

# FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 18 - numero 173 - aprile 2025



TRUMP E DIFESA,  
DUE SHOCK PER L'EUROPA



BANCA  
GENERALI  
PRIVATE



# BG STILE ESCLUSIVO



## Coltivare il futuro con lungimiranza, sostenerlo con cura.

BG Stile Esclusivo è la soluzione di investimento assicurativo che offre percorsi di investimento personalizzati, per dar forma al futuro che desideri. Frutto di una selezione nata dalla collaborazione con alcuni tra i migliori asset manager nazionali e internazionali, e con le radici in un Gruppo assicurativo che si colloca tra i leader di mercato per responsabilità sociale e solidità nel panorama nazionale. Una polizza pensata per incontrare diverse esigenze di investimento, protezione patrimoniale, tutela familiare e della salute, pianificazione del cambio generazionale, capace di evolvere insieme alle tue priorità. Cogli l'opportunità di scegliere il tuo stile di investimento per accedere ai mercati finanziari in modo graduale, beneficiare di un risparmio fiscale e assicurare una maggiore serenità a te e ai tuoi cari. Un'opportunità che cresce con te e traccia con visione il percorso verso il futuro.

SCOPRI TUTTI  
I DETTAGLI



BG | STILE  
ESCLUSIVO



 **BG VITA**

**Messaggio pubblicitario con finalità promozionale.** BG Stile Esclusivo è un prodotto BG Vita, marchio commerciale di Alleanza Assicurazioni S.p.A., società assicurativa del Gruppo Generali, dedicato in esclusiva ai Clienti di Banca Generali S.p.A. **Prima della sottoscrizione leggere il set informativo** (in particolare, KID e DIP aggiuntivo IBIP) disponibile sul sito internet [www.bgvita.it](http://www.bgvita.it) e presso gli Uffici e le Filiali del collocatore Banca Generali S.p.A. L'investimento in BG Stile Esclusivo presenta principalmente **rischi finanziari** riconducibili alle possibili oscillazioni del valore delle quote degli OICR/Fondi Interni cui le prestazioni sono collegate. Le oscillazioni dipendono, ad esempio, dall'andamento dei mercati e dalla natura degli strumenti finanziari sottostanti. È possibile che il Contraente/Beneficiario, in caso di riscatto/evento assicurato, riceva un capitale inferiore a quello originariamente investito; tale possibilità è più elevata quanto maggiore è il livello di rischio degli OICR/Fondi Interni prescelti. Qualora sia scelta la Gestione Separata Ri.Alto\$, la porzione di prestazione collegata a tale gestione viene denominata in Dollaro U.S.A., pertanto il Contraente assume un **rischio di cambio** che potrebbe determinare valori delle prestazioni inferiori rispetto a quanto investito. La Compagnia non offre alcuna garanzia di capitale o di rendimento minimo in caso di riscatto.

## «MONTAGNE RUSSE: BARRA A DRITTA» di Giuseppe Riccardi



Ci risiamo. Mercati sulle montagne russe e i titoli dei telegiornali e dei giornali sono sempre i soliti: «Bruciati oggi centinaia di miliardi dalle borse mondiali». Questa volta siamo arrivati a 900. Confessiamolo, lo stavamo aspettando questo momento. Anche perché ormai dovrebbe essere chiaro: i mercati salgono...e scendono. Nel passato questo momento era odiato non solo dagli investitori, ma anche dai consulenti finanziari, bersagliati dalle telefonate dei clienti che, spaventati da ciò che sentivano, volevano vendere per proteggersi. Da che cosa non si sa, visto che ormai la discesa era già avvenuta.

La paura finanziaria rimane, ma questa volta qualche novità si è vista. Ho parlato con tanti

amici consulenti e molti mi hanno confermato che le telefonate dei clienti ci sono state come di consuetudine, ma tante erano anche per confrontarsi sull'opportunità di sfruttare la discesa dei listini per investire. Una bella sorpresa. Dopo anni passati a parlare sul tema dell'educazione finanziaria, qualche risultato lo stiamo ottenendo.

A scendere sono i prezzi, non il valore. Se si fossero persi i 20 migliori giorni di rimbalzo negli ultimi 20 anni sullo S&P 500 (avete letto bene, in sostanza un giorno all'anno), il rendimento si sarebbe ridotto a un terzo rispetto a chi è rimasto fermo sulle sue posizioni. In questi momenti torna come sempre d'attualità la famosa frase di Warren Buffett: «I mercati finanziari sono uno strumento

per trasferire ricchezza dagli impazienti ai pazienti».

Questo è il ruolo del consulente finanziario, che non sa dove andranno i mercati, che non ha la bacchetta magica per sistemare miracolosamente quello che non va, ma che oltre a ben conoscere il cliente che ha davanti, deve fare capire l'importanza di un metodo. L'importanza di costruire portafogli che rispettino il grado di rischio dell'investitore, ottimizzati e diversificati per il lungo termine, non per rincorrere i mercati. Una bella novità finalmente. Barra a dritta!



## IN BALIA DELL'INCERTEZZA di Pinuccia Parini

A distanza di una settimana dal "liberation day", Donald Trump ha deciso una moratoria sull'entrata in vigore dei dazi, tranne che per un paese: la Cina. La situazione è in così repentina evoluzione che diventa praticamente impossibile prevedere che cosa accadrà nei prossimi giorni. Numerosi paesi, dice la Casa Bianca, hanno già chiesto di aprire un tavolo di negoziati e, per parafrasare il presidente americano senza prosaicità, sono pronti ad andare a Washington per baciare la pantofola.

Ora rimane da vedere se la decisione di Trump di sospendere l'applicazione dei dazi per 90 giorni è il risultato di una strategia negoziale o di una capitolazione dinnanzi a una resistenza inaspettata da parte del mondo che

conta, dai colossi finanziari a quelli tecnologici, per arrivare a membri del Partito repubblicano. Nel primo caso, sarebbe l'applicazione di un esercizio di potere e non di governo di uno stato; nel secondo, una ritirata strategica, per non perdere il sostegno di chi ne ha permesso l'elezione.

Anche l'Europa si appresta a sedere al tavolo delle trattative, nonostante non sia ancora chiaro come saranno condotte: riguarderanno tutti i 27 membri o Trump cercherà di spaccare l'Unione Europea puntando a un negoziato con i singoli paesi? Nel frattempo è stato espresso a chiare lettere il giudizio dell'amministrazione americana nei confronti del Vecchio continente, considerato un parassita, non solo riguardo alle questioni militari, ma anche commerciali, per non parlare della scarsa considerazione nei confronti delle democrazie europee. È evidenze che, indipendentemente da come evolverà la situazione, si sta creando un solco sempre

più profondo tra l'Europa e lo storico alleato americano, tale da modificare i rapporti di natura politica ed economica creatisi nell'arco di decenni. Nel frattempo, anche se offuscata dalla buriana sui dazi, nella Ue i 27 discutono sulle criticità legate al piano di difesa, in particolare su quali saranno le fonti di finanziamento di Rearm Europe. Potrebbe essere un piano di rilancio, a patto che non si traduca solo in un mero acquisto di armamenti. La Cina, dopo avere ribadito l'obiettivo di crescita del 5% e fatto partire un piano per rilanciare i consumi, ha risposto a muso duro a Trump, e lo scontro continua. A Gaza e in Ucraina si è ancora alla ricerca di una pace.

In questo scenario, la volatilità sulle piazze finanziarie è aumentata e non potrebbe essere altrimenti, perché l'imprevedibilità ai mercati non piace, così come l'incertezza di un mondo che sta cambiando, i cui protagonisti scardinano le regole di mercato.

