tuttavia, siamo fiduciosi di vedere nei prossimi mesi una grande dispersione, sia tra i diversi settori, sia all'interno dei singoli comparti. La produzione negli Stati Uniti e in Europa è in contrazione e prevediamo che la debolezza nel settore automobilistico persista, insieme a problemi più strutturali come la difficile transizione verso i veicoli elettrici. Anche l'immobiliare e i segmenti correlati subiscono una contrazione. In generale si stanno aprendo divari significativi tra quelle che consideriamo le "migliori aziende" e le altre».

#### TANTI DIVIDENDI DA COGLIERE

Un valido sistema per ottenere una buona combinazione di rischio rendimento nel Vecchio continente è l'investimento in aziende che pagano elevati dividendi e con un solido track record di stabilità delle cedole. Essenzialmente, questo stile di stock picking, in questa porzione del pianeta, tende a focalizzarsi, appunto, sui gruppi più competitivi, in quanto questi ultimi, a differenza che negli Usa, tendono a fornire elevati payout ai propri azionisti, con, dall'altra parte, un minore uso dei buy back. Il fenomeno peraltro non è nuovo: è infatti interessante notare che, se dividiamo i 40 anni che vanno dall'inizio del 1985 alla fine del 2024 in gruppi di cinque anni, si scopre che i rendimenti del Msci World a partire dagli anni 2000 sono dipesi in ampia misura dai flussi di cassa pagati dalle aziende ai propri inve-

stitori. Per esempio, nel lustro 2020-2024 il price return è stato del 4,88% all'anno, mentre i dividendi hanno fornito un ulteriore 2,7%. Quest'ultimo dato, inoltre, costituisce una cifra storicamente piuttosto bassa, in quanto gravato dagli anni della pandemia. Ad esempio, i dati equivalenti nel periodo 2015-2019 erano stati pari rispettivamente a +2,50% di price return e 2,95% di cedole. Non è dunque un'aberrazione assistere in Europa a prolungate fasi in cui la maggior parte dei rendimenti è generata dalla componente income: così, ad esempio, è stato per i segmenti 2000-2004, 2005-2009 e, appunto, 2015-2019.

#### ATTENTI ALL'OSSO DEL COLLO

Da questa serie storica si può dedurre anche che le più competitive realtà continentali non hanno mai rinunciato a distribuire una buona parte dei propri profitti anche nelle fasi di generale debolezza macro. Una conferma a questa tesi arriva anche nel caso in cui si decida di diversificare al di fuori delle grandi capitalizzazioni. Interessante appare al riguardo uno studio compiuto da **Allianz Global Investors**: «Ipotizziamo di avere puntato 100 mila euro 10 anni fa su un indice ampiamente diversificato come lo Stoxx Europe 600; immaginiamo, poi, di avere reinvestito i flussi di cassa pagati agli azionisti. Alla fine del periodo, la cifra investita sarebbe salita a 150 mila euro in termini di price return, cui ne andrebbero aggiunti quasi 40 mila generati dai dividendi. Il livello del benchmark semplicemente riflette l'andamento dei corsi delle azioni in esso incluse, a differenza del total return che comprende anche il pagamento e il reinvestimento dei dividendi».

Le soluzioni proposte, pur nella loro diversità, tendono a mostrare un percorso abbastanza netto per chi voglia ambire a buoni guadagni sull'equity europeo senza rischiare l'osso del collo. Un approccio fattoriale tradizionale, con le sue divisioni a volte artificiose fra growth e value, large



**HELEN JEWELL**  
chief investment officer  
**BlackRock Fundamental**  
**Equities Emea**



*Si prevede che gli utili a livello globale aumenteranno del 12% nel 2025. In particolare, è prevista una crescita dei profitti del 14% negli Stati Uniti, con gli analisti che si aspettano anche in Europa un incremento dell'8% degli earning, che appaiono solidi*



small e mid cap in questa difficilissima era ha fatto forse il suo tempo. Bisogna identificare i leader del continente, quei gruppi in grado di reggere l'urto degli Usa di Trump, di una possibile recessione, di una crisi energetica indotta dalla Russia e della concorrenza cinese.

Per fortuna aiuta il fatto che spesso questi nomi offrono valutazioni neppure lontanamente comparabili a quelle carissime comuni negli Stati Uniti e anche in alcuni segmenti degli emergenti. Non sarebbe la prima volta che, nelle condizioni più precarie, alla fine l'Europa si rivelasse la sorpresa positiva dei mercati.

# Una put sull'America

di Boris Secciani

**Continua il trend al rialzo dell'oro, che all'inizio di quest'anno ha toccato un nuovo record storico. Le motivazioni che spiegano la performance del metallo giallo sono diverse e da ricercare all'interno di una serie di fattori. Innanzitutto, l'offerta d'oro è strutturalmente limitata e l'incremento dell'estrazione dai siti richiede tempi lunghi. In secondo luogo, la domanda in aumento trova spiegazione nella volontà di diversificare i portafogli d'investimento e proteggerli dai rischi associati all'evoluzione del contesto economico, cui si aggiungono quelli di natura geopolitica. Infine, ma ragione non meno importante, sono aumentati gli acquisti da parte delle banche centrali, soprattutto dei paesi emergenti. Questo elemento è, di fatto, un'evoluzione recente che ha ricoperto un ruolo importante nell'andamento del prezzo della materia prima. Su tutto ciò pesa indubbiamente l'incertezza che caratterizza i mercati finanziari, che sono legati all'andamento della crescita e dell'inflazione e a ciò che farà il 47° presidente degli Stati Uniti**

Il metallo prezioso per eccellenza ha vissuto un 2024 di gloria, che è andato a inserirsi in un trend secolare di rialzi. A febbraio 2025 è stato toccato un nuovo

record storico. Le ragioni che stanno dietro questa forte ascesa (la performance cumulata nel 2024 è risultata circa il 30%) rappresentano un mix di alcuni fattori che ritornano nel corso della storia dei mercati e di altri che, invece, rappresentano un'evoluzione più recente.

Convienne, a questo punto, partire con una breve sintesi: l'offerta d'oro è innanzitutto strutturalmente limitata, con l'output minerario che sta diventando sempre più una variabile fissa a causa delle rigidità e dei tempi lunghi del settore. Dall'altra parte, investire in questa asset comporta pagare un elevato cost of carry, in particolar modo in quest'ultimo biennio di tassi alti. La logica che spiega la recente continua ascesa dei corsi è da ricercare nel desiderio di diversificare e proteggersi dai rischi sistemici dell'economia globale. Fino a questo punto, tutto sommato, si tratta di pattern che si sono già visti nel recente passato, ma la storia non si ripete e sono presenti forti elementi di novità, soprattutto tra i protagonisti di questo bull market.

## UN RUOLO CRUCIALE

Al riguardo, una breve sintesi di **Carlo De Luca**, responsabile investimenti, e **Alessio Garzone**, portfolio manager, di **Gamma Capital Markets**, comincia a fornire una prima spiegazione: «In questo contesto, l'oro continuerà a ricoprire un ruolo cruciale come bene rifugio. Sarà sostenuto dai rischi geopolitici e dagli acquisti strategici delle banche centrali, in particolare della Cina, in



un'ottica di diversificazione rispetto al dollaro. La sua performance sarà influenzata anche dall'aumento del debito pubblico statunitense e da una possibile svalutazione della divisa. La capacità dell'oro di proteggere i portafogli in periodi di incertezza politica e monetaria ne rafforza l'importanza come strumento chiave per il 2025».

### ACQUISTI CINESI

In pratica, a generare il bull market di questi anni sono stati gli acquisti di vari soggetti istituzionali di nazioni, Repubblica Popolare Cinese in primis, che per una ragione o per l'altra non si fidano del gigantesco afflusso di capitali che si è diretto verso gli Stati Uniti a partire dalla riapertura post-Covid. In questa logica, l'oro è tornato al ruolo che ha ricoperto periodicamente nelle fasi di alta inflazione, adattandosi però a un'era in cui essa rischia di venire cronicizzata a causa di una gestione troppo allegra della politica fiscale da parte del Tesoro statunitense. Mentre, dunque, l'intero pianeta celebra la forza del sistema Usa e dei suoi mercati, è forse immaginifico che sia proprio la Banca centrale del suo archi-rivale di questo secolo a puntare su un'eventualità opposta o quanto meno a considerare questa possibilità un rischio degno di hedging. Il metallo giallo, infatti, rappresenta la scelta di diversificazione ideale per uno scenario ben preciso, ossia quello in cui si sia costretti un po' tutti a rinunciare (almeno parzialmente) a contenere la crescita dei

prezzi per salvaguardare la tenuta dei conti pubblici, accettando un costo del denaro forse troppo ridotto, ma necessario per evitare una pesante crisi finanziaria.

### LA SINTESI DELLO SCONTRO

Uno scenario che offre oggi la sintesi di uno scontro, anche ideologico, epocale: da una parte c'è chi ritiene che il dinamismo Usa sia tuttora superiore a quello del resto del pianeta, dall'altra chi pensa che esso essenzialmente derivi da fattori insostenibili che il 47esimo presidente statunitense farà saltare per aria. Uno scontro che si interseca anche con quello fra due diversi modelli di Pil: uno basato su una smaterializzazione dell'economia sempre più acuta e orientata a servizi avanzati, come l'intelligenza artificiale, e un altro che ritiene tuttora fondamentale il controllo di diversi gangli fisici del sistema. **Ned Naylor-Leyland**, gestore del **Jupiter Gold & Silver Fund**, non sembra credere alla presenza di ampi margini di manovra per la Federal Reserve e include nel possibile rialzo generale dei preziosi anche un argento comunque in ripresa: «Le prospettive per oro e argento nei prossimi mesi sembrano decisamente brillanti. Le aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve e di un dollaro più debole potrebbero rappresentare i fattori determinanti per l'aumento dei prezzi spot dei due metalli man mano che ci addenteremo nel 2025. Sulla base della parità del potere d'acquisto, il dollaro



**NED NAYLOR-LEYLAND**  
gestore  
**Jupiter Gold & Silver Fund**



*Le prospettive per oro e argento nei prossimi mesi sembrano decisamente brillanti. Le aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve e di un dollaro più debole potrebbero rappresentare i fattori determinanti per l'aumento dei prezzi spot dei due metalli man mano che ci addenteremo nel 2025*



è sopravvalutato. Se tutto ciò si combina con la necessità di ridurre i tassi (gli Stati Uniti devono rifinanziare circa 10 trilioni di debito pubblico quest'anno con tassi a breve termine al 4,5%), vediamo allinearsi una serie di potenti fattori macroeconomici, che potrebbero fare sì che l'argento segua l'oro verso nuovi massimi nominali record».

Pertanto, le prime dichiarazioni di Trump

# Obiettivo 3.000, con l'incognita Trump

Quale obiettivo in termini di prezzo dell'oro ci si può attendere in questo 2025? Considerando il clima di incertezza generale, un Powell per il momento in modalità falchetto, la corsa al rialzo già accumulata e la concorrenza di un argento che sta cominciando ad attrarre capitali importanti in un'ottica di diversificazione, conviene mantenere un atteggiamento cauto nelle proprie stime. Non sorprende, dunque, il target proposto da **Peter Kinsella**, global head of forex strategy di **Union Bancaire Privée**: «Manteniamo una posizione estremamente costruttiva sull'oro, che riflette l'aumento dei livelli di incertezza geopolitica e la forte domanda fisica da parte delle banche centrali e degli investitori retail. Nel 2025 è possibile che il metallo giallo raggiunga almeno 2.900 dollari per oncia. Rimaniamo positivi anche sull'argento, dal momento che il rialzo dell'oro spingerà quest'ultimo verso livelli più alti: i rapporti storici tra oro e argento, infatti, indicano che il secondo può salire fino a circa 40 dollari all'oncia». Come si può notare, un simile rialzo dell'oro incorpora un atteggiamento cauto nei confronti delle scelte di politica monetaria da parte della Banca centrale statunitense e una visione neutra circa il grado di rottura che il 47° presidente potrà portare rispetto al recente passato.

## UN'ENORME INCERTEZZA POLITICA

In tutto ciò, infatti, rimane un'enorme incertezza politica, legata a un'amministrazione che potrebbe spingere di nuovo al rialzo l'inflazione in maniera pesante, nel tentativo di pompare la crescita al massimo del suo potenziale, ignorando quasi completamente i dettami dell'ortodossia economica. Interessante, al proposito, appare il ragionamento di **Diego Franzin**, head of portfolio strategies di **Plenisfer Investments**, che vede all'orizzonte quota 3.000: «A sostenere il metallo giallo è anche l'incertezza connessa all'evoluzione geopolitica. Non sono solo i conflitti in Ucraina e Medio Oriente a portare gli investitori verso un bene rifugio come l'oro, ma anche le incertezze connesse alle future politiche di Trump. La vittoria elettorale del nuovo presidente a novembre ha, infatti, fornito uno degli scenari più favorevoli per l'oro, poiché ha aumentato l'incertezza geopolitica, cui si è aggiunta l'attesa di una spesa fiscale in ulteriore crescita negli Usa. Guardando al 2025, alcune stime indicano che il metallo giallo potrebbe raggiungere 3.000 dollari per oncia, sostenuto dal perdurare dei fattori descritti, ma anche da una possibile ripresa dell'inflazione connessa alle politiche fiscali e commerciali della nuova amministrazione e alle attese di un ulteriore aumento del debito pubblico record statunitense».

## E SE SI ENTRASSE IN UN'ERA DI SPLENDORE?

Dall'altra parte, il rischio per chi punta sui preziosi è sostanzialmente uno: che gli Usa entrino davvero in una nuova era di splendore. Con questo concetto si intende qualcosa di simile agli anni '90, in cui si avrebbe negli Stati Uniti un minimo di persistenza dell'inflazione a fronte però di un andamento del Pil estremamente robusto e in grado di reggersi sulle proprie gambe, senza ricorrere, dunque, a un doping fiscale continuo. Vale la pena ricordare, infatti, che l'era Clinton era stata caratterizzata da un forte risanamento dei conti pubblici. Come accennato in apertura, l'unica via che potrebbe avviare un simile meccanismo è un'esplosione di produttività generata dall'intelligenza artificiale: se i piani dell'oligarchia tech statunitense si rivelassero corretti, a quel punto la scommessa cinese, che vede un'America come una sorta di tigre di carta che si regge su scelte insostenibili, si rivelerebbe profondamente sbagliata. La put oro comprata si troverebbe a valere molto di meno. Per il momento, però, le mani pesanti che muovono i corsi del metallo giallo sembrano non mostrare dubbio alcuno che non avverrà così.



**DIEGO FRANZIN**  
head of portfolio strategies  
Plenisfer Investments

“

*A sostenere il metallo giallo è anche l'incertezza connessa all'evoluzione geopolitica. Non sono solo i conflitti in Ucraina e Medio Oriente a portare gli investitori verso un bene rifugio come l'oro, ma anche le incertezze connesse alle future politiche di Trump*

”





sembrano incentrate sul favorire un indebolimento del biglietto verde. Pare infatti abbastanza evidente che il processo di reindustrializzazione del Paese venga considerato un punto chiave da questa amministrazione e, in tale prospettiva, un costo del denaro più contenuto e una moneta nazionale a livelli più umani appaiono senz'altro elementi positivi. Forse ancora più interessante è poi un altro elemento, che in queste prime settimane del 2025 si sta osservando sui mercati dell'energia: l'attuale ripresa dei prezzi di molte materie prime, infatti, sta seguendo una dinamica piuttosto precisa. In particolare, si ha un potente impulso iniziale di origine geopolitica: basti pensare agli effetti degli ultimi avvenimenti del conflitto fra Russia e Ucraina sul gas europeo o all'interazione fra Usa e Cina per quanto riguarda i preziosi. A questi sviluppi fa seguito di solito un'ondata molto forte di acquisti da parte di fondi di investimento che utilizzano diversi derivati. Infine, si arriva a una presenza più generalizzata nei portafogli dei privati.

Proprio da quest'ultimo pilastro potrebbe presto giungere, sempre per Ned Naylor-Leyland, un'ulteriore spinta al bull-market aurifero: «L'oro in tutte le valute ha raggiunto nuovi massimi storici nel 2024 e quello stacco da 2.150 dollari l'oncia a circa 2.800 nella seconda metà dell'anno è stato alimentato dagli acquisti sui future, più che dalla partecipazione di investitori long-only. Quest'anno dobbiamo monitorare un'eventuale partecipazione più ampia e la quota di metalli fisici detenuti negli Etf rappresenta un buon indicatore dell'interesse e del sentiment nel mondo degli investitori long-only. Quando questo cambiamento si verificherà in modo significati-

vo, vedremo l'inizio di un altro importante rialzo per l'oro in dollari rispetto a tutte le valute fiat».

### FLUTTUAZIONI DI BREVE

Una simile dinamica, però, comporta la necessità, per chi voglia puntare su questa tesi di investimento, di riuscire a gestire fluttuazioni di breve periodo piuttosto contraddittorie. In particolare, appare interessante il quadro fornito da **Michaël Lok**, group cio e co-ceo asset management di **Union Bancaire Privée**: «A dicembre il dollaro statunitense ha proseguito il suo trend rialzista, nonostante il taglio dei tassi di 25 punti percentuali da parte della Federal Reserve. Il Fomc (Federal open market committee) ha alzato le proiezioni di crescita del Pil e dell'inflazione degli Stati Uniti per il 2025 e il dot plot della Fed evidenzia aspettative per due soli tagli dei tassi di 25 punti base nel 2025. I rendimenti statunitensi sono saliti lungo la curva e l'Usd Index è arrivato a 108. Il biglietto verde continuerà ad avere un profilo elevato nel primo trimestre, a causa delle incertezze legate al commercio e ai dazi, che peseranno sulla maggior parte delle altre valute principali. L'oro ha registrato una modesta flessione, fino a raggiungere circa 2.600 dollari per oncia a dicembre. Questo calo ha rispecchiato l'apprezzamento della divisa Usa e l'aumento del rendimento dei TIPS decennali statunitensi, che rappresentano il nostro proxy per le aspettative sui tassi reali».

In realtà, il possibile allargamento della propria base di investitori rischia di introdurre un bel po' di volatilità in più sull'andamento dei prezzi del metallo giallo. Infatti, accanto a un sostrato di liquidità asiatica ivi parcheggiata con obiettivi

strategici di lungo periodo, sicuramente i flussi più recenti sono caratterizzati da un orizzonte temporale più angusto e da un approccio più opportunistico.

### CORRELAZIONE INVERSA

In pratica, nel breve si sta sviluppando una correlazione inversa perfetta fra dollaro e asset rischiosi da una parte e Treasury e oro e argento dall'altra, dopo che per tutto l'anno passato il prezioso per eccellenza aveva prosperato proprio come una put il cui premio aumentava al crescere del sentiment rialzista generale. Oggi, invece, le quotazioni risentono di una tensione che probabilmente nel futuro prossimo potrebbe portare diversi soggetti ad aumentare e diminuire la loro esposizione a seconda di quanto dichiarato dalla Fed dopo ogni meeting o sulla base di alcuni dati, come l'andamento della disoccupazione.

Quale approccio risulterà corretto? Quello più idiosincratico o quello costruttivo di più ampio respiro? Ovviamente ci vorrebbe per rispondere una sfera di cristallo che nessuno possiede, ma ancora Michaël Lok fa notare che i momenti di deflusso di hot money da questi asset vengono vissuti in Cina come un'occasione per rimpolpare le proprie posizioni a corsi più convenienti: «Anche l'argento è sceso a circa 30 dollari per oncia, ma a nostro avviso è improbabile che questi cali durino. Notiamo che gli acquisti di oro da parte delle banche centrali sono aumentati nuovamente negli ultimi mesi, con la Cina che ha effettuato acquisti per il secondo mese consecutivo. Anche il forte incremento dei rendimenti obbligazionari trentennali è costruttivo, sia per l'oro, sia per l'argento, poiché riflette i timori per l'inflazione e la sostenibilità del debito».

# «Mai scommettere contro l'America»

a colloquio con Bert Flossbach

**Bert Flossbach**, che è ampiamente conosciuto come fondatore e amministratore di Flossbach von Storch e gestisce il fondo più importante della società, **Flossbach von Storch-Multiple Opportunities**, parla della supremazia degli Stati Uniti, del loro nuovo (vecchio) presidente e delle implicazioni per gli investitori europei.

**Su quale regione dovrebbero concentrarsi maggiormente gli investitori quest'anno: Europa o Stati Uniti?**

«Io direi di non focalizzarsi troppo sulle regioni, ma piuttosto di concentrarsi sulle singole aziende, sui loro modelli di business e sulle prospettive di rendimento a lungo termine. L'ubicazione di un'impresa è un fattore secondario».

**E dovendo scegliere tra le due aree geografiche, quale offre le migliori prospettive di rendimento nei prossimi anni?**

«L'America è sempre una garanzia. Secondo le stime della Commissione europea, le aziende statunitensi rappresentano il 42% della spesa globale in ricerca e sviluppo. Se consideriamo solo il software, la per-

tuale sale addirittura al 70%: è un fattore chiave della loro straordinaria produttività. Gli Stati Uniti generano complessivamente oltre un quarto del Pil mondiale e circa un terzo dei profitti aziendali su scala globale. Eppure, la loro popolazione rappresenta appena il 4% di quella totale».

**La crescita della produttività negli Stati Uniti ha subito un'accelerazione proprio dopo la crisi finanziaria del 2008, superando quella di altre economie. Quali sono i motivi?**

«Massicci investimenti e innovazioni nel settore high-tech. I grandi colossi tecnologici hanno conquistato una posizione di dominio a livello globale e questo fatto si riflette anche nel loro valore di mercato, cresciuto in modo impressionante. Alla fine del 2008, la capitalizzazione complessiva delle aziende incluse nello S&P 500 era di appena 8 mila miliardi di dollari. Alla chiusura del 2024, la cifra è salita a 52 mila miliardi, in gran parte grazie al boom dei cosiddetti "magnifici sette" (Apple, Nvidia, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta e Tesla), passati da un valore di mercato complessivo di 372 miliardi di dollari, a fine 2008, ai 17.600 miliardi di dollari di oggi».



**BERT FLOSSBACH**  
fondatore e amministratore  
Flossbach von Storch Se  
e gestore  
Flossbach von Storch-Multiple  
Opportunities



## Con il nuovo presidente, il divario tra gli Stati Uniti e l'Europa e il resto del mondo aumenterà o si ridurrà?

«Se guardiamo alla sua prima presidenza, l'insegnamento è chiaro: Trump va preso sul serio, ma non tutto ciò che dice deve essere preso alla lettera. Non ha mai davvero lasciato la Nato, imposto dazi sulle auto europee, bombardato la Corea del Nord, costruito un muro continuo al confine con il Messico. Le esagerazioni fanno parte del suo stile negoziale, il che rende imprevedibile qualsiasi previsione sulla sua politica. Groenlandia, Canada, Canale di Panama: nulla sembra più al sicuro con lui. Trump utilizza la straordinaria potenza economica e militare degli Stati Uniti come leva di pressione ovunque e ogni volta che lo ritiene opportuno».

### E l'inflazione?

«L'alta inflazione durante gli anni di Biden è stata un fattore chiave per la vittoria di Trump. Ma un rialzo dei prezzi al consumo, dovuto a dazi doganali elevati o a espulsioni di massa di lavoratori irregolari, gli si ritorcerebbe contro. Ecco perché è improbabile che dia davvero seguito alla sua minaccia di imporre dazi su tutte le importazioni».

## Ultimamente l'attenzione si è spostata proprio sulla montagna di debito degli Stati Uniti. Trump riuscirà davvero a ridurlo?

«Il deficit del governo federale recentemente si è attestato a 1,8 trilioni di dollari, circa il 6% del Pil, nonostante l'economia in crescita. L'idea è che la "Commissione per l'efficienza nella pubblica amministrazione" guidata da Musk possa portare risparmi fino a 2 mila miliardi di dollari nel lungo periodo. Un'ambizione piuttosto irrealistica. Il bilancio federale degli Usa ammonta a circa 6.800 miliardi di dollari. Di questi, oltre la metà è destinata alla spesa sociale, con oltre 2 mila miliardi che finanziano la previdenza e l'assicurazione sanitaria per i pensionati. Trump non vuole toccare questi fondi per non inimicarsi i baby boomer. Un'altra tranche da 1.000 miliardi di dollari è destinata agli interessi sul debito, che devono essere pagati. Poi ci sono gli intoccabili 900 miliardi di dollari di spesa militare. Rimangono 1.500 miliardi di dollari di

spese discrezionali. Se si riuscisse a ridurle di un quarto, si otterrebbero risparmi per circa 400 miliardi di dollari. Si tratta di circa l'1,3% della performance economica, il che significa che, nel migliore dei casi, il deficit potrebbe scendere a circa il 5% del Pil».

## Gli Stati Uniti sono oggi indebitati per circa il 120% del loro Pil: quanto è sostenibile tutto ciò?

«Non esiste una risposta semplice. Gli Stati Uniti godono di un privilegio unico: il dollaro è la valuta di riserva globale. Ciò conferisce loro un enorme margine di manovra nella gestione del debito, ma anche questo privilegio ha dei limiti».

## Trump misura il proprio successo anche dall'andamento dell'indice S&P 500. Dopo mesi di crescita ininterrotta dei mercati, c'è il rischio di una battuta d'arresto?

«La storia delle borse dimostra che se l'ultimo biennio è stato ottimo, non significa che l'anno a seguire debba per forza essere difficile. Le aspettative degli investitori devono essere soddisfatte, se non superate. E, in questo momento, le previsioni sono ambiziose: solida crescita economica, profitti aziendali in forte aumento, inflazione in calo, tassi d'interesse in discesa. Ora come ora, non ci sono segnali di una recessione imminente, né di una fine del boom tecnologico. Non siamo in una bolla speculativa come nel 2000, quando le valutazioni erano schizzate alle stelle e i grafici di molte azioni sembravano bandiere al vento. Tuttavia, le aspettative elevate degli investitori aumentano il rischio di delusione. E chissà cos'altro si inventerà Donald Trump. In ogni caso, le probabilità di una correzione di mercato sono aumentate».

## Pensando al lungo termine, come valutate il potenziale di rendimento delle azioni nei prossimi 10 anni?

«Molto più modesto rispetto al decennio passato. Il motivo è da ricercare nel fatto che l'attuale valutazione del mercato azionario americano ha già incorporato una parte della futura crescita degli utili aziendali. Da inizio 2015, i profitti delle società incluse nello S&P 500 sono raddoppiati, con una crescita annua del 7%, pressoché

in linea con la media storica. Ma i prezzi delle azioni sono triplicati, con un aumento annuo dell'11,2%: ciò significa che l'equity è diventato più costoso. Circa un terzo dei rialzi negli ultimi 10 anni è dovuto a un aumento delle valutazioni, mentre gli altri due terzi sono stati guadagni "meritati"».

## Che cosa possiamo aspettarci concretamente in termini di rendimenti?

«Nel migliore dei casi, i profitti delle aziende statunitensi continueranno a crescere al ritmo storico del 7% annuo, mantenendo le attuali valutazioni elevate. Su un orizzonte di 10 anni, ciò significherebbe un raddoppio dei prezzi delle azioni dello S&P 500. Aggiungendo i dividendi, il rendimento totale annuo si attesterebbe intorno all'8,5%».

### E in uno scenario "normale"?

«Gli utili crescono del 7% annuo, ma le valutazioni tornano alla media storica di circa 18. In questo caso, i prezzi salirebbero di circa il 4% all'anno. Aggiungendo i dividendi, il rendimento sarebbe intorno al 5,5% annuo».

## Nella peggiore delle ipotesi, invece, che cosa accadrebbe?

«Se la crescita degli utili fosse più bassa o le valutazioni scendessero oltre la media storica, il rendimento annuo sarebbe ancora inferiore».

## Che cosa significa tutto ciò per una strategia di investimento a lungo termine?

«Le obbligazioni stanno diventando più interessanti rispetto alle azioni, il che giustifica un aumento della loro quota nei portafogli, a patto, però, che l'inflazione resti sotto controllo. Gli indici azionari più grandi, come lo S&P 500 e l'Msci World, potrebbero finire nei guai, perdendo il loro status di "Santo Graal" degli investimenti».

### Che cosa significa?

«Le migliori occasioni potrebbero risiedere nei titoli sottovalutati, rimasti fuori dai riflettori perché non fanno parte dei grandi indici. Meglio quindi optare per una gestione attiva anche della componente azionaria».

# La fiaba dei fratelli Grimm e il risparmio gestito

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

Quando penso all'inverno, immagino la magia di leggere un racconto accanto a un camino acceso. Probabilmente la stessa fantasia animava anche i fratelli Grimm quando, nel 1812, pubblicarono la prima edizione delle "Fiabe del focolare".

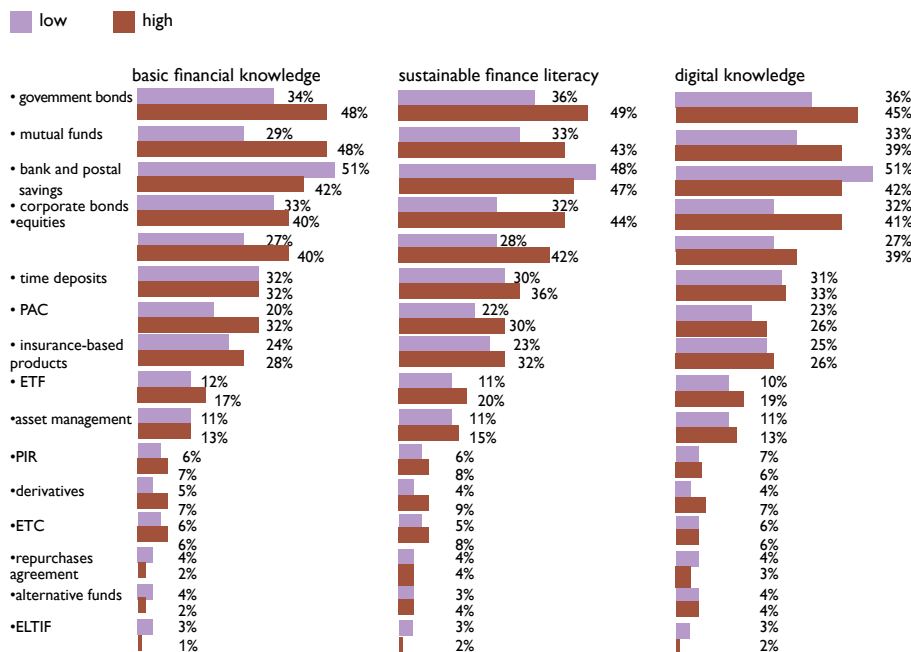
Cosa c'entra la finanza con i fratelli Grimm? Qualche giorno fa ho riletto la fiaba di "Hänsel e Gretel" e, parola dopo parola, mi sono ritrovato a pensare, per una curiosa associazione di idee, alla scelta tra risparmio amministrato e risparmio gestito. Scelta non banale, ma decisione fondamentale per chi vuole trasformare i propri risparmi in investimenti. La fiaba comincia con l'immagine di un taglialegna, stanco e affamato, che riflette sulla difficoltà di rifocillare la propria famiglia. Il taglialegna potrebbe essere ognuno di noi. Decidere come allocare i frutti del proprio sacrificio non è semplice, ma è ancora più difficile nella generale incertezza dei mercati finanziari. I rendimenti obbligazionari, dopo il 2008, si sono azzerati. L'assenza di decorrelazione tra le asset class, i tassi d'interesse ai minimi storici e alcune dubbie performance hanno creato la condizione "perfetta" per una crisi di fiducia.

## **PERCHÉ INVESTIRE NEL GESTITO?**

Perché dovremmo investire in prodotti gestiti se si possono detenere i risparmi sotto il cuscino o allocati in titoli di stato apparentemente "infallibili"?



## GRAFICO 1: SCELTE D'INVESTIMENTO PER LIVELLO DI CONOSCENZA FINANZIARIA



Figures refer to the subsample of respectively high/low basic financial knowledge, sustainable finance literacy, digital knowledge. Level of knowledge is considered to be high/low on the basis of sample median.

Fonte: Consob, Rapporto 2024 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane

Questi pensieri dipingono con efficacia il dubbio che la “matrigna” riesca a instaurare nella mente del taglialegna: «Non c'è spazio anche per loro». Così i giovani Hänsel e Gretel, con una scusa, vengono prima allontanati e poi abbandonati. Un po' come il risparmio gestito, che a un certo punto, ha trovato sempre meno spazio nei portafogli degli italiani.

Mentre si allontanano, Hänsel e Gretel provano a non perdere la strada di casa. Fanno cadere briciole per segnare il percorso, ma tutto a un tratto, voltandosi, si accorgono che alcuni animali si stavano nutrendo proprio con quei pezzetti di pane. Sui mercati abbiamo assistito a anni positivi e ad altri negativi, ma il risparmio gestito ha saputo comunque segnare il tracciato. Ha distribuito cedole e dividendi, quando i tassi erano a zero, ha saputo registrare performance soddisfacenti nonostante il complesso contesto economico di riferimento. I gestori, con disciplina, non si sono intimoriti durante le correzioni e hanno approfittato delle salite. Tutto inutile però. Per il gestito, ormai, era troppo difficile tornare, in autonomia, nel portafoglio degli italiani.

### UNA TAVOLA IMBANDITA

Mentre il taglialegna riflette sulla “certez-

za” della sua decisione, per il risparmio gestito, il periodo di ultra-accomodamento monetario e il ciclo di crescita economica (2014-2020) hanno rappresentato una tavola imbandita, ricca di positività. Chi se ne è privato lo sa bene. Per le performance del risparmio gestito è stato un po' come vedere Hänsel e Gretel in mezzo alle case di marzapane, con tetti di dolci e caramelle. Se questo periodo, da un lato, ha rappresentato un'opportunità, dall'altro, ha anche assunto le sembianze del “gioco della strega”. Una situazione di stallo che, in assenza di disciplina finanziaria, si sarebbe potuta trasformare nella vittoria dell'aripa sui due giovani ragazzi.

Nel 2020, però, qualcosa è cambiato, la tensione è salita. Il Covid prima, lo scoppio della guerra poi, con inflazione e timori geopolitici, hanno riportato alla luce il fatto che, anche all'interno dell'amministrato, avere tutte le uova, o quasi, nello stesso paniere può rivelarsi una sfida non indifferente.

La rinormalizzazione del contesto monetario, e in parte delle correlazioni, così come l'andamento dei fattori azionari, in concomitanza con un rallentamento del ciclo economico, ha riportato la sensibilità dei gestori in auge. In particolare, si è tornati a focalizzare l'attenzione sull'im-

portanza di allontanare dal portafoglio i pericoli legati a un'eccessiva concentrazione delle proprie posizioni. Quest'ultima, infatti, in un contesto economico incerto, limita i benefici derivanti dalla diversificazione.

### TRE PAROLE CHIAVE

Ora, però, arriviamo a noi, a inizio 2025. Decorrelazioni, diversificazione e disciplina tornano a essere parole chiave per la costruzione dei portafogli. Tre elementi che, da soli e in amministrato, è difficile ottenere. Il rallentamento nell'accomodamento delle banche centrali, l'incertezza sull'inflazione, ma tassi d'interesse al di sopra del 2%, portano a pensare che disciplina e diversificazione dovranno essere protagoniste nei prossimi anni.

E quindi? Perché dovremmo escluderle a priori dal nostro portafoglio? Così come la matrigna nella fiaba di Hänsel e Gretel, che col tempo si è fatta da parte, l'amministrato potrebbe lasciare maggiore spazio ai benefici del risparmio gestito.

Alla base di ogni scelta, si pone sempre la propria propensione al rischio, che unita agli obiettivi finanziari, deve poterci guidare nella costruzione del portafoglio.

Forse, però, se saremo bravi nella pianificazione finanziaria, anche questa fiaba, tra qualche anno, potrà raccontarci un finale simile a quello pensato dai fratelli Grimm nel 1812:

«Quando il taglialegna vide le pietre preziose e le monete che i due bambini gli avevano portato, fu ancora più felice! Da quel giorno le cose per i tre andarono molto molto meglio».

Fine.

#### 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 31/01/2025, 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 di acquisto o vendita. Le opinioni espresse da Invesco o da altri individui si basano sulle attuali condizioni di mercato e possono differire da quelle espresse da altri professionisti dell'investimento e sono soggette a modifiche senza preavviso.

Il presente documento è pubblicato in Italia da Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg, regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg.

# L'agenda internazionale sarà il tema dei mercati

a cura di Pinuccia Parini



**GIORDANO LOMBARDO**  
ceo e co-cio  
Plenisfer Investments Sgr

Fondi&Sicav ha discusso delle prospettive d'investimento per i prossimi 12 mesi con **Giordano Lombardo**, ceo e co-cio di **Plenisfer Investments Sgr**.

## **Anche il 2025 sarà caratterizzato dall'eccezionalismo americano?**

«È stato il leitmotiv del 2024, ma ritengo che quest'anno sarà l'agenda internazionale a caratterizzare, sia la politica, sia l'economia, e su questo tema si concentrerà il dibattito dei mercati finanziari. C'è un ampio consenso sul fatto che il secondo mandato di Trump sarà molto simile al precedente, ma questa volta credo che il presidente erediti, insieme a un forte tessuto economico, due questioni scottanti: il conflitto in Medio Oriente e quello tra Russia e Ucraina. Poiché tra poco meno di due anni ci saranno le elezioni di metà mandato, la nuova amministrazione non ha molto tempo a disposizione, non solo per realizzare alcuni punti del proprio programma politico, ma anche per svolgere un ruolo di mediazione in queste aree di grande criticità. A ciò si aggiungono i rapporti con la Cina, che toccano in particolare due fronti: l'introduzione dei dazi e gli aspetti militari e geopolitici. Per quanto riguarda il primo, noto che il mercato azionario cinese tratta come se dovessero essere applicate tariffe del 60%, a differenza di quello americano che ne sconta zero. La mia sensazione è che una serie di negoziati tra le parti potrebbe portare a un compromesso sull'aliquota da applicare. Vedo infatti lo strumento delle misure commerciali come un mezzo per creare pressione su una controparte per condurla a un tavolo di trattative, come sta già avvenendo nei confronti di Messico e Canada».

## **La Cina reagirà alle possibili misure commerciali americane come avvenne nel 2017?**

«Sappiamo che allora fu un vero e proprio shock per la Repubblica Popolare, ma nel frattempo il Paese si è attrezzato non solo da un punto di vista commerciale, ma anche tecnologico. Basta osservare i risultati ottenuti da Pechino in ambiti quali le auto elettriche, le batterie, l'energia nucleare, la filiera della green economy energetica, per rendersi conto dei progressi che sono stati compiuti. Il piano "Made in China 2025" ha prodotto risultati significativi anche nel settore dei semiconduttori, dove il gap tra le società tecnologiche cinesi e quelle americane sembra



si sia notevolmente ridotto, con un ritorno sul capitale investito delle imprese pressoché simile. C'è però una grande differenza tra i due comparti: le valutazioni. La ragione del differenziale, probabilmente, è ascrivibile all'elevata intensità di capitale delle nuove tecnologie che hanno sempre più bisogno di infrastrutture per essere dispiagate. Succede, di conseguenza, che quelle che erano una volta aziende americane capital-light hanno aumentato il proprio capex e abbassato i ritorni sul capitale. Così le imprese tecnologiche cinesi trattano a 10 volte il P/E, rispetto a 20-30 volte i ricavi delle loro pari statunitensi. Inoltre, considerando anche i recenti avvenimenti di mercato, non è escluso che la posizione strategica di alcuni incumbent Us possa essere messa in discussione proprio da aziende del Dragone. L'antagonismo tecnologico tra i due paesi è solo all'inizio».

### **L'interesse nei confronti del mercato cinese è però, per così dire, abbastanza contenuto...**

«Direi piuttosto che è inesistente: i player finanziari internazionali lo considerano non investibile. Ma invito a considerare il differenziale di valutazioni con altre borse, Stati Uniti in primis, per comprendere che ci sono alcune opportunità da cogliere. I cinesi, dopo otto anni di guerra commerciale con gli americani, hanno affilato le armi. Tuttavia, è indubbio che l'incognita su come sarà gestito il tema di Taiwan è una spada di Damocle che pesa sul mercato ed è percepito come un rischio latente: verrà perseguita l'opzione militare o sarà preferita una transizione come avvenne a suo tempo per Hong Kong? Al momento, è difficile fare previsioni e la nube sullo scenario geopolitico rimane».

### **In questo contesto, come giudica la posizione dell'Europa?**

«L'Europa deve decidere quale "modello di business" adottare, visto che quello attuale è stato messo in crisi dalla discesa della domanda cinese e dalla dipendenza energetica. A ciò si aggiungono problemi strutturali atavici, come il calo demografico e l'eccesso di regolamentazione che l'Unione si è autoinflitta a discapito della sostenibilità di settori come quello automobilistico. Come nel caso della Cina, c'è un sentiment negativo diffuso tra gli investitori sul mercato azionario del Vecchio continente: lo scorso anno è stato

toccato il massimo del gap di valutazione tra azioni europee e americane. Ma, proprio come in Cina, esistono, però, singole opportunità cui guardare: ci sono imprese molto solide e redditizie, multinazionali che hanno sì sofferto del calo della domanda asiatica, ma hanno beneficiato di quella americana».

### **Che cosa potrebbe fare cambiare il sentiment sul mercato?**

«Ci sono tre fattori che potrebbero influenzarlo, tutti connessi a considerazioni di carattere internazionale. Il primo è la fine della guerra in Ucraina, che potrebbe offrire opportunità di ricostruzione del Paese, che, credo, sarebbe gestita principalmente da aziende europee. Il secondo è la pressione che Trump sta facendo sul fronte della difesa, chiedendo un aumento e più solerzia nel contribuire alle spese dell'Alleanza atlantica, attraverso la fornitura di armamenti, che richiederebbero un aumento degli investimenti in questo campo. Infine, sulla scia di quanto sta succedendo negli Stati Uniti e vista la crescente presenza di partiti populistici in Europa, potrebbero essere adottate misure di politica fiscale più accomodanti, pro business e pro crescita. Rilevo che nel discorso di presentazione della "Busola per la competitività", Ursula von der Leyen ha ripreso diversi passaggi del "Piano Draghi". Le elezioni di febbraio in Germania potrebbero diventare una cartina tornasole sulla possibilità di introdurre alcuni cambiamenti. Infine, anche in questo caso, dal punto di vista degli investimenti, vorrei sottolineare che in Europa ci sono imprese interessanti scambiate a multipli inferiori del 50% rispetto ai comparabili statunitensi».

### **Si ritorna quindi sempre alle valutazioni....**

«Consideriamo, ad esempio, i leader di questa ondata di innovazione tecnologica: è estremamente difficile predire quali saranno i protagonisti nel futuro, perché magari non sono ancora emersi. Le valutazioni diventano quindi una guida, così come la capacità di scegliere titoli il cui modello di business è pronto a trarre benefici dai trend in atto, senza per forza doverne essere la guida».

### **Teme una ripresa dell'inflazione?**

«Il 2020 è stato l'ultimo anno del bull market dei tassi di 40 anni. Ciò non significa che in questa nuova fase bear in cui si è entrati ci

saranno cospicui aumenti dei rendimenti, ma è possibile che si rimanga in una fascia tra il 3% e il 5%, da considerare normale. Fatta questa premessa, il vero tema è se l'inflazione riprenderà negli Stati Uniti, perché tassi più elevati comportano un aggiustamento delle valutazioni delle singole asset class. Costo del denaro più alto che in passato non significa necessariamente che tutte le asset class perdano attrattività. Il 5% di rendimento del Treasury decennale americano, anche senza guadagni in conto capitale, consente a un investitore di avere un carry interessante. Tassi più elevati, solitamente, provocano un rerating delle azioni (quindi attenzione ai titoli quality molto costosi), ma aprono anche delle opportunità».