## SOMMARIO

Numero 173  
aprile 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,  
Flavio Burrari, Arianna Caviglioli,  
Paolo Andrea Gemelli,  
Rocki Gialanella, Mark William Lowe,  
Fabrizio Pirolli, Pier Tommaso Trastulli,  
Emanuela Zini

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

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

direttore responsabile  
Alessandro Secciani

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

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

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

**3** EDITORIALE

**6** GEOPOLITICA  
Turchia, la costruzione di una potenza economica globale

**8** OSSERVATORIO ASIA  
Cina, tanti piani per un futuro diventato difficile

**10** FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE  
*Francesco Sedati, responsabile equity research & portfolio Mgmt, Eurizon*  
«Un futuro per l'Europa»

*Siddhart Shah, product director team Global Equities, Invesco*  
«Puntiamo su fondatori e proprietari»



**14**

**USA, DAZI COME SE PIOVESSE**  
Incertezza e panico targati Trump

**19**

**LA CORSA AL RIARMO  
DELL'EUROPA**  
L'Unione si difende



**28**

**FINTECH**  
La rivoluzione è già qui e sarà cataclisma

**30**

**FLOSSBACH VON STORCH**  
Un mantra per tempi difficili

**32**

**INVESCO RACCONTA**  
Il segreto della longevity: il tempo non esiste

**34**

**COLUMBIA**  
Ritorno al Giappone

**36**

**OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE**  
Un impatto su molteplici settori

**39**

**OSSERVATORIO RISCHIO**  
Topos, logos e techne: ieri, oggi e futuro

**42**

**OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA**  
Parliamo di "episteconomia"

**44**

**MOSTRA A PALAZZO BARBERINI**  
La rivoluzione artistica di Caravaggio

**46**

**LA FINANZA E LA LEGGE**  
Che cosa cambia per i gestori

**48**

**VOCI DAI MERCATI**  
Hsbc Asset Management  
Nordea Asset Management

**51**

**CONSULENTI&RETI**  
Marco Bernardi

**56**

**INCHIESTA**  
Tanta competenza, buoni prodotti e un po' di fantasia





## Algebris Financial Income Fund

Rendimento netto (%)<sup>1</sup>

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1.6	5.3	15.6	-18.4	23.2	1.7	18.6	-4.4	13.2	17.7

Nel top 1% dei fondi Bilanciati Moderati EUR - Globali secondo Morningstar<sup>2</sup>, su migliaia di fondi. A tre, cinque e dieci anni.

# I numeri parlano da soli.

<sup>1</sup> I rendimenti – relativi alla classe retail R (ad accumulato) in Euro del comparto – sono rappresentati al netto di costi amministrativi, commissioni di gestione, di performance e al lordo degli oneri fiscali. Fonte: BNP Paribas Dublin Branch. Dati al 31/12/2024. **QUESTA È UNA COMUNICAZIONE DI MARKETING. Si prega di consultare il prospetto dell'OICVM e il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID/KID) prima di prendere una decisione finale di investimento.** Tali documenti sono disponibili in lingua italiana e sono stati depositati presso la Consob. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Prima di investire nel fondo si prega di considerare che il valore delle azioni e delle obbligazioni sottostanti può aumentare o diminuire e vi è il rischio di perdere il capitale investito e che il fondo può investire in strumenti finanziari il cui valore potrebbe essere influenzato da numerosi rischi quali, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, il rischio di (i) Credito e tassi di interesse, (ii) CoCo-Bonds, (iii) Mercato, (iv) Mercati emergenti (v) Cambio, (vi) Sostenibilità e (vii) Derivati. Algebris Financial Income Fund è un comparto di Algebris UCITS Funds PLC, autorizzato e regolamentato in Irlanda dalla Central Bank of Ireland. La Società di Gestione è Algebris Investments (Ireland) Limited, autorizzata e regolata dalla Central Bank of Ireland. Il gestore delegato del comparto regolamentato è Algebris (UK) Limited, autorizzata e regolata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito. Algebris Financial Income Fund presenta un profilo di rischio SRI (Summary Risk Indicator), espresso su una scala di valori crescente da 1 a 7, di livello 4 su 7, che corrisponde alla classe di rischio media: ciò significa che le perdite potenziali dovute alla performance futura del prodotto sono classificate nel livello medio e le cattive condizioni del mercato potrebbero influire sulla capacità di rimborso del fondo. L'indicatore SRI potrebbe non essere un'indicazione affidabile della futura categoria di rischio del fondo. In aggiunta, si prega di ricordare che i rendimenti futuri sono soggetti a tassazione, la quale dipende dalla situazione personale di ciascun investitore e può cambiare in futuro. Il fondo è adatto a investitori disposti ad accettare un livello medio di volatilità in un orizzonte di investimento a medio-lungo termine. Il fondo è considerato come gestito attivamente, ma senza fare riferimento ad alcun benchmark. Il presente documento non è né un documento contrattualmente vincolante né un documento informativo necessario ai sensi di una disposizione legislativa e non è sufficiente per prendere una decisione di investimento. L'investimento nel fondo comporta l'acquisizione di quote o azioni in un fondo e non in una determinata attività sottostante quali edifici o azioni di una società, poiché queste sono solo le attività sottostanti di proprietà del fondo. Per maggiori informazioni sui diritti degli investitori, disponibili in lingua italiana, si prega di prendere visione del Prospetto, consultabile al seguente link: [https://media.algebris.com/legalDocuments/Prospectus/IT/Algebris\\_UCITS\\_Funds\\_Plc\\_-\\_Prospectus.pdf](https://media.algebris.com/legalDocuments/Prospectus/IT/Algebris_UCITS_Funds_Plc_-_Prospectus.pdf). La documentazione d'offerta è accessibile gratuitamente sul sito internet [www.algebris.com](http://www.algebris.com) e presso i collocatori italiani, il cui elenco aggiornato è disponibile presso gli stessi collocatori, presso i soggetti incaricati dei pagamenti e nel sito internet di cui sopra. **Si rende infine noto che il gestore o il fondo può decidere di porre fine alla commercializzazione delle azioni del comparto in Italia.** <sup>2</sup> Il fondo è al percentile 2 a 1 anno e al percentile 1 a 3, 5, 10 anni. Il ranking si riferisce alla classe R EUR (ad accumulato) del fondo ed esprime il percentile rispettivamente su 2978 (a 1 anno), 2596 (a 3 anni), 2170 (a 5 anni) e 1157 (a 10 anni) fondi nella categoria EUR Moderate Allocation - Global (Bilanciati Moderati EUR - Globali) al 31/12/2024. © 2025 Morningstar, Inc. Tutti i diritti riservati. Le informazioni contenute nel presente documento: (1) sono di proprietà di Morningstar; (2) non possono essere copiate o distribuite; e (3) non si garantisce che siano accurate, complete o tempestive. Né Morningstar né i suoi fornitori di contenuti sono responsabili di eventuali danni o perdite derivanti dall'uso di queste informazioni. Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri.

## Turchia, la costruzione di una potenza economica globale

a cura di **Mark William Lowe**

Tra i sogni ambiziosi del presidente Recep Tayyip Erdogan c'è il desiderio di vedere la Turchia annoverata tra le prime 10 economie del mondo e di trasformare il Paese da «centro economico regionale a potenza economica globale». Un obiettivo a dir poco ambizioso, soprattutto se si considera il recente rallentamento della crescita economica: mentre nel 2023 la Turchia ha registrato una robusta espansione del 4,5%, i dati ufficiali per il 2024, pubblicati a febbraio, indicano un aumento del Pil del 3,2%, contro il 3,5% previsto. Tuttavia, gli analisti della Banca Mondiale e del Fondo Monetario Internazionale (Fmi) sono fiduciosi che la crescita economica tornerà ai livelli precedenti nel breve termine, prima di iniziare a registrare un incremento più positivo nel periodo successivo.