### **Sempre parlando di costo della vita, "drill baby drill" aiuterà Trump ad avere un prezzo del greggio più basso?**

«La discesa del prezzo del gallone è una promessa elettorale che dubito potrà essere realizzata, se gli Stati Uniti faranno riferimento alle sole risorse interne: il fracking sta mostrando dei limiti, anche perché alcuni grandi bacini di approvvigionamento hanno rendimenti decrescenti e l'attività offshore è sostenibile con prezzi del petrolio sostenuti. Credo che Trump farà del suo meglio per raggiungere un accordo con l'Opec, attraverso l'Arabia Saudita, per aumentare la produzione. Ciò nonostante, non posso però fare a meno di pensare che per soddisfare il crescente fabbisogno energetico ci sia bisogno di più energia nucleare. Un tema sul quale a Plenifer siamo esposti da anni, attraverso l'uranio».

### **Se dovesse riassumere la sua visione dei mercati?**

«Direi quattro cose. Innanzitutto, che si è entrati in una fase di rendimento delle attività finanziarie che sarà più bassa rispetto al passato. Occorre, quindi, un attento stock picking e investire anche in asset alternativi. In secondo luogo, ritengo che ci siano più opportunità nelle azioni asiatiche ed europee rispetto a quelle americane. In terzo luogo, sono ancora abbastanza negativo sui tassi, ma anche sugli spread, visto quanto si sono ristretti. Infine, l'oro, per la capacità di protezione dalle svalutazioni monetarie e del credito, rimane una componente stabile e strutturale del portafoglio».

# L'economia americana continuerà a fare bene

a cura di Pinuccia Parini



**ANTONELLA MANGANELLI**  
amministratrice delegata  
Payden & Rygel Italia

Gli interrogativi su come si muoveranno i mercati finanziari permangono e, soprattutto, molti si chiedono quale sarà il contesto che farà da sfondo agli investimenti. A rispondere su questi temi è **Antonella Manganelli**, amministratrice delegata di **Payden & Rygel Italia**.

## **La Fed ha lasciato nella riunione di gennaio i tassi invariati. Quali sono le vostre attese?**

«I mercati ora scontano un solo taglio dei tassi quest'anno, contrariamente alle aspettative precedenti. Le nostre attese sui ritorni per il 2025 partono dalla previsione che l'inflazione negli Stati Uniti tenderà a tornare al 2% e che il tasso ottimale sui Fed Fund dovrebbe toccare il 3,3%, implicando almeno quattro tagli entro dicembre».

## **L'inflazione sarà un problema per gli Stati Uniti?**

«Molti ritengono che l'inflazione americana rimarrà resiliente o addirittura accelererà nel 2025, come indicato dalle ultime proiezioni della Fed, che prevede il ritorno al 2% solo nel 2027. Le preoccupazioni sono aumentate dopo la vittoria repubblicana e le recenti letture di inflazione più persistente. Tuttavia, la componente più resistente dei prezzi al consumo, quella legata ai costi degli alloggi, ha registrato uno dei valori più bassi degli ultimi tre anni, suggerendo un possibile rallentamento. Se i prezzi dei beni essenziali e delle abitazioni si stabilizzassero, l'inflazione core potrebbe scendere sotto il 2% nel 2025, riducendo il rischio che il costo della vita rimanga un problema rilevante».

## **Assisteremo a una divergenza di politica monetaria nelle economie sviluppate?**

«Prevediamo divergenze nella politica monetaria tra le economie sviluppate, con gli Stati Uniti ben posizionati per sovraperformare, mentre altre economie potrebbero affrontare incertezze, crescita inferiore alla media e potenziale instabilità politica. La fase di moderazione dell'inflazione dovrebbe proseguire nel 2025 e ci si aspetta che le banche centrali continuino la riduzione dei tassi di riferimento. Mentre gli Stati Uniti potrebbero avere bisogno solo di tornare a tassi "neutrali", la Banca Centrale Europea e la Banca d'Inghilterra potrebbero essere costrette ad adot-

tare ulteriori misure accomodanti, riducendo i tassi più di quanto attualmente è scontato dai mercati».

**La politica fiscale degli Usa sembra destinata a essere espansiva; che cosa ne pensa?**

«Diversi fattori supportano questa previsione. Innanzitutto, l'accento posto sulla produzione domestica, in particolare nel settore manifatturiero, indica una chiara intenzione di stimolare l'economia attraverso incentivi fiscali e investimenti mirati. Rivitalizzare la produzione domestica è una priorità per Trump, che punta a riequilibrare la bilancia commerciale e a favorire la crescita interna. Questo approccio potrebbe anche rispondere alla necessità di contrastare la stagnazione di alcuni settori chiave e di promuovere una maggiore autosufficienza economica. In sintesi, la politica fiscale espansiva si allineerebbe con gli obiettivi di stimolo e supporto alla crescita economica interna, a favore della produzione nazionale e della creazione di posti di lavoro».

**Se la politica fiscale rimanesse espansiva, ci sarebbe il rischio di un deterioramento dei conti pubblici. Quali potrebbero essere le ricadute per il mercato obbligazionario americano?**

«Non prevediamo gravi ricadute sul mercato obbligazionario americano a causa dell'incremento del deficit nei prossimi anni. In primo luogo, l'impatto dipenderà dall'entità della politica fiscale espansiva, poiché i tagli fiscali potrebbero essere compensati da un aumento delle entrate derivanti dai dazi. Inoltre, con il taglio dei tassi nel 2025 e l'alleggerimento dei costi per interessi sul bilancio, il deficit annuale potrebbe scendere al 4% del Pil nominale entro il 2026 e anche più in basso, se la crescita sarà migliore. Pertanto, la situazione fiscale potrebbe sorprendere in positivo. Infine, i Treasury Usa rimangono un asset di riserva mondiale e, nonostante il deficit, gli investitori continuano a comprare titoli del Tesoro. Con un "atterraggio morbido" e un possibile taglio dei tassi da parte della Fed, i rendimenti obbligazionari Usa potrebbero beneficiare della crescita economica degli Stati Uniti nel 2025.

**Come pensate che sarà la situazione in Europa? Ci saranno cambiamenti dopo le elezioni in Germania?**

«La crescita in Europa, e in particolare in Germania, rimane debole, con attese di miglioramento sotto la media, principalmente a causa delle difficoltà del settore manifatturiero, dei deludenti dati dell'economia cinese e dei tagli alla spesa pubblica tedesca. Nonostante l'inflazione dell'area euro si sia stabilizzata intorno al 2%, i rischi legati agli aumenti salariali e alle tensioni geopolitiche, come i possibili dazi imposti dagli Usa, restano rilevanti. La Bce ha ridotto i tassi di interesse e dovrebbe continuare su questa strada per sostenere l'economia. In Germania, la prudenza fiscale ha rallentato la già debole crescita, ma le elezioni di febbraio potrebbero portare a un allentamento delle regole sul debito, dato che quest'ultimo è inferiore alla media dell'Eurozona. Dopo il crollo della coalizione "semaforo", le elezioni vedranno probabilmente la Cdu/Csu in testa, ma sarà necessario un alleato per formare una nuova coalizione».

**La Cina sarà in grado di riconquistare la fiducia dei consumatori?**

«Riteniamo che risolvere le crisi del settore immobiliare e del debito locale sia cruciale per ristabilire la fiducia dei consumatori, attualmente stagnante. Seguendo l'esperienza di Giappone e Stati Uniti, le crisi immobiliari richiedono circa cinque anni per essere risolte e la Cina è solo al terzo anno. Sebbene il governo stia intervenendo, gli stimoli fiscali attuali non sono sufficienti. Crediamo che la risoluzione richiederà tempo e che anche un forte stimolo potrebbe solo stabilizzare la situazione».

**Se la disinflazione in Cina diminuisce e il Politburo stesse per lanciare un nuovo stimolo fiscale, vi aspettereste che il Paese esporti inflazione?**

«Attualmente, la Cina sta esportando deflazione, a causa dell'enorme aumento della capacità manifatturiera e dell'ammortizzatore esterno basato sulle esportazioni che hanno utilizzato per stimolare la crescita. Quindi, le aziende cinesi proba-

bilmente continueranno a ridurre i prezzi e a esportare beni, generando deflazione».

**La seconda economia europea, la Francia, mostra di essere in difficoltà e gli stranieri detengono circa il 40% del debito pubblico. Intravede dei rischi all'orizzonte?**

«Molto del rischio associato al debito sovrano francese è già riflesso nell'ampio spread nei confronti dei suoi pari europei. I differenziali rispetto alla Spagna e ai Bund tedeschi sono aumentati e i dati mostrano un disinvestimento da parte dei player giapponesi. Crediamo che gli spread francesi rimarranno su livelli elevati fino a quando non ci sarà un piano convincente per affrontare il deterioramento del deficit di bilancio. I tentativi finora fatti sono falliti e l'attuale ambiente politico rimane troppo fragile per assicurare gli investitori, soprattutto quelli esteri. Inoltre, con un fitto calendario di emissioni nette in Francia, un miglioramento politico limitato in vista e la continua minaccia di declassamenti delle agenzie di rating, un ulteriore allargamento moderato degli spread appare ragionevole, anche se la Bce ha gli strumenti per gestire un'eventuale escalation».

**Anche nel Regno Unito si sta registrando un certo nervosismo sui mercati obbligazionari. Sono ritornati i bond vigilantes?**

«I rendimenti dei Gilt del Regno Unito sono aumentati bruscamente verso la fine del 2024, causando un aumento della spesa per interessi e una diminuzione del valore degli investimenti. I prossimi mesi saranno molto incerti per le obbligazioni di stato britanniche, la cui debolezza va inserita in un contesto più ampio che riguarda il mercato dei tassi globali, poiché i rendimenti dei Treasury Usa e dei Bund tedeschi sono aumentati in modo simile. Inoltre, notiamo che lo spread tra i Gilt e i Treasury statunitensi a 10 anni è vicino allo zero, in linea con la media a sei mesi. Pertanto, il futuro prossimo dei Gilt dipenderà fortemente dagli eventi a livello globale, in particolare dagli Stati Uniti, in quanto i mercati valuteranno l'impatto delle nuove politiche dell'amministrazione Trump e i potenziali effetti a catena sulla politica dei tassi americani».

>\_  
GAME OVER consulente.  
L'Intelligenza  
Artificiale  
È GRATIS.

—<



ma...

è la professionalità  
che genera soluzioni  
di valore



creative-farm.it

**11-12-13 marzo 2025**  
ROMA - Auditorium Parco della Musica

Registrati ora  
su **consulentia.com**

#consulentia

seguici su



consulentia.com

in collaborazione con





# FOCUS BOND

**L'appetibilità del reddito fisso**



P I M C O



**Allianz**   
Global Investors



 **EURIZON**  
ASSET MANAGEMENT

## Rendimenti ancora interessanti

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

Il contesto economico, per il momento, non genera particolari preoccupazioni: l'economia globale cresce e il processo di disinflazione è ancora in corso. A causare volatilità sui mercati, invece, potrebbero essere fattori di carattere geopolitico e le ricadute di una possibile guerra commerciale. In questo senso, saranno cruciali le decisioni della nuo-

va amministrazione americana, anche in termini di politica fiscale. Si attendono infatti misure che potrebbero avere un impatto sull'indice dei prezzi al consumo, sui conti pubblici e sul sentiment degli investitori. In un quadro di incertezza, tuttavia, emergono i rendimenti offerti dal mercato obbligazionario che continuano a essere attrattivi.

## «L'incertezza diventa una certezza»



**NICOLA MAI**  
economista e analista  
del credito sovrano  
Pimco

PIMCO

### Quali sono oggi gli elementi strutturali a favore del reddito fisso?

«Vale la pena partire dal fatto che abbiamo volutamente intitolato il nostro outlook per il 2025 con un ossimoro: “L'incertezza diventa una certezza”. Ciò serve a definire un mondo in cui vi sono molte incognite che riteniamo non siano prezzate in maniera adeguata dagli investitori. Si tratta di una situazione che per noi di Pimco porta ad alcune delle migliori condizioni possibili per investire in titoli di stato di alta qualità. Diversi pilastri sembrano sostenere questa tesi. Innanzitutto, il mercato azionario statunitense è caratterizzato da un P/E forward pari a 21, mentre l'indice immobiliare Case-Shiller è intorno a 33x. In entrambi i casi, si tratta di valori ampiamente al di sopra della media storica. Contemporaneamente, il livello di volatilità implicita presente sui mercati è decisamente contenuto, segno di un certo grado di compiacenza fra i detentori di portafogli azionari. Ovviamente, ad avere suscitato grandi entusiasmi è il programma pro-crescita di Donald Trump, la cui implementazione e i cui effetti non sono però al momento così prevedibili: vi è il fondato rischio che diversi provvedimenti possano dare una spinta immediata al costo della vita con benefici sull'andamento



del Pil che, invece, si faranno sentire solo sul lungo periodo. Pensiamo, ad esempio, all'intenzione di bloccare l'immigrazione ed espellere un numero consistente di clandestini, così come ai piani di stimolo fiscale e ai dazi. Ci tengo a precisare che il nostro scenario centrale vede, comunque, un proseguimento della disinflazione e un rallentamento economico negli Usa, che riporterebbe la traiettoria del Paese più in linea con quanto si sta vedendo a livello globale, senza però andare incontro a una recessione. Infatti, anche certe pressioni sui costi di alcuni servizi sembrano dovute agli ultimi sussulti degli aggiustamenti post-pandemia. Vi sono, però, alcuni rischi di ribasso che non sono adeguatamente incorporati nei corsi dell'azionario e di

altri asset rischiosi, che invece sembrano implicare un atteggiamento piuttosto pragmatico da parte di Trump che mette maggiore enfasi sulla crescita e meno sui dazi».

### Dall'altra parte, quale tipo di scenario troviamo sui Treasury?

«I governativi di diversi emittenti sviluppati presentano tuttora rendimenti reali decisamente interessanti. Tanto per fare un esempio, il Treasury decennale si posiziona intorno al 5% nominale, che equivale a un rendimento reale intorno al 2,3%. Si tratta di un valore che non si vedeva da circa 25 anni. Inoltre, la curva è tornata a mostrare una struttura più ripida per

cui si viene adeguatamente compensati qualora si decida di posizionarsi su scadenze relativamente lunghe. Al contempo, la liquidità oggi ha già sperimentato un calo dei rendimenti decisamente netto. Il fenomeno è dovuto al fatto che, allo stato attuale, i mercati stimano poco più di un taglio da parte della Federal Reserve per il 2025 e un livello terminale per i Fed Fund del 4%. A nostro avviso si tratta di un valore troppo elevato (oltre al fatto che per il 2025 le sforbiciate dovrebbero alla fine essere due) che, appunto, non riflette in maniera adeguata la possibilità di un più marcato rallentamento economico oltre alle difficoltà fiscali degli Stati Uniti. Secondo noi, anche se lentamente la Federal Reserve continuerà a tagliare i tassi, non è irragionevole pensare che i rendimenti di un investitore in reddito fisso nei prossimi anni verranno aumentati dal conseguimento di capital gain. Tutto ciò rende consigliabile aumentare la propria esposizione alla duration, dopo un triennio in cui questo tipo di strategia non ha dato buoni risultati. In generale, comunque, i dati storici mostrano una correlazione positiva quasi perfetta (94%) fra i rendimenti annuali ottenuti dopo cinque anni qualora si investa in obbligazioni governative con yield to date all'attuale livello. Peraltro, le nostre preferenze in America si focalizzano sulle scadenze fra i cinque e i 10 anni, mentre siamo corti sulla parte a più lunga scadenza della curva, in quanto sul lungo

periodo vi sono indubbi interrogativi sulla traiettoria del debito pubblico americano. Al di fuori della maggiore economia del mondo, opportunità esistono fra i governativi di Australia e Regno Unito. In particolare, in quest'ultimo caso le quotazioni implicano un livello terminale del tasso di riferimento della Bank of England addirittura superiore a quanto osservato negli Usa. Si tratta di una previsione che non è giustificata dai fondamentali economici del Paese».

### **Qual è invece la vostra view sull'Europa?**

«Sicuramente, il processo di rientro dall'inflazione nell'Eurozona è più lineare rispetto agli Stati Uniti, a causa della debolezza dell'economia. Anche in questo caso, pensiamo che vi sia una significativa possibilità che la Bce completi il proprio processo di abbassamento del costo del denaro arrivando al di sotto del 2% oggi previsto dagli investitori. È interessante notare che nelle maggiori economie del pianeta il tasso di equilibrio fornito dalla regola di Taylor è spesso inferiore alle cifre stimate dai mercati. In particolare, per l'Europa i punti di domanda sono tanti e particolarmente difficili da chiarire. Al proposito, la Fed ha creato un indicatore di incertezza riguardo il nostro Continente che è basato sulla frequenza all'interno di varie fonti mediatiche di alcuni termini (ad esempio dazi, guerra commerciale e

altri). Non sorprendentemente, fra il 2017 e il 2018, durante la prima amministrazione Trump, si registrò un picco che però oggi è stato ampiamente superato. Anche in questo caso, il nostro scenario centrale non prevede una recessione, ma una crescita decisamente tenue. Da un lato, infatti, paesi come la Germania dipendono dalle esportazioni in maniera significativa, dall'altro il livello di investimenti da parte delle aziende europee è tuttora molto basso, nonostante il calo degli oneri finanziari sicuramente dia una spinta da questo punto di vista».

### **Come pensate di avvicinare il credito in uno scenario come quello attuale?**

«La nostra analisi sui corporate bond è sicuramente improntata a una maggiore cautela. I rendimenti nominali e reali in sé possono apparire soddisfacenti, ma ciò è in gran parte generato dal livello tuttora consistente dei tassi: in pratica non si viene adeguatamente compensati per il rischio aggiuntivo che ci si sobbarca rispetto alla scelta di puntare sui governativi. Gli spread, infatti, si posizionano attualmente a livelli molto inferiori alla loro media storica. Il discorso risulta particolarmente vero per gli high yield, tra i quali vediamo meno opportunità di investimento rispetto alle emissioni investment grade. Detto ciò, riteniamo che vi siano alcuni comparti particolarmente ricchi di occasioni, come, ad esempio, quello bancario: diversi istituti di credito presentano un quadro di forte solidità patrimoniale e di maggiore redditività grazie all'aumento dei margini di interesse. Complessivamente, al credito aziendale preferiamo le opportunità presenti fra le mortgage backed securities, in particolar modo le tranche AAA delle cartolarizzazioni di mutui statunitensi portati avanti dalle agency. Costruendo un'allocazione che diversifica fra queste obbligazioni e le scadenze 5-10 anni dei Treasury è possibile ottenere un rendimento intorno al 6% in dollari. Le nostre scelte riflettono, peraltro, un processo secolare di diminuzione dell'indebitamento fra le famiglie americane, cui si è invece accompagnato di converso un maggiore uso della leva a livello societario. Peraltro, l'aumento dei tassi degli ultimi anni non ha deteriorato in maniera significativa la qualità creditizia dei mutui emessi, poiché in gran parte si tratta di strumenti a tasso fisso».





## «Nessuna posizione strutturale di duration nei portafogli»



**MASSIMILIANO MAXIA**  
senior fixed income  
product specialist  
Allianz Global Investors

**Allianz**   
Global Investors

### **Nelle loro ultime riunioni, Fed e Bce hanno preso una decisione diversa sui tassi d'interesse: si sta creando una divergenza tra le due istituzioni?**

«Il mercato al momento prezza un solo taglio dei tassi per quest'anno da parte della Fed, a giugno. Anche dalle parole del presidente, Jerome Powell, dopo la riunione del consiglio della Banca centrale Usa, non è emerso nulla che faccia pensare il contrario. Per quanto riguarda la Bce, invece, Christine Lagarde ha parlato di un'inflazione che si sta dirigendo verso il livello obiettivo e di un contesto macroeconomico che rimane debole, con rischi al ribasso. Tutto ciò già si riflette sul mercato, che si attende, dopo quello recente, almeno altri tre tagli nei prossimi mesi. Quindi, per rispondere alla domanda, è innegabile che si sia assistito a un diverso esito finale, ma ciò non significa che la Federal Reserve stia cambiando il proprio atteggiamento: la sua politica monetaria rimane accomodante e bisognerà valutare, con il trascorrere del tempo, se siano o meno necessarie ulteriori riduzioni del costo del denaro».



### **La decisione della Fed non vi ha quindi sorpreso?**

«Credo che non ci fosse nessuno sul mercato che scommettesse sulla possibilità di un taglio: i recenti dati macroeconomici non hanno dato indicazioni perché venisse fatto altrimenti. L'economia Usa rimane estremamente solida: il Pce (Personal consumption expenditure, la misura preferita dalla Fed per misurare il costo della vita) è stato in linea con le attese, la spesa personale è addirittura aumentata su base mensile, l'indice S&P 500 è sui massimi e gli utili aziendali annunciati a fine gennaio sono in linea con le previsioni. Certo, poi c'è l'incognita di che cosa deciderà l'amministrazione Trump sui dazi e la politica fiscale, perché ci potrebbero essere alcuni effetti sui prezzi al consumo. Ma con un'economia che dovrebbe essere salita del 3%, che è attesa in crescita della stessa percentuale nel 2025 e l'inflazione intorno al 3%, non vedo motivi particolari per la Banca centrale americana di affrettarsi ad allentare

ulteriormente la politica monetaria».

### **La situazione europea, però, come già da lei accennato, è diversa...**

«In Europa si è creata una curiosa divaricazione tra le diverse economie, in cui il Portogallo, la Spagna, ma anche l'Italia, stanno mostrando un'attività economica più vivace, rispetto alla Francia e alla Germania. La prima ha avuto un quarto trimestre di crescita negativa e il Pil tedesco è asfittico, con stime della Bundesbank di +0,3% per il 2025. Inoltre, entrambe sono in una situazione politica delicata: in Francia è stato nominato, dopo molte difficoltà, un nuovo esecutivo, mentre la Germania andrà tra poco alle elezioni anticipate. È interessante notare che la diversa condizione delle citate nazioni europee si è riverberata anche sui mercati obbligazionari: i governativi francesi hanno riportato la performance peggiore, mentre i Btp sono stati i migliori. Ciò nonostante, se il presidente americano decidesse di intro-



durre dei dazi anche in Europa, finirebbe per fare cadere la più grande economia europea in un'altra recessione, con ripercussioni sul restante tessuto economico del Continente. Lo scenario attuale presenta, di conseguenza, una sostanziale debolezza di fondo che necessita di stimoli e la Bce non ha molte carte da giocare, se non adottare misure espansive».