Tra i motivi principali dell'ottimismo della Banca e del Fondo c'è il successo dell'attuazione di una serie di cambiamenti aggressivi della politica monetaria e, in particolare, la decisione di aumentare le tasse e introdurre misure fiscali per bilanciare i rischi dell'economia. Secondo **Alfred Kammer**, direttore del Dipartimento europeo del Fmi, i due principali risultati di questo mutamento sono una riduzione della vulnerabilità al rischio di crisi e una drastica diminuzione dei livelli di inflazione. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, Ankara è riuscita a fare calare i prezzi al consumo al 39% da un massimo di circa il 75% nel maggio 2024.

Quando i dati sono stati annunciati per la prima volta, il ministro delle Finanze **Mehmet Şimşek** ha postato sul social X: «Il peggio è alle spalle!» E ha aggiunto poi: «Stiamo en-

trando nel processo di disinflazione. La discesa permanente dell'inflazione inizierà a giugno». L'entusiasmo di Şimşek era facilmente comprensibile. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, nel 2024 gli unici Paesi che avevano tassi di inflazione più elevati erano Zimbabwe, Argentina, Sudan e Venezuela.

### TORNANO I CAPITALI ESTERI

Il XII piano di sviluppo di Ankara (2024-2028) ha specificato una serie di politiche volte a migliorare la statura internazionale della Turchia, «promuovendo la prosperità e combattendo l'inflazione, mantenendo al contempo finanze pubbliche forti e sostenibili». Per quanto riguarda specificamente l'inflazione, la statura internazionale e la gestione delle finanze pubbliche, la Turchia sta certamente andando nella giusta direzione. Tuttavia, questo piano è fortemente legato alla «Strategia per gli investimenti diretti esteri»: il governo ha dichiarato l'obiettivo di incrementare in modo significativo gli investimenti diretti esteri (Ide) fino a fare sì che la Turchia rappresenti circa l'1,5% degli Ide globali, con l'obiettivo di raggiungere il 12% regionale entro il 2028.

Tuttavia, nell'ultimo periodo i piani di Ankara sono stati ostacolati dall'inflazione, ora drasticamente ridotta, ma ancora problematica:

gli investitori stranieri non sono inclini a considerare paesi con tassi di inflazione del 75% e quindi questi livelli persistentemente alti hanno scoraggiato gli investimenti da oltre confine. Per dare una prospettiva, gli Ide in Turchia sono scesi da un picco di 22 miliardi di dollari nel 2007 a 10,6 miliardi di dollari nel 2023. I dati per il 2024 non sono ancora stati resi noti, ma probabilmente saranno molto vicini a quelli dell'anno precedente e sicuramente molto inferiori ai 14 miliardi che il governo sperava di ottenere.

“*Gli analisti della Banca Mondiale e del Fondo Monetario Internazionale (Fmi) sono fiduciosi che la crescita economica tornerà ai livelli precedenti nel breve termine, prima di iniziare a registrare un aumento più positivo nel periodo successivo*”

### VERSO LA TOP TEN

Attualmente classificata come sedicesima economia mondiale, la Turchia deve superare nazioni come l'Indonesia e la Corea del Sud prima di entrare nella top ten insieme a paesi come il Brasile, la Francia e l'Italia. Se da un lato le riforme interne e il radicale miglioramento dei tassi d'inflazione incoraggeranno un aumento degli Ide, dall'altro



l'attuale situazione geopolitica potrebbe avvantaggiare la nazione nel diventare una tra le maggiori economie globali.

Al contrario della maggior parte dei Paesi colpiti dalla recente decisione dell'amministrazione Trump di introdurre le cosiddette tariffe reciproche, Ankara ha espresso un certo ottimismo. Durante un incontro con la stampa, il vicepresidente Cevdet Yilmaz ha dichiarato ai giornalisti che la situazione potrebbe effettivamente favorire gli esportatori turchi. Yilmaz ha anche detto ai giornalisti che in seguito all'annuncio di Trump, in quanto importatore, la Turchia beneficerebbe anche di un calo dei prezzi internazionali delle materie prime, compreso il petrolio.

Con un numero considerevole di investitori e aziende preoccupati per l'attuale situazione geopolitica, Yilmaz ritiene che le strategie di Washington possano giocare a favore di Ankara. Ma per prendere decisioni informate, gli investitori devono essere in grado di modellare i rischi e i benefici; attualmente è quasi impossibile prevedere quali politiche introdurrà l'attuale amministrazione statunitense e quali effetti diretti e indiretti potrà effettivamente avere.

Ma, essendo una nazione che non è nel radar dell'amministrazione statunitense, la Turchia rappresenta una destinazione e un'opportunità di investimento che difficilmente verrà sconvolta da un momento all'altro. Secondo la Banca centrale turca, tra il 2003 e il 2023 i settori di maggiore interesse per i capitali esteri sono stati la finanza (30,7%), l'industria manifatturiera (24,2%) e

l'energia (10,3%). I principali paesi investitori sono stati i Paesi Bassi (15,6%), gli Stati Uniti (7,9%), il Regno Unito (7,4%) e gli Stati del Golfo (7,3%). Nello stesso periodo di 20 anni, il numero di società turche con capitale internazionale è salito a 82.716, rispetto alle 5.600 del 2002. Nei prossimi anni si prevede che le opportunità di investimento nei settori dell'intelligenza artificiale e delle tecnologie digitali, dell'energia rinnovabile e della difesa saranno particolarmente interessanti e creeranno un numero considerevole di opportunità di lavoro che contribuiranno alla diversificazione e alla crescita dell'economia turca.

Tutto considerato, in assenza di grandi fattori di disturbo, nei prossimi anni il Paese diventerà probabilmente una destinazione sempre più attraente per gli investitori stranieri. È interessante notare che, secondo Ernst & Young, un'area di particolare attenzione sarà il lancio di startup e la creazione di nuove imprese da zero. Una considerazione che sottolinea la fiducia nella capacità della Turchia di creare le condizioni necessarie allo sviluppo della propria economia.

## CONCLUSIONI

Per oltre due decenni Recep Tayyip Erdogan ha puntato a rimodellare il suo Paese più di qualsiasi altro leader dai tempi di Mustafa Kemal Atatürk, il venerato padre della repubblica moderna. Le sue ambizioni geopolitiche sono state molto chiare fin dall'inizio e, nonostante sia stato talvolta fortemente criticato da vicini regionali,

alleati e organizzazioni internazionali, ha ottenuto risultati impressionanti: dopo diversi anni di politiche non ortodosse, che secondo molti economisti erano sfavorevoli alla crescita economica, le nuove strategie stanno iniziando a dare risultati positivi. Alla luce dei più recenti progressi, gli investitori stranieri stanno rivalutando la Turchia come destinazione alternativa, anche se il loro impegno è subordinato a previsioni di crescita economica più che positive: le considerazioni ambientali, sociali e di governance (Esg) determinano sempre più le decisioni di investimento. Sebbene molti considerino il presidente Erdogan eccessivamente autocratico e concentrato sul mantenimento del potere, come testimoniano il recente arresto del suo rivale politico, il sindaco di Istanbul Ekrem Imamoglu, e la successiva repressione delle proteste, per il momento la sua posizione appare relativamente sicura e, come gli investitori sono soliti affermare, la stabilità politica è fondamentale per la crescita economica.

Tuttavia, se la situazione dovesse cambiare o se gli investitori iniziassero a ritenere che la Turchia stia scivolando verso una piena autocrazia, ci sarebbe il rischio che le considerazioni Esg facciano calare ulteriormente gli investimenti esteri diretti di cui la Turchia ha bisogno, senza più tornare ai livelli precedenti. Una considerazione che Ankara, al contrario dell'autoritaria Mosca che prospera sulla ricchezza delle risorse, deve tenere in considerazione.

# Cina, tanti piani per un futuro diventato difficile

a cura di **Pinuccia Parini**

La Cina ha presentato un piano di stimoli per il rilancio dei consumi: l'obiettivo è promuovere la domanda interna in tutti i settori con un aumento della sicurezza del lavoro, delle pensioni e della sicurezza sociale. Questa politica dovrebbe contribuire a ridurre il tasso di risparmio delle famiglie nel lungo periodo. Tutto ciò è avvenuto prima dell'introduzione dei dazi da parte dell'amministrazione americana, lo scorso 2 aprile, che ha riguardato soprattutto la Repubblica Popolare Cinese. La risposta del Dragone è stata immediata ed è così iniziata una spirale di contro-dazi, in attesa che le due nazioni si siedano attorno a un tavolo. L'evoluzione della situazione è al momento molto fluida: è difficile prevedere sino a che punto si spingerà lo scontro tra le due maggiori economie globali e quali saranno le ricadute, ma l'impegno annunciato di Pechino di rilanciare i consumi ed espandere la domanda interna rimane comunque un obiettivo.

### QUALI MISURE

Il piano si compone di 30 politiche suddivise in otto sezioni, le prime sette delle quali delineano azioni specifiche da attuare, tra le quali iniziative dal lato della domanda, come l'aumento del reddito per la popolazione urbana e rurale, e misure per sostenere la capacità di consumo. Dal lato dell'offerta, le azioni mirano a migliorare la qualità dei servizi e a potenziare e arricchire i consumi. L'ottava sezione, invece, sottolinea la necessità di rafforzare le politiche di sostegno a investimenti, finanza, credito e attività statistiche. In base a quanto riportato dallo State Council<sup>1</sup>, «per la prima volta, il piano di sostegno ai consumi sottolinea la necessità di stabilizzare i mercati azionari e immobiliari. Le precedenti

politiche sui consumi si concentravano principalmente sul lato dell'offerta, sottolineando che quest'ultima guida la creazione della domanda. Tuttavia, le ultime strategie danno priorità anche alla domanda, con l'obiettivo di aumentare i redditi delle famiglie e alleggerire gli oneri finanziari».

Sono state citate, inoltre, misure per la crescita ragionevole dei salari e l'adeguamento di quelli minimi. Per migliorare i redditi da capitale, il piano prevede un approccio multiforme, che comprende la stabilizzazione del mercato azionario, il rafforzamento delle riserve strategiche e dei meccanismi di stabilizzazione del mercato, «nonché la rimozione accelerata degli ostacoli che impediscono ai fondi a lungo termine, come i fondi assicurativi commerciali, il fondo nazionale di previdenza sociale e il fondo assicurativo pensionistico di base, di entrare nel mercato».

La spesa per i consumi è legata a obiettivi sociali più ampi, come il miglioramento dell'assistenza agli anziani, il sostegno all'infanzia e l'equilibrio tra vita privata e vita lavorativa. I consumi sono visti non solo come obiettivo economico, ma come mezzo per migliorare la qualità della vita. Seguendo la politica dell'"occupazione prima di tutto", il governo centrale prevede di stanziare 66,74 miliardi di yuan in sussidi all'occupazione nel 2025 per sostenere i programmi locali di assistenza all'impiego e

all'avviamento. La Cina prenderà in considerazione l'istituzione di un sistema di sovvenzioni per l'assistenza all'infanzia, allargando le maglie del sistema sociale. Per quanto riguarda l'assi-

**“ La Cina ha presentato un piano di stimoli per il rilancio dei consumi: l'obiettivo è promuovere la domanda interna in tutti i settori con un aumento della sicurezza del lavoro, delle pensioni e della sicurezza sociale ”**

stenza agli anziani, nel 2025 il Paese aumenterà i sussidi fiscali per le prestazioni di base per i senior e l'assicurazione medica di base per i residenti rurali e urbani che non lavorano. Inoltre, le prestazioni pensionistiche di base saranno aumentate in modo adeguato. Si farà in modo di implementare le ferie annuali retribuite, assicurando che i diritti dei lavoratori siano legalmente protetti; verrà inoltre vietato il prolungamento illegale dell'orario di lavoro.

### LE "DUE SESSIONI"

Il piano riportato è forse il messaggio più importante di quanto è emerso dall'annuale riunione delle "due sessioni" della Cina tenutosi agli inizi di marzo. L'evento è chiamato "due sessioni", perché, sia l'Assemblea nazionale del popolo (Npc), sia la Conferenza consultiva politica del popolo cinese, tengono le

loro riunioni annuali separatamente, ma nello stesso momento. Durante questi incontri, oltre a relazionare sul lavoro svolto da parte dei membri del governo, vengono fissati gli obiettivi economici ufficiali, annunciati i bilanci militari e confermati i cambiamenti nei ranghi degli organi direttivi del partito. Nella riunione di quest'anno, il premier Li Qiang ha ribadito l'obiettivo di crescita del 5% circa per il 2025 e un piano di deficit di bilancio più ampio, pari a circa il 4%. Secondo fonti Reuters, Li ha anche detto che il governo prevede di emettere 1.300 miliardi di yuan (179 miliardi di dollari) in obbligazioni speciali del Tesoro a lunghissimo termine, rispetto ai 1.000 miliardi di yuan del 2024, mentre i governi locali potranno creare 4,4 trilioni di yuan di debito speciale, contro 3,9 trilioni del 2024. A ciò si aggiunge la previsione di raccogliere 500 miliardi di yuan per ricapitalizzare le principali banche statali. Inoltre, sicuramente di non poco conto è stata la decisione, sempre in occasione dell'Assemblea nazionale del popolo, di rivedere ulteriormente la bozza di legge per la promozione dell'economia privata sulla base delle delibere del Comitato permanente, accogliendo le opinioni e i suggerimenti provenienti dai vari soggetti in causa. Al suo interno, per la prima volta, la legge definisce gli impegni nei confronti dei settori pubblico e privato, promuovendo e facilitando il sano sviluppo di quest'ultimo. È una normativa che, una volta promulgata, avrà un'importanza significativa e di vasta portata per garantire che tutte le entità economiche abbiano uguale accesso ai fattori di produzione, una partecipazione equa alla competizione di mercato e tutele legali equivalenti.

### UN MOMENTO DELICATO

Tutto ciò è avvenuto in un contesto estremamente sfidante per la Cina, così come per molti altri paesi, sui quali incombe la guerra commerciale dell'amministrazione Trump e la ridefinizione degli equilibri geopolitici mondiali. Come valutare quanto emerso dalla 14° assemblea del Npc è certamente un argomento di dibattito e, da questo punto di vista, va osservato che non tutti gli aspetti che possono in qualche modo interferire con l'attività economica cinese sono stati approfonditi, come nel caso dei rapporti commerciali. Il tema è scottante per un paese la cui crescita, negli ultimi anni, è stata sostenuta dalle esportazioni e ora si trova dinanzi a una serie di dazi imposti alle sue merci. Ma non è solo quest'ultimo aspetto che merita una riflessione, bensì come il Dragone riuscirà a riequilibrare la propria