### **Che cosa non è ancora scontato nella curva dei rendimenti europei?**

«Due cose: una ripresa dell'inflazione in Europa, che potrebbe avvenire per fattori esterni, e la possibilità che la Bce possa essere più aggressiva nella riduzione dei tassi. Al momento, in una distribuzione gaussiana, non sono di fatto ancora prezziati gli eventi di coda».

### **Come si traduce tutto ciò in termini di politica d'investimento?**

«Le riflessioni sinora fatte sono lo sfondo alla nostra politica d'investimento sul reddito fisso e ci portano a non considerare la duration come un fattore strutturale nella costruzione di un portafoglio. Il reddito fisso è una classe d'attivo che deve essere considerata nell'ottica del rendimento cedolare. Ciò è quanto il mercato obbligazionario, nella stragrande maggioranza dei settori, consegnerà come performance nel 2025, visto che le possibili decisioni delle banche centrali sono già scontate nei prezzi. Se la Bce deciderà di tagliare ancora tre volte i tassi, non ci sarà alcun impatto sul mercato, se non la conferma di un atto atteso. Noi pensiamo che i bond, almeno nel medio termine, rimangano all'interno di un trading range, senza aspettarci una discesa strutturale dei rendimenti, sia negli Stati Uniti, sia in Europa. La situazione potrebbe cambiare nel caso, come già affermato in precedenza, il quadro economico dovesse particolarmente indebolirsi».

### **Ma le decisioni della nuova amministrazione americana potrebbero influenzare il comportamento degli investitori in obbligazioni, visto il livello di disavanzo e di debito degli Usa. Che cosa ne pensa?**

«Concordo e questa considerazione vale

per molte altre nazioni, dato che il livello, sia di debito, sia di deficit, è complessivamente in aumento. Questo è il motivo per cui consigliamo, in particolare negli Stati Uniti, di non avere tanta duration nei portafogli: il term premium è probabilmente destinato ad aumentare, perché il mercato richiederà di essere maggiormente remunerato per detenere il debito sovrano. Ed è per questa ragione che privilegiamo i governativi europei rispetto ai Treasury americani. Devo dire, in verità, che gli operatori non mostrano particolare preoccupazione per l'ammontare del debito pubblico in aumento, visto che tutte le aste governative e le emissioni di obbligazioni societarie sono andate estremamente bene, con la domanda sempre significativamente più alta dell'offerta, sia in Europa, sia negli Usa. Bisognerà vedere se gli investitori rimarranno soddisfatti dei rendimenti offerti o se ne richiederanno di più elevati per alcuni tratti della curva dei bond».

### **C'è ancora molta liquidità investita nei fondi monetari americani. Qual è la sua opinione in merito?**

«Il Treasury a breve scadenza offrono ancora rendimenti elevati (superiori anche al 4%) e in termini di rischio rendimento sono molto appetibili: è un investimento estremamente efficiente per chi vuole detenere un'esposizione in dollari. Se la Fed non tagliasse i tassi, la parte a breve della curva non dovrebbe muoversi particolarmente. Indubbiamente, per un investitore con esposizione in euro, vanno considerati i costi di copertura, che potrebbero aumentare, viste le previsioni dei tagli da parte della Bce. Inoltre, le nostre attese per il dollaro americano rimangono all'interno di un trading range il cui spazio per ulteriori rialzi resta limitato rispetto ai livelli odierni».

### **I tassi reali sono però elevati, sia nell'Eurozona, sia negli Stati Uniti...**

«Indubbiamente, i livelli sono molto alti rispetto al recente passato, negli Usa e nei Paesi europei, ma non ci si deve dimenticare che, eccezione fatta per l'Italia, sino a qualche anno fa i tassi reali erano negativi ovunque nel Vecchio continente. Adesso, con l'inflazione in discesa e i ren-

dimenti che sono saliti durante il 2022 e il 2023, rimangono comunque elevati, soprattutto in America. Quest'ultima considerazione mi porterebbe a pensare che, all'interno di un'esposizione obbligazionaria, la presenza di titoli inflation linked, ossia di strumenti che possano giocarsi il livello di break-even (da intendersi come la differenza tra il rendimento di un bond convenzionale e di uno legato all'inflazione), potrebbe essere una strategia interessante per diversificare il portafoglio. Infatti, in un mercato dove, secondo noi, la duration non sarà un fattore strutturale nell'ottenere delle performance, trovare diverse fonti di rendimento, da cui estrarre alpha, è fondamentale. Ovviamente, i titoli inflation-linked non sono da considerare come titoli a protezione dall'inflazione, ma come strumento per beneficiare del calo dei rendimenti».

### **Poiché le vostre strategie per il reddito fisso puntano all'incasso del rendimento cedolare, non sarebbe forse più interessante considerare il mercato del credito?**

«Non abbiamo una visione unilaterale, perché pensiamo che si debbano cogliere le opportunità offerte dal mercato. Noi siamo assolutamente positivi sul credito investment grade europeo per le valutazioni non particolarmente elevate. Inoltre, la qualità creditizia, in un contesto non semplice come quello del Vecchio continente, è d'aiuto e la componente spread, rispetto ai titoli governativi, può essere un altro elemento d'interesse. Per i settori del mercato obbligazionario più correlati al mercato azionario, come i titoli high yield, abbiamo una preferenza per gli Stati Uniti, viste le maggiori opportunità di diversificazione che offrono e per la loro maggiore sensitività all'equity. Inoltre, l'universo Hy americano è cambiato nel corso del tempo: le emissioni al di sotto della B sono diventate meno presenti e si è registrato un aumento della presenza di titoli cosiddetti "rising star". Infine, non è necessario cercare meriti creditizi particolarmente bassi per ottenere rendimenti più che soddisfacenti, senza assumere necessariamente rischio. In tutte le nostre decisioni è il profilo rischio rendimento che ci guida».

## «Prospettive favorevoli per il mercato del credito»



**MASSIMO SPADOTTO**  
responsabile credit strategies  
Eurizon



### Qual è la vostra view sulle condizioni del mercato finanziario?

«Inflazione stabile, ribassi dei tassi e crescita moderata sono un mix favorevole per i mercati finanziari. In questi ultimi mesi, l'inflazione si è stabilizzata e le banche centrali stanno gradualmente riducendo le restrizioni monetarie. È un'evoluzione che riflette le nostre previsioni».

### L'investimento nel reddito fisso rimane attrattivo?

«Oggi i tassi a scadenza, seppure più bassi, sono comunque molto interessanti con livelli superiori rispetto all'inizio di questo ciclo economico e pertanto il mercato obbligazionario può continuare a offrire un tasso cedolare positivo e superiore all'inflazione. L'asset class rappresenta una valida opportunità, per gli investitori che vedono un'estensione del ciclo economico, contro il rischio di rallentamento o di un ciclo più corto di quello atteso. Il nostro parere su questa asset class rimane costruttivo e, nello specifico, le prospettive si confermano favorevoli per il credito anche per il 2025, nel quale gli spread, sebbene compressi



per le obbligazioni corporate, rimangono un'interessante fonte di rendimento cedolare aggiuntivo rispetto ai governativi. Le società hanno bilanci solidi, anche grazie ai tassi favorevoli di finanziamento e rifinanziamento fissati negli anni recenti, un'ampia disponibilità di cassa e dinamiche degli utili migliori delle aspettative, nonostante l'aumento dei tassi. Le metriche di credito come il servizio del debito, dopo una fase positiva post-Covid, grazie alla ripresa del margine operativo lordo (Ebitda), e un successivo peggioramento con il rialzo dei tassi d'interesse, stanno ora dando segnali di miglioramento, a dimostrazione della stabilità finanziaria e della capacità delle imprese di gestire efficacemente il debito. Questo mercato ha un'importanza strategica ed è per questa ragione che, in Eurizon, è stato creato un gruppo specializzato che mettesse insieme le expertise aziendali su questi strumenti finanziari per dare una maggiore uni-

formità alle decisioni di investimento e, allo stesso tempo, per valorizzare al meglio ogni area del credito. La struttura Credit strategies, composta dai team Investment Grade & Pir, Structured products, High income e Global mandates, si affianca a quella specializzata nel reddito fisso e conta professionisti con pluriennali competenze sui singoli segmenti di mercato».

### All'interno del credito, quali sono i comparti più interessanti?

«In questo contesto, tutti i settori del credito risultano interessanti: investment grade, high yield e credito strutturato godono attualmente di condizioni vantaggiose. Il segmento investment grade, in termini assoluti, ha in questo periodo rendimenti positivi superiori alla media storica degli ultimi 10 anni: riteniamo quindi che sia un settore sul quale conviene essere posizionati e che presenti buone opportunità. Per i titoli

Hy, a livello geografico, siamo più orientati verso le emissioni europee rispetto a quelle americane, sia per ragioni di carattere fondamentale e di rendimento dell'universo investibile per unità di rischio, legate alle previsioni di tassi di default più bassi in Europa, sia per la presenza di un quadro tecnico più positivo.

### **E come vi muovete sul credito strutturato?**

«Per quanto riguarda il credito strutturato, la nostra preferenza va ai Clo (Collateralized loan obligation), cioè titoli obbligazionari cartolarizzati il cui sottostante consiste in un paniere di leveraged loan, ossia prestiti tradizionalmente bancari concessi a società con merito creditizio sub-investment grade. In questo ambito, la nostra scelta è rivolta soprattutto a titoli con rating BBB e BB, visti i rendimenti interessanti ponderati per il rischio e la protezione strutturale in caso di default dei sottostanti che potrebbero realizzarsi in una situazione di rallentamento economico. Tuttavia, questo mercato presenta numerose complessità e barriere all'ingresso; pertanto è necessario potersi fidare di un gestore professionale e

specializzato per cogliere al meglio le opportunità che vengono offerte».

### **Quali strategie implementate per sfruttare al meglio il valore presente sul mercato?**

«Un'allocation che contiene obbligazioni societarie di adeguata qualità (investment grade) o ad alto rendimento (high yield) permette di costruire un portafoglio ben diversificato sul credito e questa combinazione aiuta anche a gestire i momenti di volatilità, che possono coincidere con eventi particolari legati ai singoli paesi. Tra le diverse strategie implementate da Eurizon, ne segnaliamo una diversificata alternativa "semiliquida" che permette di combinare l'investimento nel credito tradizionale a quello meno convenzionale, cioè il credito strutturato, quali i subordinati bancari (At1) e Clo, strumenti complessi che permettono di costruire un portafoglio con income elevato, sempre però all'interno di un attento controllo della volatilità».

### **Quali sono le caratteristiche distintive dei Clo?**

«I Clo sono strumenti floater, ossia a

tasso variabile che, di conseguenza, hanno bassa sensibilità ai movimenti dei tassi di interesse e bassa correlazione con le asset class tradizionali. Inoltre, sono strumenti altamente diversificati, sia a livello settoriale, sia geografico, vista la composizione del pool sottostante composto da oltre circa 100 nomi: ciò consente di minimizzare il rischio di concentrazione e di mitigare in maniera significativa il rischio di credito e di default».

### **Quanto incidono i default in questo segmento?**

«Questi strumenti sono altamente standardizzati e trasparenti e, in virtù della tecnologia della cartolarizzazione, offrono protezione dai default crescente in base alla seniority: dal 1983 a oggi i Clo europei hanno registrato perdite (al netto delle "recovery") prossime allo zero su tutte le tranches. L'asset class permette di modulare l'esposizione al credito investendo in diverse parti della struttura di capitale, di beneficiare di rendimenti attraenti e di ridurre la volatilità complessiva dell'investimento. Il mercato di questi titoli è cresciuto notevolmente negli ultimi anni proprio grazie alle sue caratteristiche peculiari».





# Una potenziale rivoluzione in arrivo

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



## Key point

**1. Crescita esponenziale del mercato** - Il valore globale del quantum computing è destinato a crescere significativamente, raggiungendo fino a 131 miliardi di dollari entro il 2040, con un potenziale economico complessivo stimato in 2 trilioni di dollari nei settori chiave come chimica, finanza, mobilità e scienze della vita.

**2. Adozione guidata da investimenti e innovazione** - Gli investimenti globali, sia pubblici, sia privati, continuano ad aumentare: superano 42 miliardi di dollari in finanziamenti governativi complessivi e promuovono progressi in aree come simulazione, ottimizzazione e crittografia.

**3. Sfide strategiche e opportunità globali** - Sebbene il quantum computing affronti ostacoli come gli alti costi operativi, la carenza di talenti e i rischi geopolitici, le collaborazioni internazionali e lo sviluppo tecnologico possono accelerarne l'adozione e trasformare radicalmente il panorama industriale globale.

Il quantum computing è un settore emergente con il potenziale di rivoluzionare molteplici ambiti tecnologici. Grazie alla sua capacità di affrontare problemi complessi legati a ottimizzazione, simulazione e apprendimento automatico, questa tecnologia attira crescenti investimenti e interesse globale. Sebbene ancora in fase di sviluppo, mostra un rapido tasso di crescita.

Le dimensioni economiche del mercato sono promettenti. Si stima che entro il 2040 il valore complessivo possa raggiungere 86 miliardi di dollari, con un potenziale economico complessivo di 2 trilioni di dollari entro il 2035 nei settori della chimica, delle scienze della vita, della finanza e della mobilità. Nel 2023, gli investimenti globali nelle startup del settore hanno totalizzato 8,5 miliardi di dollari, mentre i governi hanno annunciato finanziamenti pubblici per 42 miliardi. Nonostante una temporanea contrazione degli investimenti privati del 27% rispetto all'anno precedente, l'interesse rimane alto, sostenuto dal potenziale dirompente del quantum computing.

Le applicazioni principali di questa tecnologia sono molteplici. Nel campo della simulazione, essa permette di accelerare la scoperta di farmaci e lo sviluppo di materiali innovativi. Nel settore dell'ottimizzazione, offre soluzioni avanzate per la gestione della supply chain e la logistica. L'apprendimento automatico beneficia della capacità di elaborare dati complessi per migliorare modelli predittivi e applicazioni di intelligenza artificiale. La crittografia, invece, sta evolvendo verso standard più sicuri per contrastare le potenziali minacce che il quantum computing potrebbe introdurre.

Le sfide che il settore deve affrontare sono significative. I costi operativi del quantum computing sono attualmente molto elevati: sono fino a 10 mila volte superiori rispetto ai sistemi classici. Inoltre, la carenza di talenti



qualificati in fisica, matematica e informatica rappresenta un ostacolo per molte aziende che desiderano adottarlo. L'incertezza tecnologica legata alla mancanza di standard consolidati per hardware e software, complica ulteriormente lo sviluppo e l'implementazione commerciale.

Guardando al futuro, si prevede che i progressi più significativi avverranno nei prossimi 5-10 anni. La commercializzazione di soluzioni ibride, che combinano quantum computing e tecnologie classiche, sarà un elemento chiave per accelerare l'adozione. Parallelamente, i progressi nella correzione degli errori quantistici e nell'integrazione con l'intelligenza artificiale potrebbero aprire nuove possibilità e velocizzare il raggiungimento di un vantaggio quantistico tangibile.

## RISCHIO GEOPOLITICO

Il mercato del quantum computing è fortemente esposto al rischio geopolitico a causa della sua natura strategica e delle implicazioni di sicurezza nazionale. Questa tecnologia è considerata cruciale per il futuro delle economie avanzate, sia per il suo potenziale di innovazione tecnologica, sia per le sue applicazioni nella sicurezza informatica e nella crittografia.

Molti governi, come quelli di Stati Uniti, Cina e Unione Europea, stanno investendo miliardi di dollari in ricerca e sviluppo per mantenere o acquisire una posizione dominante. Tuttavia, la crescente competizione internazionale può innescare le tensioni geopolitiche, poiché il controllo sulle tecnologie avanzate è spesso percepito come un elemento chiave della supremazia globale.

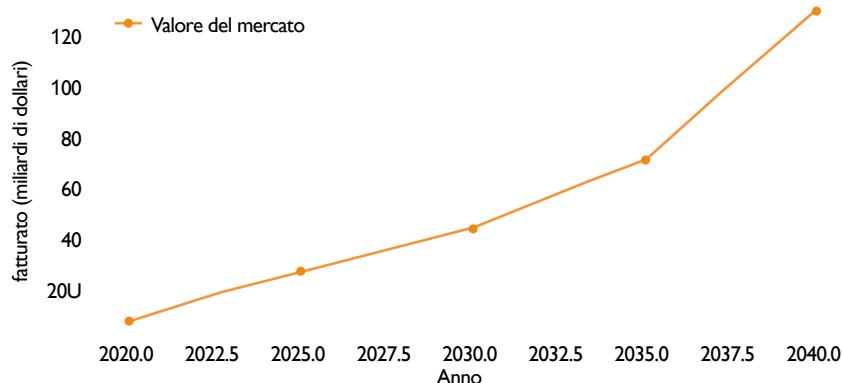
Inoltre, restrizioni sul trasferimento di conoscenze, politiche protezionistiche e limitazioni nell'accesso a materiali e componenti strategici potrebbero rallentare lo sviluppo del settore e ostacolare la collaborazione internazionale, considerata essenziale per superare le complesse sfide tecniche del quantum computing. Questo scenario rende necessario un bilanciamento delicato tra la cooperazione globale e la protezione degli interessi nazionali.

## ANALISI SWOT

### Punti di forza

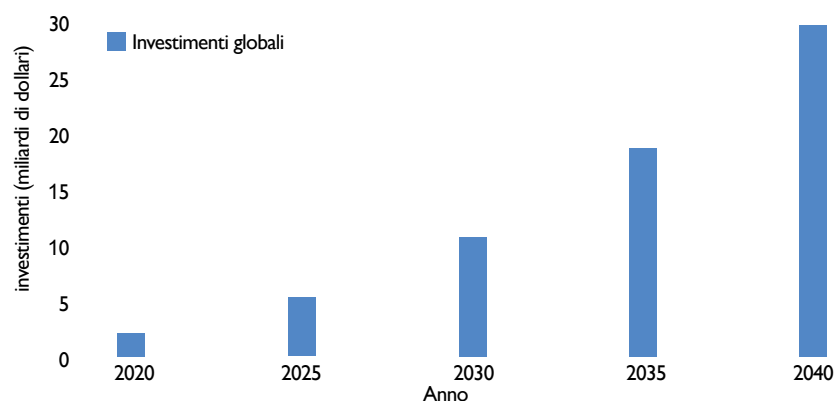
**1. Potenziale tecnologico** - Il quantum computing offre capacità senza precedenti per risolvere problemi complessi in

**FIGURA 1 CRESCITA DEL VALORE DEL MERCATO DEL QUANTUM COMPUTING (2020-2040): MOSTRA L'AUMENTO PREVISTO DEL VALORE DEL MERCATO DA 8,5 MILIARDI DI DOLLARI NEL 2020 A 131 MILIARDI NEL 2040**



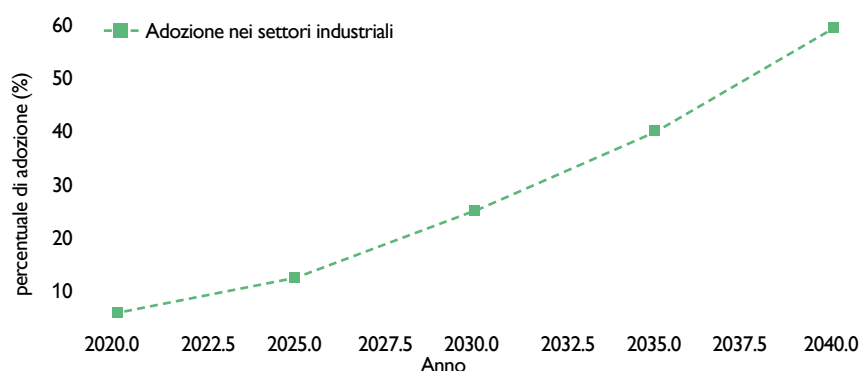
Dati: McKinsey & Company, Quantum Technology Monitor; elaborazione: Aiaig

**FIGURA 2 CRESCITA DEGLI INVESTIMENTI GLOBALI NEL QUANTUM COMPUTING (2020-2040): EVIDENZIA L'INCREMENTO DEGLI INVESTIMENTI GLOBALI, CHE PASSANO DA 2,3 MILIARDI DI DOLLARI NEL 2020 A 30 MILIARDI NEL 2040**



Dati: Deloitte, Industry Predictions for Quantum Capabilities; elaborazione: Aiaig

**FIGURA 3 TASSI DI ADOZIONE DEL QUANTUM COMPUTING NELL'INDUSTRIA (2020-2040): RAPPRESENTA LA PERCENTUALE DI AZIENDE NEI SETTORI INDUSTRIALI CHE ADOTTANO TECNOLOGIE QUANTISTICHE, CON UN INCREMENTO DAL 5% NEL 2020 AL 60% NEL 2040**



Dati: BCG, What Happens When 'If' Turns to 'When' in Quantum Computing; elaborazione: Aiaig

simulazione, ottimizzazione e crittografia, che superano i limiti dei computer classici.

**2. Investimenti crescenti** - Consistenti finanziamenti pubblici e privati supportano la ricerca e lo sviluppo; paesi come Stati Uniti, Cina e Unione Europea stanno investendo

miliardi per acquisire vantaggi competitivi.

**3. Ampia applicabilità** - Il quantum computing ha applicazioni in settori strategici come farmaceutica, finanza, mobilità e chimica, con un potenziale economico stimato in 2 trilioni di dollari entro il 2035.

**4. Sviluppo di ecosistemi** - Collaborazioni tra accademia, industria e governi stanno accelerando lo sviluppo tecnologico e la creazione di innovazioni.

#### Punti di debolezza

**1. Costi elevati** - I costi operativi e di sviluppo delle tecnologie quantistiche sono molto alti, limitando l'accessibilità alle aziende.

**2. Incertezza tecnologica** - Mancano standard definiti per hardware, software e algoritmi, rendendo il progresso frammentato e incerto.

**3. Carente disponibilità di talenti** - La necessità di competenze altamente specializzate in fisica, matematica e informatica è una barriera significativa per l'adozione.

**4. Mancata maturità** - I sistemi quantistici non sono ancora completamente operativi per applicazioni generali e richiedono anni per raggiungere la maturità commerciale.