economia che vanta ancora un elevato avanzo commerciale a favore dei consumi. A tale proposito, **David Lubin**, senior research fellow a **Chatham House**, sostiene che «le politiche della Cina finiranno per mantenere intatto il suo amplissimo surplus commerciale. Nel frattempo, il presidente Trump vuole trasformare il deficit commerciale degli Stati Uniti in un surplus. Si tratta di ciò che si potrebbe definire uno “scontro di mercantilismi”: nessuna delle due grandi potenze vuole essere il consumatore mondiale di ultima istanza».<sup>2</sup> Lo studioso individua due ragioni per cui Pechino è al momento più cauta nell'introdurre misure di maggiore impatto nell'attività economica. La prima è legata all'imprevedibilità di Trump, con, ad esempio, l'aumento dei dazi in due fasi e una mancanza di chiarezza su come evolverà la situazione in futuro. La seconda motivazione è l'“ansia da bilancio”, visto che il rapporto debito/Pil è vicino al 100% e le autorità temono l'instabilità finanziaria, mentre i governi locali, le cui entrate dipendono dalla vendita dei terreni, sono in una posizione di fragilità finanziaria. Tuttavia, ricorda Lubin, è probabile che, dinnanzi a un deterioramento significativo del sentiment, le autorità siano pronte a varare ulteriori misure di stimolo. Il vero interrogativo è sino a che punto il governo vorrà modificare la propria strategia economica, dando maggiore spazio ai consumi e alla domanda domestica, ribilanciando il

rapporto tra domanda e offerta. Per fare sì che ciò avvenga, occorre un trasferimento di ricchezza al mercato privato che si traduca in aumento dei redditi e distribuzione della ricchezza stessa.

### CONCLUSIONI

Le recenti aperture del governo al settore privato sono decisamente benvenute e testimoniano un cambiamento all'interno del Partito. Che ciò sia avvenuto obtorto collo o per un sincero ripensamento da parte di Xi Jinping poco importa: alla fine conta se riusciranno a produrre dei risultati. Francamente è difficile dire se si sia dinanzi a una fase di transizione della Cina, ma quanto sta avvenendo nel mondo genera pressione sul governo del Paese e sul suo tessuto economico. È un processo articolato da gestire che non esclude momenti di volatilità in una nazione dove la leadership persegue la stabilità. Ed è per questo motivo che il passaggio risulta più complesso di quanto non si possa pensare. A tutto ciò, si aggiungono le tensioni di un mondo in grande cambiamento all'interno del quale si ridefiniranno i rapporti di forza. Ci si augura che al più presto partano i negoziati: toccherà agli sherpa di turno fare gran parte del lavoro.

1. [http://english.scio.gov.cn/pressroom/2025-03/18/content\\_117771679.html](http://english.scio.gov.cn/pressroom/2025-03/18/content_117771679.html)

2. <https://www.chathamhouse.org/2025/03/chinas-two-sessions-what-did-we-learn-about-chinese-economy>

## FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

**FRANCESCO SEDATI**

RESPONSABILE EQUITY RESEARCH & PORTFOLIO MGMT  
EURIZON

# Un futuro per l'Europa

a cura di Pinuccia Parini

**Da inizio anno, guardando alle performance degli indici azionari, gli Stati Uniti registrano corsi inferiori rispetto a quelli di alcuni mercati, tra i quali l'Europa. Che cosa sta succedendo?**

«Sono diverse le ragioni che spiegano l'andamento delle borse quest'anno. Innanzitutto, il divario di valutazione tra mercato americano e il resto del mondo aveva raggiunto i livelli massimi di sempre, con un P/E superiore di circa una decina di punti rispetto all'Europa e ai paesi emergenti. In altre parole, la borsa statunitense scontava uno scenario estremamente roseo, sia di crescita, sia di impatto delle politiche di Trump, al contrario di quanto accadeva sulle altre piazze finanziarie, permeate da una visione meno ottimista per il futuro. A ciò si è aggiunto un atteggiamento del presidente Usa che si è dimostrato molto più aggressivo rispetto alle attese: l'imposizione di dazi è diventata una realtà e non più uno strumento di negoziazione. Inoltre, alcuni segnali di debolezza legati all'andamento degli utili societari e al contesto macro statunitense hanno ini-

ziato a gettare delle ombre sull'eccezionalismo americano. Infine, ma non per tale ragione meno importante, c'è stata la reazione di alcuni Paesi alle politiche dell'amministrazione Trump. Da un lato, la Germania ha compiuto un passo storico nel decidere di allentare il "freno al debito", dall'altro, la Cina ha visto l'arrivo di DeepSeek e l'apertura di Xi Jinping verso gli imprenditori del settore tecnologico».

**Quindi si è trattato di una confluenza di diversi fattori non solo di carattere tecnico?**

«Direi che c'è stata una serie di elementi negativi che hanno impattato sull'area in cui tutti erano posizionati e altri positivi negli ambiti in cui l'esposizione degli investitori era molto più contenuta, a fronte di valutazioni che, nel caso di Europa e Cina, erano molto più attraenti. Dopo un riaggiustamento tra le diverse regioni in termini di multipli, ora si stanno iniziando a considerare con più attenzione alcuni cambiamenti di allocazione nei portafogli guidati da una maggiore diversificazione».



## **Ritiene che si stia assistendo alla fine dell'eccezionalismo Usa o il movimento dei mercati è semplicemente una chiusura di gap valutativi? Oppure è troppo presto per fare supposizioni?**

«Forse è ancora troppo presto per tirare delle conclusioni, soprattutto per quanto riguarda gli Stati Uniti. L'eccezionalismo americano è stato alimentato da vari aspetti: la tecnologia, che rimane un elemento di forza per il Paese, la demografia, con dinamiche più positive rispetto a Europa e Cina, e una politica fiscale molto accomodante. Se si può affermare che la leadership tecnologica rimarrà in mani statunitensi, le politiche di Trump su immigrazione e conti pubblici sembrano andare in un'altra direzione rispetto al passato. Come tutto ciò si tradurrà in termini di effetti sulla crescita di lungo termine non è ancora chiaro, ma ritengo che, nell'immediato, si potrebbe assistere a un ridimensionamento dell'eccezionalismo Usa a causa di una crescita macroeconomica significativamente più modesta».

## **La vera novità è l'Europa?**

«Il fatto che la Germania abbia deciso di uscire da un periodo di austerità è un cambiamento epocale di cui bisogna tenere conto, e i mercati hanno già iniziato a farlo. Ci sono elementi che fanno auspicare che vi sia un cambio di passo nel Vecchio continente».

## **Che cosa comporterà la decisione presa dalla Germania e quali impatti avrà sui mercati?**

«Il piano tedesco riguarda la spesa in difesa e infrastrutture che, a mio parere, concernerà tutto un ecosistema all'interno del quale la tecnologia avrà un ruolo determinante. Basta infatti pensare alla rete satellitare europea per comprendere, in termini di sicurezza nazionale, che non è opportuno avere un'elevata dipendenza dall'America. Ovviamente, questa spesa si articola nell'arco di 10 anni e i vari capitoli che la compongono saranno rimodellati e finalizzati a obiettivi specifici, ma l'effetto finale dovrebbe imprimere un impatto di innovazione al settore industriale grazie appunto alla tecnologia. È un impegno che punta a superare e a rivedere il modello di crescita che ha caratterizzato il Paese in tutti questi anni».

## **Si attende perciò, in prospettiva, alcuni cambiamenti di peso dei settori all'interno dell'indice azionario euro-**

## **peo, che è sempre stato relativamente statico?**

«Mi aspetto un aumento di peso graduale della componente tecnologica e industriale, grazie anche a un processo che, auspico, crei incentivi per le aziende a quotarsi sul mercato; importante anche che sia sburocratizzata una serie di pratiche richieste. Di recente, si è assistito a un rally importante dei titoli legati alla difesa, perché, insieme all'indotto, beneficiranno del piano Rarm Eu. Anche il comparto bancario ha evidenziato un corso positivo, perché questi investimenti irrobustiranno l'attività economica e faranno sì che i tassi rimarranno più alti e, di conseguenza, i margini degli istituti di credito ne trarranno vantaggio. In sostanza, mi attendo che nel nuovo scenario che si formerà possano nascere dei campioni paneuropei capaci di competere con i pari americani».