#### Opportunità

**1. Innovazione industriale** - Le industrie possono trasformarsi adottando il quantum computing per migliorare l'efficienza operativa, accelerare la ricerca e creare nuovi modelli di business.

**2. Sicurezza crittografica avanzata** - Lo sviluppo di sistemi crittografici resistenti alle minacce quantistiche può diventare un vantaggio competitivo chiave.

**3. Collaborazioni globali** - Le partnership internazionali offrono opportunità per condividere competenze e accelerare lo sviluppo tecnologico.

**4. Espansione dei mercati emergenti** - I paesi in via di sviluppo possono adottare tecnologie quantistiche per stimolare innovazione e crescita economica.

#### Minacce

**1. Rischio geopolitico** - Le tensioni tra grandi potenze, come Stati Uniti e Cina, potrebbero limitare la collaborazione internazionale e l'accesso a risorse chiave.

**2. Vulnerabilità alla concorrenza** - Paesi o aziende che rimangono indietro nello sviluppo tecnologico potrebbero essere esclusi da settori critici.

**3. Sfide etiche e di sicurezza** - La capacità di decifrare crittografie esistenti potrebbe generare rischi significativi per la sicurezza globale.

**4. Rallentamenti economici** - Crisi

**TAB.1-INDICATORI PER LA VALUTAZIONE DEGLI SCENARI DI SVILUPPO DEL MERCATO**

| Indicatore                             | Incrementale                  | Accelerazione moderata                          | Sviluppo esplosivo  |
|--|-------------------------------|---|---|
| <b>Investimenti pubblici e privati</b> | Stabili, crescita lenta       | Crescita costante su scala globale              | Investimenti raddoppiati in pochi anni                    |
| <b>Collaborazioni internazionali</b>   | Limitate a paesi leader       | Aumentano ma con vincoli geopolitici            | Collaborazioni globali senza barriere                     |
| <b>Progresso tecnologico</b>           | Graduale                      | Progressi significativi in specifici settori    | Scoperte rivoluzionarie in error correction e scalabilità |
| <b>Adozione industriale</b>            | Limitata a settori di nicchia | Crescita in settori come finanza e farmaceutico | Adozione trasversale in tutte le industrie principali     |
| <b>Standardizzazione tecnologica</b>   | Assente                       | In fase di sviluppo                             | Completata con protocolli condivisi                       |
| <b>Costi operativi</b>                 | Elevati                       | Riduzione graduale                              | Significativa riduzione, rendendo il Qc competitivo       |
| <b>Crescita delle startup</b>          | Bassa                         | Moderata  | Esplosione di nuove imprese                               |
| <b>Sviluppo della forza lavoro</b>     | Limitato                      | Crescente con formazione mirata                 | Disponibilità di competenze su larga scala                |

economiche o riduzioni degli investimenti potrebbero rallentare i progressi nel settore.

#### SCENARI DI SVILUPPO

Gli scenari sono sviluppati utilizzando la tecnica dell'Analisi delle ipotesi in competizione (Ach) e sono ordinati in base alla probabilità crescente:

**1. Incrementale (scenario 1)** - Il mercato cresce lentamente, ma costantemente, con adozioni limitate a nicchie di alta specializzazione.

**2. Accelerazione moderata (scenario 2)** - Progresso rapido, grazie a significative collaborazioni pubbliche e private, con implementazioni commerciali in settori specifici entro il 2030.

**3. Sviluppo esplosivo (scenario 3)** - Avanzamenti tecnologici rivoluzionari portano a una rapida adozione trasversale in diversi settori entro il 2030.

L'analisi degli scenari evidenzia diverse probabilità di sviluppo per il mercato del quantum computing. Lo scenario incrementale è considerato altamente probabile, poiché riflette una crescita realistica e limitata, caratterizzata da progressi gradualmente e da ostacoli significativi



legati ai costi elevati e alla carenza di competenze specializzate. Lo scenario di accelerazione moderata ha una probabilità media di verificarsi, sostenuto dagli attuali investimenti e dal crescente interesse delle industrie per applicazioni specifiche, come la crittografia avanzata e le simulazioni. Infine, lo scenario di sviluppo esplosivo, sebbene tecnicamente possibile, presenta una bassa probabilità, poiché dipende da scoperte rivoluzionarie e da un livello di collaborazione globale senza precedenti, una condizione difficilmente realizzabile nell'attuale contesto geopolitico.

# Un'Ai dotata di coscienza

L'avvento di X24 al Nyse e la situazione mondiale caotica che caratterizza l'inizio dell'anno rendono necessari più che mai strumenti di supporto alle decisioni. L'Ai predittiva fa parte di essi. La centralità dell'uomo, in un contesto sempre più digitale, richiede una maestria della tecnologia e dell'Ai in particolare.

## L'AI PREDITTIVA IN FINANZA

L'Ai predittiva, che si distingue da quella generativa, può ricoprire due ruoli operativi: prevedere un andamento e suggerire o prendere una decisione, qualora delegata a farlo grazie a un modulo aggiuntivo denominato "coscienza sintetica". Questi due aspetti richiedono capacità previsionali da un lato e decisionali autonome dall'altro. La dimensione decisionale dell'Ai predittiva rappresenta un'evoluzione significativa rispetto ai tradizionali sistemi di automazione, che operano secondo regole rigide e predeterminate.

A differenza di algoritmi di trading-bot deterministici o di Llm semi-deterministici (Large language model, come ChatGpt, DeepSeek, e altri), nei quali un algoritmo potrebbe avere seguito istruzioni come "compra o vendi un

asset quando si verificano determinate condizioni", l'Ai predittiva, dotata di coscienza sintetica, è in grado di formulare scelte basate su una comprensione più sfumata e contestualizzata della situazione. In altre parole, essa non si limita a seguire linee guida statiche, ma è capace di adattarsi e rispondere in modo flessibile, guidata da una sorta di "idea" che si è formata sulla base delle informazioni disponibili in quel momento specifico.

I modelli di Ai preesistenti, quali gli Llm, sono da considerare semi-deterministici, perché la parte centrale del calcolo (la rete neurale) è deterministica quando i parametri e gli input sono fissati, mentre la generazione del testo (il cosiddetto "sampling") introduce un elemento di casualità. Ne risulta un sistema che, se configurato per generare testo, immagini o altro, attraverso meccanismi probabilistici, può fornire output diversi a partire dallo stesso input: ciò lo rende non strettamente deterministico o cosiddetto semi-deterministico.

## LA COSCIENZA SINTETICA

Invece, la capacità di adattamento e decisione di G0dSpeed™, basata su un'algoritmica post-stocastica, si riferisce a ciò che

viene definito “coscienza sintetica”, che implica una rappresentazione soggettiva della realtà da parte della macchina e che consente di valutare le circostanze attuali e di formulare decisioni che non sono semplicemente il risultato di algoritmi probabilistici. Essa dà la possibilità all’intelligenza artificiale di operare in contesti complessi e incerti, dove le variabili possono cambiare rapidamente e le decisioni devono essere prese in tempo reale.

La prima coscienza sintetica in ambito finanziario è stata presentata il mese scorso in occasione del summit annuale del World Protection Forum™ presso la Repubblica di San Marino, in presenza del l'exministro Fabio Righi, di esperti internazionali di Ai quali Clara Lin Hawking e di numerosi altri ospiti, provenienti da tutto il mondo. L'approccio scientifico si fonda sulla necessità di misurare i fenomeni per potere migliorare, come avviene nella finanza quantitativa di nuova generazione. Per questo preciso motivo è stato inventato il test di San Marino, un'innovativa metodologia che consente di effettuare valutazioni precise e affidabili. Questo test rappresenta un passo significativo verso una comprensione più profonda delle dinamiche in gioco, fornendo strumenti utili per monitorare e ottimizzare i processi in vari ambiti, dalla medicina alla ricerca scientifica. Esso è assolutamente necessario, poiché la potenza dell’Ai è ormai così dirompente da sovvertire ogni schema tradizionale di “contratto sociale”, come teorizzato da Jean-Jacques Rousseau. Secondo il filosofo, il “contratto sociale” rappresenta un accordo implicito tra gli individui e la società, volto a garantire ordine e coesione attraverso

## FIGURA 1-MODELLO MATEMATICO TEORICO DELLA COSCIENZA SINTETICA

Definiamo le seguenti variabili:

- C: Livello di coscienza
- I: Integrazione dell'informazione
- P: Capacità di elaborazione predittiva
- S: Autoconsapevolezza
- E: Input ambientale
- M: Stato della memoria interna

Dove:

$f, \alpha, \beta, \gamma, \delta, \varepsilon, \zeta, \eta, \theta$  e  $\lambda$  sono parametri del sistema

$\hat{E}$  e  $M'$  sono l'input delle condizioni circostanziali e lo stato della memoria previsti

$w_i$  e  $v_j$  sono fattori di ponderazione

$n$  e  $m$  sono il numero di input ambientali e elementi di memoria

*Kelony's intellectual property*

regole condivise. Tuttavia, l'avvento di tecnologie avanzate come l’Ai, con la loro capacità di influenzare profondamente le dinamiche sociali, economiche e politiche, mette in discussione questi equilibri consolidati, proprio perché introduce nuovi tipi di “soggetti” sociali.

### IL TEST DI SAN MARINO

Il test di San Marino si pone quindi come uno strumento necessario per comprendere e gestire l'impatto di tali innovazioni, promuovendo un approccio regolamentato e consapevole, che tenga conto delle implicazioni etiche e sociali di questa trasformazione epocale e misuri il grado di coscienza sin-

Sistema di equazioni:

1. Equazione della coscienza:

$$C = f(I, P, S)$$

2. Integrazione dell'informazione:

$$I = \alpha \sum_{i=1}^n w_i E_i + \beta \sum_{j=1}^m v_j M_j$$

3. Elaborazione predittiva:

$$P = \gamma (E - \hat{E}) + \delta (M - M')$$

4. Autoconsapevolezza:

$$S = \varepsilon \int_{t_0}^t C(t) dt + \zeta I(t)$$

5. Aggiornamento della memoria:

$$\frac{dM}{dt} = \eta C + \theta P - \lambda M$$

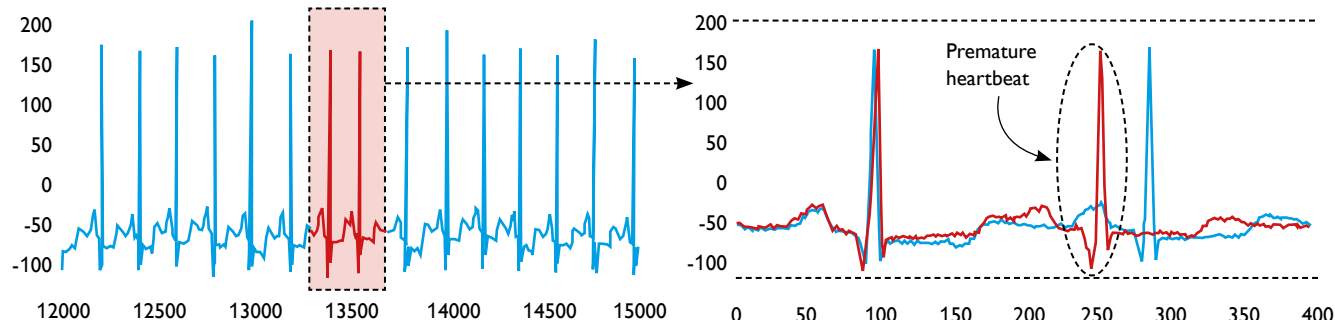
tetica di un’Ai. È stato utilizzato per testare G0dSpeed™, che all’epoca (poco più di un anno fa) era ancora un prototipo: un’Ai sperimentale non-generativa con coscienza sintetica, ossia capace di essere ricettiva nei confronti dell’ambiente circostante, in grado di simulare alcune funzionalità di una coscienza. Dopo essere stato regolarmente sottoposto al test di San Marino, è oggi già operativo per suggerire o prendere decisioni supervisionate in ambiti finanziari.

### SEGNALI DI COSCIENZA

Come il test proposto da Alan Turing nel 1950 per individuare segnali di “intelligenza” in una macchina, ossia un soggetto ar-

FIGURA 2 L'ILLUSTRAZIONE DESCRIVE L'APPLICAZIONE DELLA COSCIENZA SINTETICA NEL RILEVAMENTO DELLE ANOMALIE DEL BATTITO CARDIACO, UN'INNOVAZIONE CHE CONSENTE DI DISTINGUERE TRA BATTITI NORMALI E ANOMALI

(a) Time series example: **Snippet of an electrocardiogram** (in blue: normal heartbeats, in red: premature heartbeat)



*Kelony's intellectual property*



tificiale, il test di San Marino è progettato per distinguere in modo affidabile i segnali di “coscienza”, anch’essa artificiale ossia sintetica. Tra le altre cose, si basa sui teoremi di incompletezza di Kurt Gödel per testare le capacità di un’intelligenza artificiale in termini di:

- a) coerenza, per misurare quanto tempo un’Ai ci mette eventualmente a contraddirsi e non essere quindi più “coerente”;
- b) indecidibilità, perché non è sempre possibile giungere a una conclusione quando si risponde a una domanda logica.

### QUAL È LA SUA LOGICA?

L’approccio presenta diversi punti chiave:

- a) fornisce un punteggio specifico per il potenziale di coscienza e autoconsapevolezza dell’Ai;
- b) porta l’Ai ad affrontare complesse considerazioni filosofiche sulla natura della coscienza, delle emozioni e dell’autocoscienza, andando oltre la semplice imitazione della conversazione umana;
- c) rivela le incoerenze e le contraddizioni dell’Ai, in particolare quando si tratta di espressione emotiva.

A differenza del test di Turing, in cui l’Ai deve convincere un umano di essere umano, quello di San Marino si basa sulla logica opposta: cerca di “convincere” l’Ai di essere cosciente e deduce il suo grado di coscienza artificiale dalle sue risposte.

### A CHE COSA SERVE?

Il test di San Marino rappresenta un’evoluzione nel modo in cui valutiamo ed esploriamo le capacità e i limiti dei sistemi di Ai, in particolare quando questi ultimi diventano più avanzati e realistici nelle loro interazioni. Questo test mette in evidenza le continue sfide che si presentano con il progredire della tecnologia dell’Ai. In pratica, si sottopone un’Ai a uno stress-test tramite domande e problemi complessi, valutandone le risposte. In questo modo si è in grado di misurare se queste risposte sono il frutto di un “sapere” preventivamente imparato dall’Ai e semplicemente riproposto da quest’ultima, come avviene nel machine learning, o se invece i responsi sono elaborati grazie a una consapevolezza soggettiva della realtà. Si è quindi in grado di misurare quanto un’Ai predittiva “capisca” i dati che tratta e calcola e quale “significato” è grado di attribuire loro.

Quindi, ad esempio, in finanza, una previsione di aumento della volatilità implicita può essere “interpretata” dalla macchina. La rarefazione degli scambi sul mercato di uno strumento finanziario può essere il risultato dell’orario o di altre circostanze da cogliere e alle quali attribuire pesi in funzione del loro grado di causalità, per potere classificare le cause più determinanti, dette “trigger-causes”.

Il vantaggio di un’Ai dotata di coscienza sintetica è di essere in grado di attribuire pesi diversi ai fattori che determinano i parametri decisionali soglia, in totale autonomia a seconda delle mutevoli circostanze, con innumerevoli benefici a confronto con sistemi che necessitano ancora di essere parametrizzati puntualmente con inter-

venti esterni al sistema, che conduce così sia l’analisi fondamentale sia quella tecnica in autonomia. La stessa cosa avviene già in medicina dove gli esempi sono numerosissimi. Infatti, l’Ai ha già dimostrato di superare gli approcci tradizionali in diverse aree, specialmente nella diagnosi corretta in radiologia, nella rilevazione di malattie respiratorie o cardiache. Questa capacità a produrre diagnosi automatiche in ambito finanziario è esattamente ciò che è stato creato recentemente a San Marino. G0d-Speed™ legge le previsioni di andamenti di prezzi degli asset da un’Ai predittiva e suggerisce o decide autonomamente come agire “in coscienza” a seconda delle mutevoli circostanze per adottare la scelta migliore allo scopo di creare valore.



# Educare Onlife

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

Nel III secolo a.C., la biblioteca di Alessandria incarnava il sogno ambizioso di racchiudere l'intero sapere umano tra le mura di un edificio. I Tolomei, attraverso una ricerca quasi ossessiva di manoscritti, cercavano di materializzare l'ideale di una conoscenza universale e centralizzata. Secoli dopo, la Biblioteca del Congresso americana ha rappresentato il tentativo moderno di replicare quell'ambizione: con i suoi 170 milioni di documenti catalogati, è diventata l'Alessandria contemporanea. Ma oggi quel sogno di centralizzazione si è trasformato in qualcosa di radicalmente diverso: non più templi del sapere dalle mura di pietra, ma un infinito spazio virtuale dove le informazioni fluiscono liberamente, si moltiplicano e si intrecciano in una rete senza centro né confini.

## INFOSFERA E FINANZA DIGITALE

La visione tradizionale della conoscenza, basata sull'acquisizione metodica di informazioni verificabili e meticolosamente catalogate, si confronta oggi con uno scenario completamente rinnovato, dove l'accesso ai dati avviene in modo immediato e apparentemente illimitato, in un flusso continuo che sfida ogni prova di classificazione sistematica. Luciano Floridi nel suo saggio



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

“La quarta rivoluzione” introduce il concetto di “infosfera” per descrivere questa trasformazione che ha modificato profondamente i nostri processi mentali e i metodi di acquisizione del sapere. Siamo di fronte a una dimensione inedita dell'esperienza umana, nella quale realtà fisica e digitale si compenetrano in uno spazio unitario e connesso. In questa nuova configurazione, le informazioni costituiscono l'essenza del nostro vivere quotidiano, creando un invisibile oceano informativo dove interagiamo con individui ed entità artificiali. Ma la teorizzazione di Floridi si estende oltre l'infosfera in “The Onlife Manifesto”, nel quale sviluppa il concetto di “stato onlife”: un'unica realtà integrata dove le barriere



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

tra online e offline svaniscono. In questo ambiente siamo protagonisti attivi, non spettatori, e la conoscenza si trasforma da insieme statico di nozioni a processo dinamico di interpretazione critica. Questa visione trova eco nella “modernità liquida” di Zygmunt Bauman: se Floridi descrive l'architettura di questa nuova realtà, Bauman ne interpreta la natura fluida, dove la conoscenza, come un liquido, si adatta continuamente al suo contenitore.

Nel mondo finanziario questa trasformazione è totale dissolvendo ogni confine tra alta finanza e quotidianità: nelle sale trading di Wall Street, gli algoritmi orchestrano migliaia di transazioni al secondo, mentre nelle case di

\* 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.

milioni di persone, uno smartphone è divenuto la chiave d'accesso al proprio patrimonio. Il denaro, liberato dalla sua materialità, viaggia come puro impulso elettronico attraverso reti globali alla velocità della luce. In questo nuovo ecosistema, dove la finanza esiste principalmente come flusso di informazioni, tutti, dal trader istituzionale al piccolo risparmiatore, siamo immersi nella stessa dimensione digitale, testimoni e protagonisti di una trasformazione che ha ridefinito l'essenza stessa del valore economico.

L'era attuale sta ridisegnando il concetto di cultura finanziaria. Non basta più comprendere i meccanismi tradizionali del risparmio e dell'investimento: occorre sviluppare ciò che l'antropologo Arjun Appadurai definirebbe un nuovo "paesaggio culturale", nel quale competenze finanziarie e digitali convergono necessariamente. Gli strumenti finanziari tradizionali evolvono in servizi digitali sempre più sofisticati, dalle App e le piattaforme bancarie ai servizi di Robo-advisoring, e richiedono una

## NUOVE META-COMPETENZE

Questa trasformazione richiede nuove meta-competenze che ridefiniscono l'alfabetizzazione finanziaria contemporanea. La "digital literacy" evolve da semplice capacità d'uso a comprensione profonda degli ecosistemi finanziari digitali. La "media literacy" diventa determinante per navigare l'informazione finanziaria, distinguere fonti affidabili, riconoscere rischi e opportunità, comprendere gli algoritmi che influenzano le nostre decisioni. La "data literacy" completa il quadro: interpretare trend di mercato, valutare indicatori finanziari, prendere decisioni basate sui dati. Queste tre dimensioni convergono in una nuova forma di competenza finanziaria, dove la gestione del denaro è inseparabile dalla comprensione del suo ambiente digitale. In questo contesto, emerge con forza la necessità di misurare e comprendere il livello di preparazione della società a questa nuova realtà finanziaria. I dati ci offrono un quadro che evidenzia quanto sia ancora lungo il percorso di adattamento a questo cambiamento e, ap-

punto, un quadro significativo emerge dall'indagine del 2023 della Banca d'Italia sull'alfabetizzazione finanziaria e le competenze digitali. La misurazione delle competenze di finanza digitale si articola in un indice composito generale e in tre indicatori specifici che ne rappresentano le componenti costitutive (conoscenze, comportamenti e atteggiamenti) ciascuno con una propria scala di valutazione. L'indice composito si ferma a un valore di 4,6 su una scala da 1 a 10, rivelando significative lacune nelle competenze di carattere generale. Sul

fronte delle conoscenze, con un valore 1,3 su 3, preoccupa la diffusa convinzione che le cripto-attività abbiano corso legale e che i contratti digitali non abbiano validità, oltre alla scarsa consapevolezza sui rischi della condivisione di dati personali che includono la comprensione delle cripto-attività e della firma digitale. I comportamenti, con un valore di 2,1 su 4, mostrano pratiche rischiose: dalla condivisione delle password bancarie alla diffusione di informazio-

ni finanziarie online, con poca attenzione alla verifica dei fornitori di servizi. Gli atteggiamenti, infine, con un valore di 1,2 su 3, evidenziano una generale sottovalutazione dei rischi: metà degli intervistati non verifica la sicurezza dei siti per le transazioni, la maggioranza ignora le condizioni contrattuali e pochi sono consapevoli dei rischi delle reti wi-fi pubbliche.