## **Crede che il mercato europeo continuerà a trattare a sconto rispetto a quello Usa?**

«Ritengo di sì, perché la composizione degli indici è completamente diversa e i titoli tecnologici hanno un peso consistente negli Stati Uniti. Sono aziende cresciute negli anni che hanno continuamente rafforzato la loro posizione attraverso acquisizioni, contenendo così ogni forma di competizione, grazie anche a un sostegno più o meno diretto da parte delle istituzioni. Il fatto che queste società abbiano valutazioni più elevate farà sì che i multipli negli Usa saranno più elevati. Non posso, però, fare a meno di osservare che proprio il consistente peso di queste aziende negli indici le ha portate a quotare a valutazioni con un enorme premio rispetto all'Europa e, di conseguenza, non è escluso che il differenziale si riduca ulteriormente se la traiettoria di crescita della tecnologia rallentasse nei prossimi anni. Oggi l'Msci Europe tratta a un P/E di 12,3 per i prossimi 12 mesi: non è da escludere che la crescita storica degli utili, che è sempre stata anemica, tra il 4% e 5%, possa accelerare strutturalmente al 6%-7% e ciò si rifletta in un multiplo più elevato, non ancora riconosciuto dal mercato. Ovviamente, nell'immediato l'incertezza generata dalle politiche di Trump potrebbe avere un impatto negativo sugli utili nel 2025, che sono visti dal consensus ancora in crescita di più del 10%».

## **In Europa, però, il piano Next Generation Eu aveva alimentato molte aspettative. Si rischia che la stessa cosa succeda anche per Rarm Eu?**

«L'Europa sta attuando una serie di politiche

proprio perché si trova in una situazione di debolezza: forse ci voleva la caduta del mantello Usa sulla difesa per scatenare una reazione. I dati economici non sono attualmente brillanti, ma, guardando al futuro, c'è un supporto di 1 trilione di euro che sarà speso dalla Germania. Ribadisco, i contenuti di questo piano non sono ancora noti nei dettagli, ma sarà importante osservare come i soldi saranno spesi. Anche il piano Next Generation Eu era stato salutato con entusiasmo e poi ci si è accorti che la spesa era stata fatta male e in settori che non si sono rivelati così strategici. Inoltre, tanti nodi sono venuti al pettine. Vorrei sperare che la stessa cosa non succeda per Rarm Eu e che, in maniera prosaica, non si riduca al mero acquisto di carri armati, ma diventi un vero e proprio volano per aumentare la produttività e la competitività del Continente».

## **Come sono posizionati i vostri portafogli?**

«Già dall'inizio dell'anno, la nostra opinione era e rimane positiva sugli Stati Uniti, ma con una preferenza per l'Europa determinata dalle basse valutazioni e dai benefici di un dollaro forte per le aziende esportatrici. Ora si tratterà di vedere come evolveranno il confronto sui dazi con gli Stati Uniti, il piano tedesco nei suoi dettagli, un possibile stimolo fiscale cinese e il conflitto in Ucraina. Le nostre soluzioni d'investimento utilizzano un approccio che si basa sullo stock picking, da cui deriva il 60-70% della performance. Viene fatta anche un'allocatione settoriale e geografica sui fondi globali. In questa fase, si è positivi su industriali e finanziari, in particolare in Europa, con un'impronta abbastanza pro-ciclica, mentre c'è una posizione più bilanciata negli Usa, perché ci sono alcune ombre sul lato dei consumi».

## **Il mercato europeo è storicamente stato generoso in termini di remunerazione degli azionisti. È cambiato qualcosa?**

«Negli ultimi anni questa caratteristica si è ulteriormente accentuata. Mentre il mercato europeo è sempre stato più legato alla distribuzione di dividendi (per ragioni di fiscalità), recentemente anche il riacquisto di azioni proprie è diventato una componente importante. Spero, però, che, visti i livelli di capex relativamente contenuti, sia in Europa, sia negli Usa, eccezione fatta per l'intelligenza artificiale, le aziende decidano di utilizzare la liquidità a disposizione per fare più investimenti, anziché per ricomprare i propri titoli».

## FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

**SIDDHART SHAH**  
PRODUCT DIRECTOR  
TEAM GLOBAL EQUITIES  
INVESCO

# «Puntiamo su fondatori e proprietari»

a cura di Boris Secciani



**Il vostro approccio al mercato azionario con Global Founders and Owners Fund è particolare; come siete arrivati a elaborare una strategia come quella che utilizzate in questo fondo?**

«A Invesco, fra il 2013 e il 2020, il team che oggi gestisce il Global Founders and Owners Fund era responsabile di un prodotto chiamato Global Opportunities Strategy. Analizzando le performance storiche di questo fondo, notammo che 18 delle 25 posizioni che storicamente avevano performato meglio erano caratterizzate dalla presenza del fondatore della società o, comunque, di una persona con una importante partecipazione azionaria in consiglio di amministrazione o nelle posizioni di leadership del management. Nello specifico, questo concetto viene da noi definito con una quota di almeno il 5% ascrivibile a un singolo o sopra 100 milioni di dollari. Riteniamo che questo approccio possa offrire un forte potenziale di generazione di alfa e un andamento poco correlato con gli altri due prodotti azionari a gestione attiva che Invesco attualmente offre, il Global equity Income e il Global Equity Core. I risultati che abbiamo conseguito dal 2021, data di lancio del Global Founders and Owners Fund, ci hanno dato ragione. Anche se ovviamente investire in questo tipo di gruppi non è una garanzia di successo, siamo convinti della validità della logica sottostante: puntare su asset in cui vi sia un forte allineamento degli interessi fra investitori istituzionali e imprenditori e manager, dato che l'andamento del loro patrimonio dipende in buona misura dalla crescita dell'azienda che guidano».

**Nel concreto, come scegliete i nomi da inserire in portafoglio?**

«Come accennavo, non sempre le realtà guidate dai fondatori, o comunque

da persone con una presenza rilevante nell'azionariato, si rivelano buoni investimenti. Ad esempio, alla fine degli anni '80, la lista degli uomini più ricchi del mondo era dominata da magnati giapponesi che avevano creato imperi immobiliari, ma, da allora, il Giappone è andato incontro a una lunghissima recessione immobiliare. Un pericolo da non sottovalutare in questo tipo di investimenti, infatti, è che vi possono essere problemi di governance non indifferenti: spesso la presenza di queste figure può essere ingombrante, in quanto in alcuni casi tendono a riempire il consiglio di amministrazione di persone scelte da loro, limitandone l'indipendenza. Per questo motivo, è necessario operare con un accurato metodo di selezione: il nostro obiettivo è creare un portafoglio high-conviction composto di 30-35 titoli, che dovrebbe riflettere il meglio delle società con le caratteristiche che cerchiamo».

#### **In quale maniera riuscite a raggiungere questo obiettivo?**

«Abbiamo creato un processo di selezione che chiamiamo ideas, un acronimo di cinque parole: identify, determine, evaluate, approve, structure. Ciascuno di questi termini corrisponde a una specifica fase. Durante la prima partiamo da un vasto universo investibile generale e lo filtriamo utilizzando diversi criteri di qualità. Ad esempio, eliminiamo dal novero le aziende che presentano un quadro di problematicità a livello contabile, come, ad esempio, la forte presenza di voci una tantum in bilancio o una frequente revisione dei propri risultati. Il secondo passaggio è incentrato sul determinare (come suggerisce il nome) quali sono le società che possono essere classificate come dirette da fondatori o azionisti rilevanti, così come rivedere alcune delle caratteristiche aziendali per verificare se soddisfano i nostri criteri rigorosi. Si tratta di un'analisi meno scontata di quello che si possa pensare, perché spesso la struttura di controllo non è così chiara a causa della presenza di holding e sub-holding. Arriviamo, dunque, a una rosa di 120-150 nomi sui quali poi costruiamo le nostre posizioni».

#### **Come arrivate, a questo punto,**

#### **a costruire il vostro portafoglio high conviction?**

«Il terzo punto dei cinque elencati è il più lungo e intenso a livello di capacità di analisi richiesta. Per determinare quei 30-35 nomi che dovrebbero rappresentare le opportunità migliori, parliamo a lungo con analisti sell-side, sia rialzisti, sia ribassisti, manager delle società potenziali buy, fornitori e altri stakeholder. Si tratta di un approccio che può richiedere diverse settimane. I dati così raccolti vengono inseriti in un modello proprietario che fornisce una previsione del rendimento totale futuro di ogni singolo titolo messo sotto la nostra lente, che viene anche collocato in un ranking costruito sulla base dei medesimi elementi di analisi. Tra i fattori considerati, troviamo il livello di dividendi pagati, l'andamento dell'azione durante fasi di acuto stress sui mercati come la Grande crisi finanziaria e le valutazioni. Queste ultime sono molto importanti per noi: riteniamo, infatti, che pagare cifre eccessive, anche a fronte di un'elevata qualità, pregiudichi le potenzialità di rendimento future. Infine, allochiamo le azioni prescelte nelle percentuali suggerite dal nostro modello».

#### **Una simile strategia, però, è caratterizzata dal cosiddetto key-man risk; riuscite a contenere questa fonte di incertezza?**

«In effetti, la possibilità che figure chiave come il fondatore o un ceo dal significativo pacchetto azionario possano abbandonare la propria azienda, per i più svariati motivi, rappresenta uno dei rischi più forti di questo approccio. Ovviamente, non può essere eliminato del tutto, ma in generale nei gruppi di maggiore qualità, fra quelli del nostro universo investibile, founder e owner hanno preparato la realtà che guidano nella maniera più ottimale possibile al passaggio in mani altrui. Pertanto, quando una delle nostre azioni va incontro a un evento di questo genere, non vendiamo immediatamente la nostra posizione: ci diamo una finestra temporale di 12 mesi. In parte ci comportiamo così per evitare di liquidare il titolo a prezzi scontati a causa della volatilità che di solito un simile evento genera. In questo modo, riusciamo anche a valutare la bontà della

transizione: se la società riesce a mantenere buoni fondamentali, continuiamo a tenerla in portafoglio. Il nostro prospetto prevede, infatti, la possibilità di investire fino al 30% dei nostri attivi in titoli di gruppi che non sono gestiti da founder e owner. Nella pratica, però, storicamente ciò ha sempre rappresentato circa il 10% o meno del nostro portafoglio in asset al di fuori della nostra strategia core».

#### **Il vostro benchmark di riferimento è l'Msci World Acwi, che comprende sia listini emergenti, sia di nazioni sviluppate. Rispetto a questo indice, si nota nel vostro caso un mercato underweight, sia fra le "magnifiche sette", nelle quali spesso i fondatori ricoprono ruoli chiave, sia nell'equity Em. Da cosa derivano queste scelte?**

«Nel primo caso, sicuramente il livello elevato delle valutazioni rende diverse Mag 7 meno attraenti. Si tratta di società in massima parte di qualità sovrappiù, con una capacità di generare utili e flussi di cassa impressionanti, oltre al fatto che sono dotate di una posizione fortemente dominante e di un'eccellente capacità innovativa. I loro corsi, però, riflettono stime di crescita estremamente ottimistiche, sulle quali, peraltro, cominciano in alcuni casi ad addensarsi nubi di incertezza. Quanto agli emergenti, in effetti attualmente investiamo in questo ambito solo circa il 3% del totale. Alla base di questa scelta vi è il fatto che, particolarmente in Cina, ma non soltanto, spesso l'andamento macro del paese di origine tende a influire sulla performance in borsa. Per un fondo caratterizzato da una marcata gestione attiva come il nostro, dove cerchiamo alfa idiosincratice, si tratta di una caratteristica decisamente negativa. Inoltre, molte economie in via di sviluppo sono caratterizzate da un intenso livello di disruption, e anche in questo caso il fenomeno è particolarmente rilevante in Cina, ma non è limitato solo a essa. Sicuramente ciò rappresenta un elemento positivo per sostenere l'innovazione, ma è difficile in un simile ambiente riuscire a stimare in maniera adeguata la potenziale redditività futura di un'azienda».

# Incertezza e panico targati Trump

di Boris Secciani

**Il tema dei dazi sta creando tensione e incertezza sui mercati. L'annuncio da parte dell'amministrazione Trump del 2 aprile ha causato uno shock sulle piazze finanziarie e anche la successiva moratoria di 90 giorni non è bastata a fare rientrare le preoccupazioni non solo degli investitori, ma soprattutto dei soggetti economici. Sembra di essere di fronte a uno sconvolgimento dell'ordine mondiale in cui l'America ha un unico obiettivo: perseguire i propri interessi. Ora si apre un periodo di limbo per gran parte dei partner commerciali degli Stati Uniti, che saranno chiamati a un negoziato dagli esiti imprevedibili. L'unico scontro frontale, senza sosta, sta avvenendo con la Repubblica Popolare Cinese, che ha risposto a muso duro a Trump. Per il momento, ma tutto può repentinamente cambiare, si è contenuto un cataclisma finanziario, ma è difficile pensare che la nuova po-**

**litica americana non abbia impatti sull'andamento congiunturale del Pil: le aziende non stanno investendo e c'è il rischio che prezzi al consumo più alti possano convivere con un'economia più debole. Se ciò dovesse accadere, le ripercussioni sui consumatori americani non sarebbero certo trascurabili**

I mercati odiano due cose più di ogni altra: le sorprese negative e il clima di incertezza. L'annuncio dei dazi generalizzati da parte di Donald Trump lo scorso 2 aprile, sospesi sette giorni dopo per tutti, a parte la tariffa base al 10% e la Cina, ha assunto i contorni di un'esplosione nucleare proprio per avere portato entrambi i fattori: uno shock inaspettato e uno scenario di caos di impossibile lettura, in un quadro già teso e caratterizzato da un indebolimento a livello macroeconomico. Nel giro di quattro sedute, infatti, l'S&P 500 ha perso circa il 12% in un contesto di ultra-volatilità, per poi risalire di oltre il 9% dopo l'annuncio della moratoria, ma scendere di nuovo del 3,46% giovedì 10. Tutto ciò ha spinto



*Gli Stati Uniti hanno una lunga storia di protezionismo, ma l'applicazione sistematica e indiscriminata delle tariffe su qualsiasi merce importata non accadeva dai tempi del Tariff Act del 1930 (conosciuto anche come Smoot-Hawley Act, dal nome dei due proponenti)*



**CARLO BENETTI**  
market specialist  
Gam



brevemente il principale benchmark dell'azionario americano nel territorio del bear market. Può forse fare specie considerare ciò che è successo sui mercati finanziari nei primi giorni del secondo trimestre come un fulmine a ciel (molto relativamente) sereno, in quanto il protezionismo è sempre stato uno dei pilastri ideologici dell'attuale amministrazione. Il consensus comune, però, era incentrato sul considerare il 47esimo presidente come una persona

dallo stile decisamente controverso e sgradevole, ma comunque tesa a preservare a ogni costo la crescita degli Usa, corsi equity inclusi. L'introduzione di una tariffa base del 10% su merci e servizi provenienti da tutte le nazioni del pianeta, cui si sono aggiunti altri dazi specifici per ogni singola economia, hanno invece restituito agli investitori l'immagine di una linea politica pronta a fare saltare l'ordine politico ed economico mondiale, per perseguire i propri scopi. Il



risultato è che, prima del dietrofront del 9 aprile, i supposti alleati dell'America come l'Ue (le cui esportazioni verrebbero tassate al 20%), la Corea del Sud (25%), Taiwan (32%) e il Vietnam (46%) si sono trovati da un giorno all'altro, hic stantibus rebus, a perdere de facto l'accesso al più ricco mercato a livello globale.