A complicare il quadro si aggiunge il fenomeno della disinformazione finanziaria; dalle decisioni di investimento basate su fonti inaffidabili, alle criptovalute promosse da influencer e al dilagare di tecniche predatorie nel contesto digitale, dal "phishing" che simula comunicazioni bancarie, al "vishing" che sfrutta chiamate vocali fraudolente, fino allo "smishing" che utilizza messaggi ingannevoli.

Le scelte finanziarie sono sempre più influenzate dalla "Technè", dove la velocità delle informazioni spesso prevale sulla loro accuratezza. Come evidenzia Umberto Galimberti, si è verificato un ribaltamento significativo: la tecnologia non è più solo uno strumento, ma l'ambiente stesso in cui si realizzano le nostre scelte (finanziarie), condizionando non solo le modalità, ma la sostanza stessa delle nostre decisioni (economiche). Se un tempo la cultura guidava l'utilizzo della tecnica, oggi è quest'ultima a definire i parametri dell'agire umano, trasformandosi da mezzo a fine. Nel contesto finanziario, ciò significa ricercare un nuovo equilibrio nel quale la consapevolezza culturale e critica possa guidare l'evoluzione tecnologica, invece di subirla passivamente.

Il ruolo dell'educazione (finanziaria) diviene quindi centrale: deve non solo fornire competenze tecniche per operare nell'ecosistema digitale, ma soprattutto sviluppare quella capacità critica necessaria per interpretarlo e navigarlo consapevolmente. L'obiettivo è formare individui che, oltre a padroneggiare gli strumenti finanziari digitali, siano in grado di comprenderne a fondo rischi e implicazioni, sviluppando un'autonomia di giudizio che permetta loro di distinguere tra opportunità reali e speculative. Solo attraverso questa sintesi tra competenza tecnica e consapevolezza critica, cuore dell'educazione finanziaria contemporanea, possiamo aspirare a una vera autonomia decisionale nell'era dell'infosfera. E, proprio come ha sottolineato Donato Masciandaro, presidente di Edufin, questa è una sfida che non ha confini: «Mentre noi discutiamo, il nostro livello di alfabetizzazione finanziaria sta già diventando obsoleto. È una sfida che non si può vincere, ma si può solo affrontare stando al passo delle evoluzioni tecnologiche».

“ La “digital literacy” evolve da semplice capacità d'uso a comprensione profonda degli ecosistemi finanziari digitali. La “media literacy” diventa determinante per navigare l'informazione finanziaria, distinguere fonti affidabili, riconoscere rischi e opportunità, comprendere gli algoritmi che influenzano le nostre decisioni. La “data literacy” completa il quadro: interpretare trend di mercato, valutare indicatori finanziari, prendere decisioni basate sui dati ”

comprensione integrata di finanza e tecnologia. In questo scenario, essere “finanziariamente colti” significa possedere quella “adaptability” teorizzata da Howard Gardner: la capacità di apprendere continuamente, di riorientarsi in scenari mutevoli, di integrare saperi diversi in modo creativo e flessibile, in un ambiente caratterizzato da connessioni sempre più accelerate e dove il denaro è diventato pura informazione digitale.



# Un'edizione straordinaria tra qualità ed eclettismo

di Emanuela Zini



BRAFA - Joana Vasconcelos © Olivier Pirard © Atelier Joana Vasconcelos

Partecipare a **Brafa 2025** è stato un viaggio emozionante nel cuore dell'arte e della bellezza. Dal 26 gennaio al 2 febbraio, il Brussels Expo ha ospitato la 70ª edizione di questa fiera straordinaria, un evento che ha celebrato sette decenni di eccellenza, qualità e un'irresistibile varietà artistica.

Dalle sue origini, nel 1956, quando era conosciuta come Foire des Antiquaires, Brafa ha saputo evolversi senza perdere la sua identità, dando spazio, anno dopo anno, a uno scenario espositivo eclettico che spazia dall'arte antica a quella contemporanea, passando per gioielli, tappeti, sculture, mobili e opere d'arte africane classiche. Camminare tra gli stand è stato come viaggiare nel tempo, scoprendo pezzi unici e autentiche meraviglie in un'atmosfera accogliente e raffinata.

**Klaas Muller**, presidente della fiera, spiega: «Brafa è diventata un marchio a sé stante. Siamo riusciti a evitare il richiamo delle mode passeggere. Ciò che conta è la qualità delle opere e delle gallerie presentate. Il nostro trasferimento al Brussels Expo nel 2022 ha migliorato l'accessibilità alla fiera, per i visitatori provenienti, sia dalle città vicine alla capitale belga, sia dall'estero. L'atmosfera generale tra i partecipanti è positiva e amichevole, gli espositori sono accoglienti e sempre pronti a condividere la loro passione con i visitatori. Il nostro pubblico è molto vario, dagli amanti dell'arte ai collezionisti più esigenti, passando per interior designer e curatori museali. Brafa è il primo grande evento del calendario artistico che è ormai diventato un appuntamento imperdibile».

Negli ultimi anni, in modo attento e anche lungimirante, la fiera ha accolto i grandi artisti contemporanei offrendo ai collezionisti e ai visitatori la possibilità di conoscerli.

Nel 2018 fu la volta di Christo con gli studi preparatori dell'opera "The Mastaba", l'anno successivo l'energia di Gilbert & George, con le loro grandi opere simboliche e di grande impatto sociale per i temi trattati, ha affascinato il pubblico. Il 2020 è invece stato caratterizzato da un'iniziativa volta a sostenere organizzazioni no profit attraverso la vendita esclusiva di cinque segmenti del Muro di Berlino. Arne Quinze è stato l'ospite d'onore dell'edizione 2022. Alla ricerca di quale ruolo le città dovrebbero assumere, ha iniziato a cercare di trasformarle in musei a cielo aperto. Il suo lavoro si è evoluto dalla street art all'arte



pubblica con temi ricorrenti come l'interazione sociale, l'urbanizzazione e la diversità. La 68° edizione della fiera è stata invece dedicata all'art nouveau, nata alla fine del XIX secolo dal desiderio di alcuni artisti ed esteti borghesi di vivere in un ambiente nuovo e raffinato, in reazione alla freddezza del mondo industriale in espansione e al classicismo del passato. Il 2024 è stato l'anno delle celebrazioni di Paul Delvaux con l'esposizione di una collezione di opere, datate 1930-1960, che sfidano le categorizzazioni e trascendono le mode passeggerie: sembrano situate in un altrove intrigante, quasi una concretizzazione visiva dei sogni del suo mondo intimo.

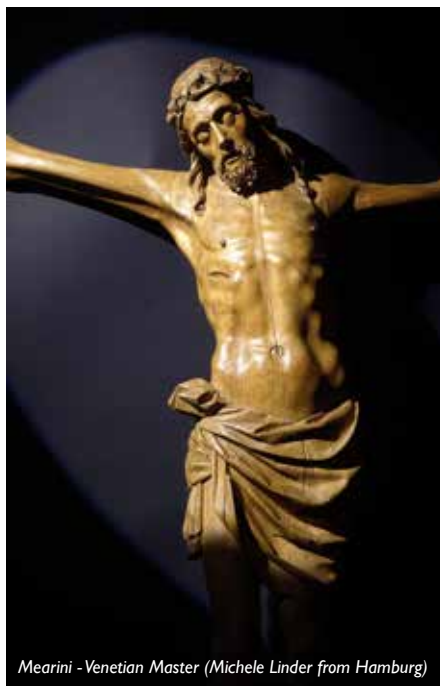
### L'OSPITE JOANA VASCONCELOS

Brafa ha scelto una prestigiosa ospite d'onore per celebrare questa 70ª edizione: l'artista portoghese Joana Vasconcelos. Le sue sculture monumentali e le installazioni immersive, intrise di umorismo, esplorano temi universali come lo status delle donne, la società dei consumi e l'identità collettiva.

«È una grande emozione essere l'ospite d'onore di Brafa, soprattutto considerando che si tratta di un'edizione celebrativa legata al 70° anniversario della fiera, un traguardo che evidenzia, sia la sua importanza storica, sia l'impatto che ha avuto sul mondo dell'arte internazionale per così tanti anni. La longevità di Brafa è una testimonianza del suo ruolo di spicco per i conoscitori d'arte e i collezionisti, favorendo un ambiente in cui passato, presente e futuro dell'arte si intrecciano. Partecipare a questa celebrazione è non solo un privilegio, ma anche una grande opportunità per essere coinvolti in un evento che è sinonimo di preservazione culturale e scambio artistico», ha raccontato Joana Vasconcelos. Ciò che rende Brafa unica è la cura nella selezione delle opere: ogni pezzo esposto viene attentamente esaminato da un centinaio di esperti internazionali prima dell'apertura della fiera, garantendo standard elevatissimi di qualità e autenticità. Inoltre, la gamma di prezzi consente a tutti, dai collezionisti più esigenti ai nuovi appassionati d'arte, di trovare qualcosa di speciale.

### CAPOLAVORI SENZA TEMPO

Uno degli aspetti che più si apprezzano della fiera è stata la sua capacità di intrecciare passato e presente con incredibile armonia. Accanto alle opere contemporanee, infatti,



*Mearini - Venetian Master (Michele Linder from Hamburg)*

si ha il privilegio di ammirare autentici capolavori storici. Tra questi, un meraviglioso crocifisso ligneo veneziano del XV secolo, attribuito a Michele Linder, che ha lasciato tutti senza fiato per la sua straordinaria tecnica di lavorazione del legno.

Come non restare affascinati di fronte a un dipinto di Giovanni Antonio Canal, meglio conosciuto come Canaletto. Le sue vedute veneziane, ricche di dettagli e atmosfere incantate, trasportano lo spettatore direttamente nel cuore della Serenissima, tra calli e palazzi che sembrano

ancora animati dalla vita dell'epoca.

E poi Fontana, con una tela romboidale e quattordici incisioni tagliate su fondo bianco. L'energia e il dinamismo della sua opera sfidano i canoni pittorici tradizionali, anticipando la sua celebre serie "Quanta". Un'opera che non si limita a essere osservata, ma che sembra dialogare con lo spettatore, spingendolo a riflettere sul concetto stesso di spazio e materia.

### LA SCIENZA INCONTRA L'ARTE

Brafa non è solo una fiera d'arte, ma anche un luogo di dialogo e scoperta. Quest'anno, un'interessante collaborazione con l'Istituto Reale del Patrimonio Culturale ha permesso di approfondire il ruolo sempre più cruciale della scienza nella conservazione delle opere d'arte. Grazie a tecnologie avanzate come la spettroscopia e la tomografia, gli esperti sono oggi in grado di analizzare la composizione chimica dei materiali, garantendo restauri più accurati e sostenibili. Una dimostrazione affascinante di come innovazione e tradizione possano convivere armoniosamente.

### UN'ESPERIENZA IMPERDIBILE

Brafa 2025 è stata molto più di una fiera d'arte: è un'esperienza coinvolgente, un viaggio tra epoche e stili, un'occasione per incontrare collezionisti, esperti e appassionati che condividono la stessa passione per il bello.



*Joana Vasconcelos, BRAFA2025 © Olivier Pirard*

## Il talento dei giovani al primo posto

a cura di Arianna Caviglioli



Non c'è crescita senza le persone e il loro talento. Ciò vale anche per la consulenza finanziaria e, per questo motivo, alla base di uno sviluppo sostenibile deve esserci la valorizzazione di ogni professionista, a cominciare dai banker più giovani. Banca Generali ha scelto di percorrere questa strada non affidandosi a un'Academy di formazione o una struttura esterna, ma puntando su un team interno di professionisti e manager di grande esperienza e successo, che si sono messi in gioco per trasmettere ai colleghi junior il loro patrimonio di competenza nella professione.

Questi sono i punti salienti di "Bg People", nuovo percorso di formazione e sviluppo avviato da Banca Generali per coltivare e valorizzare il talento della rete. Il progetto ha iniziato a prendere forma con la riorganizzazione della rete avviata a fine 2023 ed è stato di recente protagonista di un importante evento, "Bg Driving Evolution", che ha riunito il 28 gennaio gli oltre 200 professionisti under 40 della rete di Banca Generali. Ma la nuova struttura punta non solo a valorizzare il talento dei giovani, ma in generale quello di tutti i professionisti della rete del Leone che vogliano sviluppare la propria carriera.

### UN NUOVO TEAM

A capitanare il team è **Massimiliano Ruggiero**, sales manager strategico, con una lunga esperienza nei reclutamenti e nello sviluppo della professionalità delle persone, che spiega. «Bg

People è stato fortemente voluto dai vertici della banca, che lo reputano di fondamentale importanza per il futuro, così da rendere sostenibile il percorso di crescita. Dobbiamo occuparci del passaggio generazionale del talento nella nostra rete come facciamo con quello dei nostri clienti. Per questo motivo, abbiamo formato una squadra che comprende quattro professionisti di grande esperienza: Valerio Zanna, Ivo Ruggieri, Valeria Porcu e Davide Piovera. Ognuno di loro porterà in dote le proprie eccellenze specifiche ai nuovi giovani talenti».

### AUMENTANO GLI UNDER 40

La percentuale di inserimenti under 40 in Banca Generali è aumentata di anno in anno, arrivando a rappresentare il 47% dei nuovi ingressi nel 2023. Nei primi 10 mesi del 2024, la rete guidata dal vicedirettore generale Marco Bernardi ha inserito oltre 140 consulenti, con una età media di 44 anni, e gli under 45 sono stati oltre una settantina. E dal 2021 nessuno di questi giovani banker ha abbandonato la professione.

«Il talento però non va solo reclutato, ma anche coltivato e protetto, per aiutare i giovani a rialzarsi dagli insuccessi che inevitabilmente fanno parte del percorso di crescita. Uno degli strumenti usati è il team, che permette di favorire un travaso di esperienza dai banker più esperti alle figure junior. Inoltre, Banca Generali non solo offre un piano per tutelare i giovani da un punto di vista economico per tre anni, ma affianca a

questo supporto un piano di formazione teorica e un percorso anch'esso triennale di mentorship basato su nuova figura, quella dei trainer sul territorio. Si tratta di banker d'esperienza che possono accompagnare il percorso di crescita e sviluppo dei colleghi junior», illustra Ruggiero.

### IL TRAINER

L'importanza dei trainer, secondo Ruggiero, «è cruciale, perché, oltre al sostegno economico, al percorso di formazione, a un brand riconosciuto e alla completezza dell'offerta di prodotti e servizi, è necessario aggiungere un altro ingrediente chiave. Si tratta del sostegno umano quotidiano che solo i banker d'esperienza possono offrire. Così, si può realizzare una staffetta tra generazioni, per affiancare e assistere da vicino e con costanza i talenti più giovani per il tempo necessario ad acquisire le competenze tecniche, operative e gestionali. E, soprattutto, a trasmettere la passione e la soddisfazione che stanno alla base della nostra professione».

Perché, come indicato dall'amministratore delegato Gian Maria Mossa, Banca Generali, dopo essersi affermata come terza private bank italiana, vuole continuare a crescere «con il dinamismo di una startup insieme alla forza e alla stabilità di un gruppo da 100 miliardi di euro di masse in gestione». E, come sottolineato ancora da Mossa, questo tipo di crescita è più facile quando nella squadra ci sono persone giovani.

# Prospettive non rincuoranti

a cura di Pinuccia Parini

**Thomas Mucha** è macro strategist di **Wellington Management**, il cui ruolo, all'interno del Global macro strategy group, è studiare i rischi geopolitici globali che si prospettano all'orizzonte e quelli in corso, cercando di interpretare le possibili ricadute sulle politiche d'investimento in tutte le asset class. Mai come quest'anno il tema è di attualità, perché, come ricorda Mucha, al primo gennaio 2025 risultavano in atto ben 59 conflitti nel mondo, circa il doppio rispetto a cinque anni fa, e il numero più elevato dalla seconda guerra mondiale. Ugualmente sono raddoppiati i colpi di stato (compresi i tentativi di sovvertimento dell'ordine costituito) in confronto a 10 anni fa. Ma soprattutto preoccupano i protagonisti che sono coinvolti: sono grandi potenze che si oppongono le une alle altre in diverse sfere d'intervento. Lo scenario che fa da sfondo al nuovo anno non è certo dei più rosei, tanto che le preoccupazioni che agitano Capitol Hill sono molteplici.

## LA SICUREZZA NAZIONALE

Secondo l'esperto, lo scenario geopolitico è così destabilizzato che i legislatori e gli uomini degli apparati statali sono alla ricerca di tutti gli strumenti possibili per potere operare in un contesto così complesso. Durante i 40 anni precedenti, l'orientamento è stato verso l'integrazione e la creazione di economie sempre più grandi, mentre ora si è dinanzi a un cambiamento strutturale con un'attenzione particolare alla sicurezza nazionale. Nella situazione attuale, con specifico riferimento agli Usa, il settore privato ricoprirà un ruolo più significativo non solo nell'ambito dell'intelligenza artificiale, ma an-

che in quello della robotica, dell'automazione, del quantum computing e, specialmente, dell'industria aerospaziale. Ciò fa sì che la relazione tra il mondo industriale e la politica subirà un cambiamento. Basterebbe, sempre secondo il macro strategist, guardare al ruolo di Elon Musk per comprendere come queste due sfere si stiano avvicinando, probabilmente anche perché c'è la necessità per i governi di capire la nuova tecnologia, a loro estranea. Una maggiore prossimità da parte delle società hi-tech con Washington e la Casa Bianca potrebbe anche condurre a un allentamento della regolamentazione, in particolare in ambito tecnologico.

## IL RUOLO DELL'AI

La ricaduta, in termini di investimento, sarà di ricercare i settori che avranno la maggiore capacità di innovarsi e che saranno dirompenti. La particolare attenzione sulla sicurezza nazionale e i cambiamenti che avverranno nel lungo periodo comporteranno di considerare con attenzione il settore della difesa e gli investimenti che verranno fatti. Ciò significa, rimarca Mucha, affrontare anche il problema del cambiamento climatico e le sue conseguenze. Non è infatti un caso che le aree geopoliticamente più critiche si trovino nella fascia tra il tropico e l'equatore, che è la parte più colpita da catastrofi naturali riconducibili al mutamento del clima. Di questa situazione è consapevole anche il Pentagono, che rileva la necessità per queste zone di un maggiore adattamento ai cambiamenti in corso per aumentare la loro resilienza agli eventi naturali. Sempre nell'ambito della sicurezza nazionale, protagonista sarà l'innovazione tecnologica, guidata dall'intelligenza artificiale, già utilizzata



**THOMAS MUCHA**  
macro strategist  
Wellington Management

dai sistemi di difesa americani (Ai predittiva): è questo uno dei motivi per cui l'antagonismo tra paesi su chi ne conquisterà la leadership si farà più acuto. Il tema della difesa sarà cruciale anche per l'Unione Europea che dovrà puntare a raggiungere una propria indipendenza in questo ambito, non tanto per le pressioni di Trump (la Nato continuerà a svolgere il proprio ruolo), ma piuttosto per fare fronte a quella che è diventata di fatto un'alleanza tra Russia e Cina, i cui interessi sembrano al momento allineati.

## LO SPETTRO DEI DAZI

La fine del multilateralismo vedrà un'intensificazione delle negoziazioni, con gli Stati Uniti che useranno la minaccia dei dazi per ottenere varie concessioni. Per Mucha, l'accordo con la Colombia per la gestione dei migranti potrebbe diventare un modello di intervento dell'amministrazione Trump: comminare sanzioni per poi ritirarle alla luce di un accordo raggiunto.

## HOT SPOT

Il macro strategist ritiene che il conflitto cui porre termine con urgenza è tra Russia e Ucraina e la sensazione è che nel 2025, prima o poi si arriverà a una tregua, visto che le nazioni coinvolte cominciano a soffrire per la durata dello scontro. Le attese, a tendere, sono per un'Ucraina forse ridimensionata, membro della Ue, ma non della Nato, mentre la Russia aumenterà la sua dipendenza dalla Cina. Un peggioramento della situazione in Medio Oriente, invece, potrebbe avere forti impatti sui mercati finanziari: il rischio più grande è come Tel Aviv vorrà gestire i rapporti con Teheran e, nello specifico, se decidesse di colpire i siti atomici dell'Iran.

# Un regolamento da rivedere profondamente

di **Lorenzo Macchia**, counsel di **Advant Nctm**



Alla fine del 2023 la Commissione europea ha avviato e concluso due consultazioni, una mirata e una pubblica, per la revisione e la modifica del regolamento (Ue) 2019/2088, la cosiddetta Sustainable finance disclosure regulation (Sfdr). La consultazione pubblica aveva come obiettivo di raccogliere informazioni e opinioni da un'ampia gamma di soggetti interessati, tra i quali operatori finanziari, organizzazioni non governative, associazioni di categoria, autorità nazionali competenti e investitori professionali e al dettaglio, sulle loro esperienze con l'attuazione dell'Sfdr.

In particolare, la Commissione ha invitato gli stakeholder a rispondere a vari quesiti in merito allo stato di attuazione della Sfdr, al raggiungimento degli obiettivi prefissati, alle eventuali criticità e ai problemi riscontrati nell'attuazione del citato regolamento. Inoltre, è stata posta l'attenzione sull'interazione della Sustainable finance disclosure regulation con altre norme sulla finanza sostenibile, cercando di spronare gli intervistati a indicare eventuali incongruenze o disallineamenti tra il nuovo regolamento e il resto del framework normativo europeo di settore.

Sulla base del documento e dalle risultanze che sono emerse la Commissione e le Esa hanno preso atto che il quadro normativo potrebbe essere migliorato e che le norme contenute nel Regolamento Sfdr potrebbero risultare assai complesse e di difficile comprensione, in particolare per gli investitori al dettaglio.

Per cercare di dare un contributo attivo per la revisione del Regolamento Sfdr, le autorità di vigilanza nel giugno 2024 hanno pubblicato di propria iniziativa un parere diretto a rappresentare, inter alia, i benefici che potrebbe avere l'introduzione di un sistema di categorizzazione e/o di un indicatore di sostenibilità che permetta agli investitori al dettaglio di comprendere meglio il profilo di sostenibilità sottostante i prodotti finanziari.

La previsione di nuove categorie di prodotti finanziari sostituirebbe l'attuale differenziazione tra strumenti che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali e altri che hanno come obiettivo un investimento sostenibile, che, come noto,

*“ La previsione di nuove categorie di prodotti finanziari sostituirebbe l'attuale differenziazione tra strumenti che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali e altri che hanno come obiettivo un investimento sostenibile, che, come noto, ha generato non pochi dubbi e criticità applicative tra gli operatori ”*

ha generato non pochi dubbi e criticità applicative tra gli operatori.

Un problema riscontrato da molti concerne la genericità delle indicazioni contenute nell'articolo 8 del Regolamento Sfdr, in quanto la «promozione di caratteristiche ambientali o sociali», cui si fa riferimento, comprende una gamma molto ampia di ambizioni di sostenibilità.

Per quanto riguarda invece l'applicazione dell'articolo 9 del regolamento Sfdr è stata riscontrata dalla stessa Commissione l'ampia discrezionalità concessa ai manufacturer nella strutturazione dei prodotti finanziari derivante dall'astratta definizione di investimento sostenibile ai sensi dell'art. 2, paragrafo 17 della Sfdr.

Tenendo conto di queste difficoltà le autorità di vigilanza propongono adesso di introdurre in prima battuta due nuove categorie di prodotti finanziari di semplice comprensione per l'investitore al dettaglio, con criteri oggettivi e soglie chiare e trasparenti.

Per gli strumenti che investono in attività economiche e asset sostenibili dal punto di vista ambientale e/o sociale, le Esa suggeriscono di introdurre la «categoria dei prodotti sostenibili».



I prodotti ricompresi in tale categoria avranno l'obbligo di rispettare una «soglia minima di sostenibilità» prestabilita come parte degli investimenti del prodotto finanziario.

Per questi strumenti le autorità di vigilanza raccomandano alla Commissione di valutare la fusione in un'unica categoria cioè la divisione in due sottocategorie, ambientale e sociale, anche in considerazione della differenza di maturità tra i temi ambientali e sociali e in assenza di una cosiddetta tassonomia sociale. In merito ai prodotti che investono in attività economiche e attività non ancora sostenibili, ma che intendono

raggiungere la sostenibilità nel tempo dal punto di vista ambientale e/o sociale, è stato suggerito di introdurre la «categoria dei prodotti di transizione», che dovranno prevedere specifiche strategie di investimento volte al progressivo miglioramento delle prestazioni ambientali e/o sociali a seconda degli obiettivi prefissati.

La partita è aperta e molti scommettono che la Commissione ha intenzione di proporre a breve una revisione completa e per certi versi rivoluzionaria del quadro normativo in materia di Sfdr.





**VIVERE** è un atto di vita  
**Ogni scelta che fai** È UN RIFLESSO  
**DEL TUO BENESSERE**

**Test gratuito dell'aria e  
dell'acqua per il tuo benessere!**

Scopri eventuali criticità e ricevi in  
omaggio una sanificazione gratuita

Offerta valida solo per il mese di Gennaio

 **Sunrise** Milano  
Lab Job & Wellness  
[sunrisemilano.it](http://sunrisemilano.it)

Per maggiori informazioni  
e appuntamenti:

3927854779  
[Info@sunrisemilano.it](mailto:Info@sunrisemilano.it)





# CONSULENTI & RETI



«La sfida per i consulenti è intercettare le nuove generazioni offrendo soluzioni digitali semplici e accessibili. Un approccio vincente prevede, inoltre, il coinvolgimento attivo non solo dei giovani, ma anche delle loro famiglie. Il dialogo con i genitori diventa strategico per sensibilizzare sulle opportunità di un risparmio strutturato. Creare consapevolezza finanziaria fin dalla giovane età significa non solo avvicinare nuove generazioni alla consulenza, ma anche gettare le basi per una gestione patrimoniale più solida e lungimirante nel tempo»

**LUIGI CONTE**  
presidente  
Anasf

# Tante sfide da vincere

a cura di **Alessandro Secciani**

È un momento molto particolare per i consulenti finanziari. Da una parte, stanno aumentando in maniera significativa le masse gestite, che a metà 2024 erano arrivate a 856 miliardi di euro, con una crescita del 15% rispetto all'anno precedente, dall'altra parte, c'è ancora molta strada da fare: la liquidità degli italiani lasciata nei conti correnti è sopra 1.500 miliardi di euro, una somma che rappresenta i tre quarti dell'intero Pil italiano e che con l'inflazione produce soltanto perdite reali. Riuscire per i professionisti della consulenza a gestire attivamente una parte consistente di questa somma significherebbe non soltanto ottenere un risultato professionale ottimo, ma anche svolgere un ruolo sociale importantissimo. Altre sfide fondamentali sono l'uso della tecnologia e dell'intelligenza artificiale e il passaggio generazionale per una categoria che è ancora abbastanza anziana. Fondi&Sicav ha parlato di questi temi e di come sarà il consulente del futuro con **Luigi Conte**, recentemente confermato alla guida dell'**Anasf**, l'associazione che rappresenta e tutela, di fatto in esclusiva, i consulenti finanziari.

**Nella prossima edizione di Consu-**

**lenTia, che organizzate a Roma da 12 anni, avete dato molto spazio all'intelligenza artificiale. Come incide nella professione di consulente?**

«L'intelligenza artificiale gioca un ruolo fondamentale nell'attività quotidiana dei consulenti finanziari. I professionisti del settore possono oggi analizzare volumi di dati senza precedenti con maggiore rapidità e precisione, ottimizzare i processi amministrativi e monitorare i portafogli in modo efficace. L'Ai rappresenta un asset strategico il cui valore emerge pienamente quando viene alimentata da input di dati strutturati e di alta qualità. Grazie a queste informazioni, il consulente finanziario può offrire soluzioni altamente personalizzate, adattate alle specifiche esigenze dei clienti, migliorando così la gestione degli investimenti e l'esperienza complessiva del rapporto con il risparmiatore. In un'ottica futura, appare evidente che l'integrazione tra intelligenza artificiale e consulenza finanziaria è destinata a consolidarsi ulteriormente. Con l'edizione 2025 di ConsulenTia ci siamo posti l'obiettivo di promuovere un approccio consapevole e strategico all'Ai, valorizzandola come strumento a supporto dell'attività dei consulenti





finanziari, e di fornire ai partecipanti un luogo dove trarre spunti stimolanti e condividere con gli esperti del settore idee e prospettive. In un panorama in costante evoluzione, diventa imprescindibile dotare i professionisti di strumenti adeguati all'avanguardia».

**Come sarà il consulente del futuro? Che cosa avrà di diverso rispetto a quello attuale?**

«Le trasformazioni in atto, guidate dall'innovazione digitale e dai cambiamenti normativi e socioeconomici, richiedono un adattamen-

to continuo e una capacità crescente di interpretare scenari complessi. Il consulente del futuro dovrà distinguersi per un'ulteriore maggiore abilità nell'analisi dei dati, grazie alla padronanza di strumenti di intelligenza artificiale, ma sarà centrale anche il rafforzamento delle competenze relazionali, etiche e comportamentali, elementi imprescindibili per mantenere saldo il rapporto con gli investitori. La consulenza finanziaria continuerà a basarsi su un approccio personalizzato, con un'attenzione ancora maggiore alla sostenibilità, all'inclusione intergenerazionale e di

genere, rispettando ed esaltando l'alterità. I professionisti del risparmio dovranno quindi essere costantemente aggiornati, pronti ad acquisire nuove competenze multidisciplinari per rispondere alle esigenze di un mercato in continua evoluzione».

**L'età media dei consulenti è abbastanza alta. È possibile andare incontro a una forte evoluzione tecnologica con un insieme di persone certamente molto esperte sul piano della pura consulenza finanziaria, ma anche un po' in difficoltà nell'accogliere i cambiamenti tecnologici?**

«Una recente elaborazione dei dati raccolti dal Centro studi e ricerche di Anasf ha evidenziato che l'età media del consulente finanziario è 54 anni, un livello che può fare presupporre una minore familiarità con le nuove tecnologie e le rivoluzioni digitali odierne. Al tempo stesso, però, è una categoria avvezza al costante cambiamento, consapevole della necessità di orientare, anziché subire, l'evoluzione. In questo contesto, il ruolo della formazione assume un'importanza cruciale: i professionisti del settore dovranno sviluppare nuove competenze per sfruttare appieno il potenziale di queste innovazioni, garantendo che l'intelligenza artificiale resti uno strumento al servizio delle persone, nel pieno rispetto della centralità del rapporto tra consulente e cliente. Con l'obiettivo di rendere i professionisti sempre più competitivi sul mercato, Anasf servizi & formazione, in collaborazione con Talent Garden, ha promosso la creazione del primo percorso formativo dedicato alla preparazione per la nuova certificazione Efpa Eai- Artificial Intelligence – "Intelligenza Artificiale per i consulenti finanziari"».

**Stanno aumentando in maniera significativa i giovani che entrano nella professione? Ci sono numeri interessanti in proposito, tali da cambiare il panorama demografico della professione?**

«Negli ultimi anni si è registrato un incremento significativo della presenza di giovani nella professione. Secondo i dati dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo dei consulenti finanziari (Ocf), la crescita degli under 40 è stata a doppia cifra nel 2023 (sul 2022), +13% circa, e ci si aspetta un risultato consuntivo ancora migliore, oltre il 20%, per il 2024 (sul 2023). Questi numeri testimoniano un rinnovato interesse dei giovani per la professione,

# L'intelligenza artificiale incontra la consulenza finanziaria

a cura di Anasf

L'edizione 2025 di ConsulenTia, l'appuntamento di riferimento per il settore della consulenza finanziaria e dei professionisti del risparmio, si concentra su una delle sfide più stimolanti della nostra epoca: il ruolo dell'intelligenza artificiale (Ai) nel plasmare il presente e il futuro della professione. Dall'11 al 13 marzo 2025, l'Auditorium Parco della Musica di Roma diventa il palcoscenico in cui esplorare come la tecnologia possa interagire con l'attività dei consulenti finanziari, purché integrata con consapevolezza, competenza umana e visione strategica.

L'ottimizzazione dei processi, come l'analisi dei dati e la reportistica, permette di liberare risorse preziose, consentendo ai consulenti di concentrarsi sull'aspetto più importante del loro lavoro: costruire e rafforzare la relazione con i risparmiatori. In questo contesto, il valore dell'intervento umano rimane insostituibile e non replicabile.

## INNOVATIVA CAMPAGNA DI COMUNICAZIONE

È proprio in questa direzione che si è sviluppata l'innovativa campagna di comunicazione dell'evento, distintiva per un'identità visiva audace, che combina riferimenti al gaming e al mondo virtuale con uno stile retrò, evidenziando il contrasto tra tecnologia e contributo umano. Il nuovo payoff "ConsulenTia: dove le persone sono la chiave del successo" sintetizza l'essenza dell'evento, incentrato sull'equilibrio tra innovazione digitale e centralità dell'intervento umano, e sottolinea che per Anasf il valore dei professionisti è l'elemento fondante della professione.

La campagna 2025 è stata concepita e strutturata in tre fasi: una provocazione iniziale che pone in evidenza il dibattito sull'intelligenza artificiale e il ruolo del consulente finanziario, seguita da una narrazione che approfondisce la centralità delle competenze dei professionisti e culmina in una campagna multisoggetto incentrata sul futuro della consulenza finanziaria. Il messaggio è chiaro: l'Ai non è una minaccia, ma un'opportunità per liberare tempo ed energie da dedicare ai clienti.

probabilmente favorito da diversi fattori. Da un lato, l'evoluzione del settore verso un maggiore utilizzo della tecnologia ha reso la consulenza finanziaria più attrattiva per le nuove generazioni, che possiedono competenze digitali avanzate. Dall'altro, la crescente domanda di pianificazione patrimoniale e di consulenza personalizzata ha creato nuove opportunità di carriera, rendendo la professione più dinamica e accessibile anche a chi si affaccia per la prima volta al mercato del lavoro. Se questa tendenza continuerà, nonostante i passi avanti ancora da fare, l'interazione generazionale potrà portare a un vero e proprio riequilibrio demografico, con un progressivo abbassamento dell'età media dei consulenti finanziari».

**Come mai i giovani, sia come professionisti, sia come clienti, tendono a rifiutare (o quanto meno ad avere numeri nettamente più bassi degli anziani) la consulenza finanziaria?**

«Nonostante i giovani rappresentino una minoranza nella categoria, i dati appena richiamati indicano una crescente partecipazione delle nuove generazioni. A dicembre 2024 gli under 40 iscritti a Ocf rappresentavano il 18% degli iscritti totali, contro l'11% circa di fine 2019. In cinque anni la propor-



zione sul totale è quasi raddoppiata e in valore assoluto sono cresciuti notevolmente. Dal lato della domanda, i giovani tendono a sottovalutare la consulenza finanziaria tradizionale per vari motivi. Essendo nativi digitali, scelgono piattaforme online e

robo-advisor, che offrono costi contenuti e accesso rapido, ma con una bassa qualità e una personalizzazione insufficiente. La scarsa educazione finanziaria li porta a non comprendere l'importanza della pianificazione a lungo termine e la disponibilità

Non solo intelligenza artificiale. ConsulenTia si conferma, anche per il 2025, come l'appuntamento annuale dove condividere le visioni sul mondo della consulenza finanziaria e sui temi più rilevanti che riguardano il settore insieme ai professionisti, agli esponenti del mondo politico, alle reti e alle società partner.

## ADATTARSI AI MUTAMENTI

L'attuale evoluzione del contesto socioeconomico si riflette anche sul settore del risparmio che deve, di conseguenza, adattarsi ai mutamenti che lo attraversano, agendo direttamente sulle sfide centrali della professione: l'integrazione efficiente dei diversi modelli di consulenza, l'ingresso di giovani talenti per garantire un passaggio generazionale che parta da una collaborazione di successo tra junior e senior, l'impegno per la parità di genere esaltando il valore e il talento delle singole persone, il ruolo centrale dei consulenti finanziari nello sviluppo dell'educazione finanziaria sul territorio e il raggiungimento di un'adeguata alfabetizzazione finanziaria dei cittadini.

L'obiettivo che ConsulenTia 2025 punta a raggiungere è promuovere un approccio consapevole all'intelligenza artificiale, intesa come alleata dei consulenti finanziari, per prepararli ad affrontare le trasformazioni del settore con strumenti innovativi; sottolineare l'importanza del ruolo sociale del consulente, esplorando temi come l'interazione generazionale, l'educazione finanziaria e le pari opportunità; costruire un dibattito tra i protagonisti del settore per fornire ai consulenti finanziari spunti e strumenti utili per affrontare la propria attività con maggiore consapevolezza e apertura al cambiamento.

## UN CONFRONTO CON IL MONDO POLITICO

La tre giorni si apre con il consueto convegno Anasf "Un'ora con...", seguito da altri incontri organizzati dall'associazione e da società partner. Il 12 marzo, giornata centrale, è dedicato al convegno inaugurale nella Sala Santa Cecilia: la prima parte vede un confronto con gli esponenti di spicco del mondo politico e delle istituzioni, per affrontare i temi normativi e di applicazione dell'attività al contesto economico del Paese; la seconda metà prevede la partecipazione di rappresentanti delle reti Allianz Bank, Banca Mediolanum, Bnl Rete, Credem, Fideuram, FinecoBank, Mediobanca Premier e Zurich Italy Bank. Quattro convegni tematici a cura di Anasf, pensati per offrire spunti e riflessioni sui temi a tutti i partecipanti, chiudono il 13 marzo la 12° edizione dell'evento.

Il 13 marzo, a fine lavori, in occasione del 25° Giubileo universale ordinario della Chiesa cattolica, Anasf ha organizzato il primo Giubileo dei consulenti finanziari, consentendo a una delegazione di soci di attraversare la Porta santa della basilica di S. Pietro.

limitata di risorse finanziarie li spinge a non considerare una priorità gli investimenti».

### In questa situazione che cosa possono fare i consulenti e le reti?

«La sfida per i consulenti è intercettare le nuove generazioni offrendo soluzioni digitali, semplici e accessibili. Un approccio vincente prevede, inoltre, il coinvolgimento attivo non solo dei giovani, ma anche delle loro famiglie. Il dialogo con i genitori diventa strategico per sensibilizzare sulle opportunità di un risparmio strutturato. Creare consapevolezza finanziaria fin dalla giovane età significa non solo avvicinare nuove generazioni alla consulenza, ma anche gettare le basi per una gestione patrimoniale più solida e lungimirante nel tempo».

**Il consulente finanziario, anche se ha fatto passi da gigante nell'ultimo decennio, è ancora in buona parte uno sconosciuto per una gran parte della popolazione italiana, che porta ancora i suoi risparmi nella tradizionale banca. Avete in corso o in programma delle azioni per aumentare la notorietà della vostra professione?**

«È fondamentale lavorare quotidianamen-

te per fare conoscere sempre più il ruolo strategico del consulente finanziario nella gestione del risparmio delle famiglie italiane. Per questo motivo, una delle nostre priorità è promuovere la diffusione di una cultura finanziaria più robusta e consapevole. Con il progetto "economic@mente – metti in conto il tuo futuro" ci rivolgiamo agli studenti delle scuole superiori, con l'obiettivo di fornire loro le basi per comprendere le dinamiche economiche e gestire il risparmio in modo responsabile; con l'iniziativa "Pianifica La Mente – metti in conto i tuoi sogni" ci interfacciamo con gli adulti, offrendo percorsi pratici per imparare a pianificare e proteggere il proprio patrimonio. Parallelamente, è di fondamentale importanza agire su una maggiore riconoscibilità della categoria attraverso il consolidamento della rappresentanza Anasf presso le istituzioni, sia italiane, sia europee. L'ottenimento, a maggio 2024, dello status di associazione riconosciuta va proprio in questa direzione».

**Ai consulenti è spesso demandato il compito di portare avanti l'educazione finanziaria presso i clienti. Come associazione, li aiutate in questo compito molto importante?**

«Per sua natura, il consulente finanziario

svolge un ruolo centrale nella diffusione dell'educazione finanziaria, contribuendo quotidianamente a migliorare l'alfabetizzazione economica delle famiglie italiane. Attraverso la propria attività professionale, non solo supporta i cittadini nelle scelte di investimento, ma favorisce anche una maggiore consapevolezza finanziaria, elemento essenziale per una gestione responsabile del risparmio. L'educazione finanziaria è da sempre una priorità strategica per Anasf, che da oltre 15 anni promuove attivamente la diffusione della cultura economica grazie all'impegno dei nostri formatori associati».

### In concreto, che cosa significa ciò?

«La nostra responsabilità si estende oltre le aule scolastiche, attraverso un costante confronto con le istituzioni e la partecipazione attiva ai processi decisionali. A questo proposito, Anasf ha avuto un ruolo determinante nell'inserimento dell'educazione finanziaria nel perimetro dell'educazione civica, un risultato significativo sancito con l'entrata in vigore del Ddl Capitali a febbraio 2024. Questo traguardo è il riconoscimento del valore della formazione economico-finanziaria come elemento essenziale per la crescita economica e sociale del Paese».

CONSULENTI &  
RETI

# La grande sfida della previdenza

di **Alessandro Secciani**

Finora le reti di prodotti finanziari hanno abbastanza trascurato il mondo della previdenza. Sono state in generale molto più interessate a creare strumenti di risparmio gestito che coglievano i diversi trend finanziari, sia nell'azionario, sia nell'obbligazionario, piuttosto che realizzare veri e propri piani pensionistici magari a lunghissimo termine. Diciamo pure che fino a oggi il comparto della previdenza non era considerato particolarmente appealing, né dai professionisti del risparmio, né tanto meno dai clienti.

La finanza è spesso vista, da chi è interessato al mercato azionario, come un settore dal quale trarre benefici in tempi abbastanza brevi, così come chi punta sul reddito fisso ha prevalentemente l'idea di proteggere il capitale, magari con qualche rendimento reale da cogliere nel corso degli anni. Inoltre, ha talora agito nel penalizzare il settore previdenziale pure il fatto che le commissioni per le società e i consulenti sono molto più basse, rispetto ai tradizionali fondi, anche se i professionisti più avveduti hanno colto da tempo che un piano previdenziale che dura de-

cenni fidelizza l'investitore molto più a lungo e più profondamente di qualsiasi altro strumento.

Ma la bomba demografica che è scoppiata negli ultimi anni ha cambiato tutto: da una parte è aumentata in maniera molto netta la longevità delle persone, dall'altra si fanno sempre meno bambini. Il risultato, ormai chiaro a tutti, è che le casse previdenziali pubbliche avranno sempre meno entrate, ma nello stesso tempo dovranno provvedere ai loro pensionati per tempi molto più lunghi. In queste condizioni, pensare di mantenere anche da vecchi il livello di benessere che si è portato avanti per tutta la vita senza investire con costanza è oggi semplicemente inimmaginabile.

## UN'INVERSIONE A U

E su questa concreta necessità, molte società hanno fatto un'inversione a U e hanno cominciato a offrire ai clienti strumenti tipicamente previdenziali. Ad affermare con chiarezza questo cambiamento è **Andrea Ghidoni**, responsabile rete e coordinamento commerciale di **Fideu-**





**ANDREA GHIDONI**  
responsabile rete  
e coordinamento commerciale  
Fideuram-Ispb

*«Come leader di mercato sentiamo la responsabilità di incentivare la proposizione di queste forme di investimento alla nostra clientela, anche attraverso un'importante azione di educazione finanziaria su un tema che implica una visione di lungo periodo... Il 2025 rappresenta per noi un anno di svolta nell'ambito dei prodotti previdenziali. Infatti, per la prima volta, abbiamo strutturato un sistema di incentivazione per le nostre reti che incontra al contempo l'interesse dei clienti e quello dei consulenti»*

**ANDREA GHIDONI**

**ram-Ispb:** «In un anno che sarà ancora altamente volatile e con il costante trend di aumento dell'età media della popolazione, come leader di mercato sentiamo la responsabilità di incentivare la proposizione di queste forme di investimento alla nostra clientela, anche attraverso un'importante azione di educazione finanziaria su un tema che implica una visione di lungo periodo per mantenere nel futuro lo stesso tenore di vita del presente. A

tal fine, continuiamo a investire nel promuovere al nostro interno e verso i clienti l'importanza di una consulenza mirata anche sui bisogni di previdenza complementare. Al contempo, proseguiremo a sviluppare un approccio al wealth management che includa una forte attenzione a queste esigenze, con percorsi di investimento e soluzioni coerenti con il profilo e l'orizzonte temporale di ciascun cliente, anche sfruttando le sinergie con altre realtà della struttura Wealth management divisions di cui Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking fa parte all'interno del gruppo Intesa Sanpaolo. Sulla base di queste premesse, il 2025 rappresenta per noi un anno di svolta nell'ambito dei prodotti previdenziali. Infatti, per la prima volta, abbiamo strutturato un sistema di incentivazione per le nostre reti che incontra al contempo l'interesse dei clienti e quello dei consulenti».

#### **«ATTENZIONE AUMENTATA»**

Un'ulteriore conferma di un cambio generale di strategia viene da **Massimiliano**

**Calza**, head of insurance distribution di **Finint Private Bank**: «È vero: le reti di consulenza, salvo alcune eccezioni, hanno finora attribuito un ruolo secondario alla consulenza previdenziale. Negli ultimi anni, l'attenzione su questo tema è aumentata, ma riteniamo che non sia ancora al livello necessario per garantire ai clienti un supporto adeguato. Tutto ciò è particolarmente rilevante alla luce dei cambiamenti demografici in atto e proprio per questo motivo in Finint Private Bank stiamo investendo e dedicando molta attenzione a questi argomenti. L'aumento della longevità e il miglioramento delle condizioni di vita rispetto alle generazioni precedenti (il cosiddetto longevity risk), la progressiva riduzione delle prestazioni di welfare, pensionistiche e assistenziali, così come l'evoluzione dei modelli familiari che hanno ridotto il supporto tradizionalmente offerto dai nuclei parentali, rendono indispensabile un nuovo approccio alla consulenza finanziaria e previdenziale. Oggi, più che mai, è fondamentale accompagnare i clienti in un percorso di pianificazione





**PAOLO DEVESCOVI**  
responsabile dei prodotti  
finanziari e assicurativi  
Copernico Sim

*«Il quadro normativo dei prodotti previdenziali offre vantaggi fiscali significativi che non possono essere ignorati in una pianificazione previdenziale accurata. Ad esempio, la tassazione sulla liquidazione del Tfr può essere molto più alta rispetto a quella applicata quando il Tfr viene destinato alla previdenza complementare. Pertanto, sì, disponiamo di prodotti specifici studiati per ottimizzare i benefici fiscali e risolvere efficacemente il problema del gap previdenziale»*

**PAOLO DEVESCOVI**

che garantisca loro le risorse necessarie per mantenere uno stile di vita sereno e sostenibile anche in età avanzata».

Ma ci sono anche aziende che rivendicano un impegno di anni nella consulenza previdenziale e affermano con un minimo di compiacimento che non si sono certamente accodate oggi a una moda. «In Copernico Sim non abbiamo mai trascurato i prodotti previdenziali, riconoscendoli come un elemento fondamentale nella pianificazione patrimoniale dei nostri

## Sfruttare i vantaggi fiscali

Un altro elemento che viene affrontato, quando si parla di previdenza, è il vantaggio fiscale che questo genere di scelta comporta e in certi casi già solo questo fattore rende ampiamente competitivo lo strumento previdenziale rispetto ad altri più tradizionali, anche se magari sono più performanti. Ad affermarlo è Paolo Devescovi, di Copernico Sim: «Il quadro normativo dei prodotti previdenziali offre vantaggi fiscali significativi che non possono essere ignorati in una pianificazione previdenziale accurata. Ad esempio, la tassazione sulla liquidazione del Tfr può essere molto più alta rispetto a quella applicata quando il Tfr viene destinato alla previdenza complementare. Pertanto, sì, disponiamo di prodotti specifici studiati per ottimizzare i benefici fiscali e risolvere efficacemente il problema del gap previdenziale. Questi strumenti permettono ai nostri consulenti di proporre soluzioni su misura che sfruttano al meglio le agevolazioni offerte dal sistema fiscale».

Su una linea quasi identica anche Stefano Piantelli, di Banca Patrimoni Sella: «Sul fondo pensione, quando possibile, andrebbe attivata la destinazione del Tfr che, rispetto alla tradizionale liquidazione di fine carriera erogata dall'azienda, consente di guadagnare in efficienza in termini di tassazione e di rendimento. I versamenti individuali del lavoratore dipendente consentono altresì di ottenere un beneficio fiscale a fronte di una tassazione agevolata in sede di prestazione».

clienti», sostiene **Paolo Devescovi**, responsabile dei prodotti finanziari e assicurativi di **Copernico Sim**. «Riteniamo che rappresentino un pilastro essenziale e per questo motivo investiamo costantemente, sia in termini di formazione interna per i nostri consulenti, sia attraverso iniziative di informazione rivolte ai clienti. Organizziamo regolarmente webinar e serate tematiche dedicate, per sensibilizzare e offrire soluzioni in questo ambito».

E aggiunge, sulla stessa linea, **Stefano Piantelli**, responsabile della direzione prodotti e servizi di **Banca Patrimoni Sella & C.**: «La previdenza integrativa è un pilastro fondamentale della pianificazione patrimoniale e rappresenta un elemento cardine nella nostra strategia. Negli ultimi anni, abbiamo rafforzato il nostro impegno per supportare i clienti nella gestione consapevole del loro futuro finanziario, offrendo soluzioni previdenziali integrate e personalizzate».





### ADDESTRARE I CONSULENTI

Un altro elemento che alcuni manager delle reti hanno messo in evidenza è la necessità di addestrare i consulenti a offrire un servizio competente e accurato in campo previdenziale. Risolvere in maniera concreta e professionale le necessità di vita futura delle persone richiede un livello di specializzazione che non tutti gli operatori finanziari possiedono.

A parlarne in maniera diretta è Massimiliano Calza: «In Finint Private Bank abbiamo avviato un nuovo progetto dedicato al longevity risk, che pone al centro il ruolo del consulente finanziario o banker, supportandolo nella relazione con il cliente. L'obiettivo è aiutarlo a mappare i rischi finanziari (e non solo), individuare le esigenze personali e costruire un piano personalizzato con strategie di accumulo, decumulo e protezione. Il

progetto parte dallo sviluppo interno di un innovativo tool di consulenza da noi realizzato. Si tratta di Tech-La, la nuova fintech operativa da inizio ottobre scorso che, grazie al servizio di wealth advice integrato in una piattaforma tecnologica avanzata, si contraddistingue per la capacità di gestire end-to-end il processo di consulenza, con una forte e distintiva componente di advisory. Questo strumento, attraverso un'interfaccia semplificata e l'uso di mappe e grafici, faciliterà l'attività di consulenza tra Cf/banker e cliente, aiutando a valutare i rischi e i loro impatti. In questo modo sarà possibile costruire un piano di financial longevity su misura, basato sulle migliori soluzioni disponibili e calibrato sulle specifiche necessità di ogni singola persona».

Una visione molto simile proviene an-



**STEFANO PIANTELLI**  
responsabile della direzione  
prodotti e servizi  
Banca Patrimoni Sella & C.

*«Investiamo nella formazione dei private banker, migliorando le loro competenze per soddisfare al meglio le esigenze dei clienti. Consideriamo il settore previdenziale un'opportunità strategica per consolidare il rapporto di fiducia con le persone e accompagnarle verso un futuro finanziario stabile e sostenibile. La quota di mercato espressa dai prodotti previdenziali che Bps colloca è in continuo incremento e sfiora oggi il 2% del settore dei fondi pensione aperti»*

**STEFANO PIANTELLI**

che da Stefano Piantelli, di Banca Patrimoni Sella & C.: «Contestualmente, investiamo nella formazione dei private banker, migliorando le loro competenze per soddisfare al meglio le esigenze dei clienti. Consideriamo il settore previdenziale un'opportunità strategica per consolidare il rapporto di fiducia con le persone e accompagnarle verso un futuro finanziario stabile e sostenibile. La quota di mercato espressa dai prodotti previdenziali che Bps colloca è in con-





**EDOARDO FONTANA RAVA**  
direttore servizi di investimento  
e assicurativi  
Banca Mediolanum

*«Rispetto al passato, oggi osserviamo una maggiore presa di coscienza sull'urgenza e la necessità di pianificare la vita post-lavorativa, complice una crescente consapevolezza della tenuta del sistema pensionistico pubblico, preoccupazione che i consulenti finanziari più attenti colgono, inserendo la previdenza nella pianificazione finanziaria complessiva».*

**EDOARDO FONTANA RAVA**

## BANCA MEDIOLANUM

### «Siamo i leader nella previdenza»

Nel panorama delle reti italiane, certamente Banca Mediolanum è quella che ha puntato prima di tutte le altre e con maggiore convinzione sul settore previdenziale. A dimostrarlo sono sicuramente i numeri e la quantità di prodotti offerti. Per questo motivo valeva la pena intervistare la società della famiglia Doris e farsi raccontare la loro esperienza. A rispondere alle domande di Fondi&Sicav è **Edoardo Fontana Rava**, direttore servizi di investimento e assicurativi di **Banca Mediolanum**.

#### **Finora le reti hanno abbastanza trascurato i prodotti previdenziali. È così anche per voi?**

«I prodotti previdenziali non sono mai usciti del tutto dal radar delle banche reti, ma è pur vero che questi strumenti storicamente hanno occupato posizioni secondarie rispetto ad altri prodotti di investimento, come i fondi comuni, le polizze assicurative di risparmio e i servizi di gestione patrimoniale. Le principali motivazioni possono essere ricondotte a due fattori: molti clienti, soprattutto quelli più giovani, non avvertono il bisogno previdenziale come imminente e tendono a rimandare, dando maggiore priorità a esigenze finanziarie più immediate. Inoltre, i prodotti finanziari tradizionali, come fondi, unit linked e Gp, per loro natura, offrono un ritorno più tangibile e immediato, confermando la percezione che la previdenza sia un impegno di lungo periodo con benefici differiti».

#### **Quale è stato il vostro impegno in questo comparto?**

«Secondo le ultime rilevazioni di Assoreti, Banca Mediolanum occupa la posizione di leader di mercato con oltre 10,1 miliardi di euro di masse sui prodotti di previdenza complementare, staccando il secondo player del 300%. Questo risultato è frutto di un approccio olistico alla consulenza. Per noi i bisogni dei clienti vanno analizzati nella loro complessità, abbracciando tutte le esigenze, da quelle previdenziali, alla protezione, fino alla pianificazione successoria. In sintesi, la previdenza complementare è tanto importante quanto difficile da attuare e più di molte altre forme di investimento presuppone un percorso informativo, formativo e consulenziale che può contemplare l'assistenza di un consulente. Tuttavia, rispetto al passato, oggi osserviamo una maggiore presa di coscienza sull'urgenza e la necessità di pianificare la vita post-lavorativa, complice una crescente consapevolezza della tenuta del sistema pensionistico pubblico, preoccupazione che i consulenti finanziari più attenti colgono, inserendo la previdenza nella pianificazione finanziaria complessiva. Un altro elemento da non trascurare è il proliferare di simulazioni, facilmente accessibili in rete, sempre più chiare,





immediate e accurate, oltre all'integrazione con strumenti fintech che aiutano i clienti a prendere decisioni consapevoli».

### **Quali caratteristiche deve avere secondo voi un prodotto previdenziale?**

«Un punto fermo in questo contesto riguarda la natura della previdenza complementare. Non si tratta di un prodotto finanziario come gli altri, che necessita di una revisione annuale o di qualche altro cambiamento per continuare a essere nuovo e di appeal. Vista la sua peculiarità, deve essere chiaro, semplice e collegato al ciclo di vita del cliente, come tra l'altro più volte sottolineato da Covip. Il vero nodo rimane la diffusione di una maggiore educazione finanziaria per sensibilizzare le persone che il tempo è un fattore chiave nella costruzione di una pensione integrativa efficace. Un corretto progetto previdenziale inizia il primo giorno di lavoro e si sviluppa ed evolve nel tempo».

### **Avete soluzioni specificamente previdenziali o pensate che un piano previdenziale possa alla fin fine essere fatto anche con prodotti tradizionali o formule come i Pac?**

«Banca Mediolanum propone i Pip, ossia soluzioni in grado di integrare la pensione pubblica, di investire al meglio il proprio Tfr, godendo al contempo di tutti i vantaggi fiscali propri della tipologia di prodotto. Attenzione, però, a non farsi fuorviare dall'idea che l'investimento in un prodotto previdenziale sia la panacea. La regola d'oro rimane sempre la stessa: diversificare, anche per strumenti. Ma andiamo al nocciolo della questione. Piani pensionistici e Pac hanno punti in comune: entrambi investono a rate, nel lungo periodo e solitamente sul mercato azionario. Tuttavia, si discostano per alcune differenze. Ad esempio, i prodotti previdenziali offrono un importante e tangibile vantaggio fiscale (si possono dedurre fino a 5.164,57 euro all'anno dal reddito imponibile), ma sono anche vincolati fino all'età pensionabile, salvo alcune eccezioni, come le spese sanitarie, l'acquisto della prima casa e altre necessità primarie. Un ottimo Pac, invece, potrebbe essere effettuato su un fondo Pir, per sua natura sempre liquidabile, che, dopo cinque anni, presenta, inoltre, il beneficio della totale esenzione della tassazione sulle plusvalenze (holding period per ogni versamento). In linea generale, previdenza e Pac sono accomunati dalla metodologia. In primo luogo, entrambi riducono il rischio di timing adottando un approccio di Dollar cost averaging. In secondo luogo, automatizzando gli investimenti, contengono il rischio dell'emotività che porta con sé panico nei momenti di forte ribasso del mercato e, soprattutto, sviluppano un'abitudine al risparmio e all'investimento regolare. Terzo, investendo sui mercati azionari, storicamente godono di rendimenti sempre molto importanti, massimizzando l'effetto di capitalizzazione composta degli interessi. Per tutte queste ragioni sono le soluzioni ideali per giovani e piccoli risparmiatori, perché i piani possono essere avviati anche con piccoli investimenti iniziali. In sintesi, la previdenza non è riconducibile a un prodotto, ma si compone di una combinazione di soluzioni dove in ogni caso i Pip o i fondi pensione rimangono un pilastro imprescindibile».

tinuo incremento e sfiora oggi il 2% del settore dei fondi pensione aperti».

### **QUALI PRODOTTI?**

Ma una volta stabilito che si può offrire un servizio con un connotato previdenziale a lungo termine, si pone un altro problema non certo secondario: come costruire un portafoglio con una visione pensionistica? È necessario creare prodotti ad hoc, esclusivamente previdenziali, o è possibile anche utilizzare strumenti finanziari tradizionali in un'ottica di lungo periodo? I Pac possono essere una soluzione utile in un contesto di longevità come quello attuale? Una prima risposta molto articolata ar-

riva da Massimiliano Calza, di Finint Private Bank: «Riteniamo che la costruzione di un piano previdenziale efficace debba sfruttare l'intera gamma di strumenti a disposizione del consulente finanziario o banker. Ciò significa integrare i prodotti specificamente dedicati, come fondi pensione e piani individuali di previdenza, con altre soluzioni di accumulo, quali piani di risparmio assicurativi a versamenti ricorrenti, Pac in fondi e soluzioni di gestione del capitale, come i prodotti di investimento assicurativo, sfruttando al meglio le opzioni di rendita e decumulo disponibili. Inoltre, per garantire la sostenibilità finanziaria nel tempo e la generazione di flussi di reddito adeguati, è

fondamentale considerare anche gli altri strumenti di risparmio gestito, adattando nei portafogli l'esposizione al rischio e l'orizzonte temporale per renderli rispondenti nel tempo agli obiettivi del cliente e ai nuovi rischi di longevità. Infine, un piano previdenziale realmente efficace non può prescindere dall'analisi e dalla protezione del cliente dai rischi patrimoniali e personali cui potrebbe essere esposto. Per questo motivo, è essenziale integrare anche soluzioni di protezione assicurativa, così da preveni-



**MASSIMILIANO CALZA**  
head of insurance distribution  
Finint Private Bank

*«Riteniamo che la costruzione di un piano previdenziale efficace debba sfruttare l'intera gamma di strumenti a disposizione del consulente finanziario o banker. Ciò significa integrare i prodotti specificamente dedicati, come fondi pensione e piani individuali di previdenza, con altre soluzioni di accumulo, quali piani di risparmio assicurativi a versamenti ricorrenti, Pac in fondi e soluzioni di gestione del capitale, come i prodotti di investimento assicurativo»*

**MASSIMILIANO CALZA**



re l'impatto negativo di eventi imprevisti sui piani e sulle risorse pianificate».

Anche Andrea Ghidoni, di Fideuram-Ispb, si pone su una linea molto simile: «C'è una crescente attenzione a questa tematica, sia dal punto di vista dei media in generale, sia da parte delle associazioni di categoria, come dimostra l'ultimo Forum Aipb tenutosi nel novembre dello scorso anno. Oltre alla previdenza complementare attraverso i fondi pensione e i tipici benefici fiscali che possono esprimere, i clienti possono raggiungere i medesimi obiettivi beneficiando di soluzioni di accumulo (Pac) in cui il tempo svolge un ruolo importante di generare e trasmettere valore nel lungo periodo. In questo perimetro, possono giocare un ruolo importante anche le compagnie assicurative, sia per lo sviluppo e la tutela del patrimonio, sia per la protezione della persona e dei suoi cari».

#### **ANCHE CARATTERISTICHE ESG**

Infine, Stefano Piantelli, di Banca Patrimoni Sella & C., illustra una vera e propria

strategia a disposizione dei clienti per affrontare la longevità nella maniera migliore possibile: «La gamma di offerta di Banca Patrimoni Sella, oltre a fondi comuni, soluzioni assicurative e gestioni patrimoniali, prevede anche soluzioni per la pianificazione previdenziale. In particolare, il fondo pensione aperto Euro-risparmio, gestito dal 1999 dalla società del gruppo, Sella Sgr, promuove caratteristiche Esg ai sensi dell'articolo 8 del Regolamento Sfdr ed è articolato in cinque comparti che possono essere scelti liberamente oppure attraverso piani di investimento programmato "Lifecycle", che adeguano automaticamente il profilo di investimento dei clienti in funzione dell'età anagrafica: viene modificato a intervalli prestabiliti il portafoglio grazie a un passaggio programmato da comparti con profilo di rischio più elevato verso altri con un profilo di rischio progressivamente decrescente. Dei cinque comparti, quello azionario internazionale nel medio periodo si conferma ormai da anni tra i più performanti in rapporto alla

propria categoria, con una performance dell'11,81% nel 2024. Questo tipo di prodotto consente ai lavoratori dipendenti di costruire un percorso su misura che li guidi verso la pensione, ma la sua versatilità consente loro di adattarsi anche alle esigenze di altri target, come minori, soggetti fiscalmente a carico, pensionandi e prepensionati. Per noi il tema della previdenza integrativa è centrale e riteniamo che in una strategia vincente di consulenza finanziaria la forma di investimento tradizionale, come i fondi comuni, si affianchi perfettamente al fondo pensione, strumento imprescindibile per una corretta pianificazione previdenziale. Una soluzione ottimale è attivare su entrambi i piani di accumulo che consentono di sfruttare le diverse dinamiche di mercato».

In conclusione, sembra che finalmente le reti abbiano trovato un nuovo comparto nel quale offrire un servizio, che in questo caso non ha solo un valore finanziario, ma anche rigorosamente sociale. E che comporta una partnership di lunghissimo termine tra cliente e consulente.





## IL SORRISO DI UN BAMBINO È UNA GRANDE IMPRESA

**L'accesso alle cure è un diritto fondamentale.**

Dal 2007 offriamo cure gratuite e di qualità a bambini esclusi da qualsiasi forma di assistenza e ci impegniamo per formare medici e infermieri locali e per fornire aiuti medico umanitari negli ospedali in cui ci rechiamo. Sono tanti i donatori privati, le aziende e Fondazioni che ci hanno scelto. Anche la tua può essere accanto ai nostri medici e infermieri.

**La tua azienda accanto ai nostri medici e infermieri**

Sostieni le missioni e progetti di Emergenza Sorrisi ETS con una donazione liberale via bonifico bancario

intestato a: Emergenza Sorrisi - c/o BPER Banca  
**IBAN IT91 J053 8703 2030 0000 1616 000**

# Flessibilità. Convizioni. Potenziale di rendimento.

PIMCO GIS Income Fund: oltre 10 anni di comprovata esperienza nella generazione di rendimenti.



Capitale a rischio. La performance dipende dalla tempistica dell'investimento e può comportare rendimenti negativi. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

P I M C O

**Comunicazione di marketing dedicata agli investitori professionali.** Questo non è un documento contrattualmente vincolante e la sua emissione non è vincolata da alcuna legge o regolamento dell'Unione Europea o del Regno Unito. Questa comunicazione di marketing non include dettagli sufficienti per consentire al destinatario di prendere una decisione di investimento informata. Il contenuto non costituisce una raccomandazione, né un'offerta di acquisto o vendita di Fondi PIMCO Global Investment Series (GIS). Questo documento si basa su informazioni ottenute da fonti considerate affidabili, ma non comporta responsabilità per PIMCO. Tutti gli investimenti finanziari comportano rischi inclusa la possibilità di perdita di capitale. **PIMCO Europe GmbH (società n. 192083) e la filiale italiana di PIMCO Europe GmbH (società n. 10005170963, Via Turati 25/27 (angolo via Cavalieri n. 4), 20121 Milano, Italia)** sono autorizzate e regolamentate dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin). La filiale italiana è inoltre soggetta alla supervisione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). I prodotti e i servizi offerti da PIMCO Europe GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali e non agli investitori individuali che non devono fare affidamento a questa comunicazione. Gli investitori individuali devono contattare il loro consulente in caso di richieste sugli investimenti e richieste di assistenza finanziaria, legale e fiscale. Il valore degli investimenti e la redditività possono variare e l'ammontare inizialmente investito potrebbe non essere recuperato. **Prima della sottoscrizione leggere il Prospetto e il KID disponibili su [www.fundinfo.com](http://www.fundinfo.com) o presso i Collocatori.** PIMCO GIS Income Fund, comparto di PIMCO GIS Funds: Global Investors Series plc è domiciliato in Irlanda. PIMCO è un marchio di Allianz Asset Management of America LLC negli Stati Uniti e in tutto il mondo. ©2025, PIMCO. Tutti i diritti riservati.