## IL BUIO SUL FUTURO

Ma gli elementi di buio sull'evoluzione futura sono forse ancora più preoccupanti. Innanzitutto, non è chiaro come i maggiori partner commerciali dell'America reagiranno alla scadenza di luglio di fronte alle barriere doganali statunitensi. Finora l'unico spunto che si può ricavare proviene dalla Cina e sicuramente non è incoraggiante, anche se il Dragone in qualità di rivale numero uno degli Usa si trova in una posizione particolare. La Repubblica Popolare si è infatti trovata inizialmente di fronte a tariffe per un totale del 54% cui ha risposto imponendo le stesse percentuali su merci e servizi americani, scatenando un ulteriore provvedimento di Trump che ha innalzato le tasse sulle importazioni cinesi fino al 104%. A questo rilancio Pechino ha risposto incrementando le proprie barriere all'84%, cui ha fatto seguito un'ulteriore stretta di Trump fino al 145%. Nei prossimi tre mesi bisognerà tentare di capire quale sarà la risposta dell'Unione Europea: è immaginabile che nel nostro caso non si giunga a un simile livello di aggressività reciproca, ma le probabilità che si rientri su valori vagamente simili a quelli cui eravamo abituati appaiono piuttosto basse. Oggi è infatti illusorio pensare che le aziende possano astenersi dal tirare potentemente il freno a mano sui loro piani di investimento: paradigmi negli ultimi anni divenuti di moda, quali il friend-shoring o il near-shoring, sono stati resi obsoleti praticamente da un giorno all'altro. In pratica, come ricorda **Carlo Benetti**, market specialist di **Gam**, per la prima volta da circa un secolo la maggiore economia della Terra si trova guidata da un nemico della globalizzazione: «Gli Stati Uniti hanno una lunga storia di protezionismo, ma l'applicazione sistematica e indiscriminata delle tariffe su qualsiasi merce importata non accadeva dai tempi del Tariff Act del 1930 (conosciuto anche come Smoot-Hawley Act, dal nome dei due proponenti). All'epoca l'applicazione di dazi fino al 60% su oltre



20 mila merci importate negli Stati Uniti, scatenò le risposte protezionistiche degli altri paesi amplificando gli effetti nefasti dei gravi errori di politica monetaria. Gli operatori vedono oggi molte similitudini con quello scenario e reagiscono con vendite massicce. È successo tutto molto rapidamente: nella storia del mercato azionario degli ultimi decenni è la prima volta che un violento sell-off è stato causato da scelte di politica economica di un presidente e non da shock esogeni come la pandemia o il fallimento di una banca. La Casa Bianca è percepita come "House of Harms", un luogo che genera incertezza; il rendimento del Treasury è sceso sotto il muro del 4%, ma ricordiamo che era attorno a 4,8% appena tre mesi fa. Una discesa "Alpine coaster" che non significa accondiscendenza alle strategie dell'amministrazione, ma preoccupazione per il brusco aumento delle probabilità di recessione».

### PAURA DELLA STAGFLAZIONE

Per qualche giorno, dunque, si è intravisto un si salvi chi può e la fuga dagli asset rischiosi, peraltro in massima parte cari, sui quali oggi incombono nubi di ogni genere. Non è un caso che, a parere di molti osservatori, a convincere il presidente a rimandare di tre mesi l'avvio del nuovo regime sia stato il segretario del Tesoro Scott Bessent. Quest'ultimo, infatti, ha espresso più volte preoccupazioni, ai limiti del terrore, per una crisi finanziaria che andava schiudendosi e che stava cominciando a coinvolgere la domanda di bond governativi Usa. Se un cataclisma finanziario è stato per il momento evitato, le prospettive

per l'andamento congiunturale del Pil non sembrano delle migliori. Dei capex aziendali bloccati è stato già detto, ma a questo fattore rischia di aggiungersi in tempi rapidi uno shock stagflativo di ingenti dimensioni sul più importante pool di domanda delle famiglie del mondo. Certamente cauta appare al riguardo l'analisi di **Andrew Lake**, head of fixed income di **Mirabaud Asset Management**: «Il secondo round di dazi annunciati da Trump ha completamente destabilizzato le catene di approvvigionamento globali e riteniamo che le conseguenze di tutto ciò non debbano essere sottovalutate. I consumatori statunitensi ora si trovano ad affrontare enormi ripercussioni sulla catena di fornitura e il settore retail negli Stati Uniti sembra destinato a essere messo in ginocchio. L'escalation che tutti temevamo sta iniziando a concretizzarsi, trascinando rapidamente gli Stati Uniti da una fase di eccezionalismo a una situazione di stagflazione e a una probabilità del 50% di recessione. La parte "flazione" della stagflazione è forse la preoccupazione più urgente, mentre attendiamo le risposte dei vari paesi nel mondo».

### EFFETTI SU UTILI E MARGINI

Da una parte vi è il pericolo che l'effetto di quanto descritto si riveli pesante su utili e margini delle imprese. Difficilmente, dopo anni di equity risk premium in discesa e multipli elevati, ciò passerebbe inosservato presso la comunità degli investitori. **Michael Reilly**, cio equities group e director of equity research di **Tcw**, ricorda: «I dazi saranno senza dubbio l'argomento principale dei negoziati nelle prossime set-



**MICHAEL REILLY**  
cio equities group e director  
of equity research  
Tcw



*A seconda di quali dazi sopravviveranno dopo i negoziati con i partner commerciali, l'entità dell'impatto negativo sulla crescita economica degli Stati Uniti, che stava già iniziando a mostrare segni di debolezza, potrebbe essere notevole*



timane o mesi e minacciano certamente di danneggiare le prospettive di crescita economica. Anche se è stato reso noto il piano tariffario degli Stati Uniti, l'incertezza rimane, poiché le risposte dei paesi destinatari continuano a evolversi. A seconda di quali dazi sopravviveranno dopo i negoziati con i partner commerciali, l'entità dell'impatto negativo sulla crescita economica degli Stati Uniti, che stava già iniziando a mostrare segni di debolezza, potrebbe essere notevole. In tale scenario, il mercato azionario potrebbe incorporare ulteriori revisioni al ribasso delle stime di crescita degli utili aziendali. Dato che le previsioni sono già state abbassate a una cifra singola



**TIFFANY WILDING**  
economista  
Pimco



*Come abbiamo scritto sin dal suo primo mandato nel 2017 (Trump 1.0), il presidente Trump, e soprattutto i consiglieri più influenti che lo circondano nel Trump 2.0, crede in ciò che afferma*



medio-alta, le riduzioni successive potrebbero tradursi in un'ulteriore volatilità del mercato azionario».

#### **UN AIUTO DALLA FED?**

Dall'altra parte non pochi cominciano a invocare l'aiuto della Federal Reserve, che tanto ha fatto nell'era precedente al 2022 per togliere periodicamente le castagne dal fuoco. Da questo punto di vista, però, non bisogna dare per scontata l'iniezione di una robusta dose di doping monetario. Come Andrew Lake ha riportato nel suo intervento, l'ipotesi oggi peggiore è trovarsi impelagati in una spirale anomala rispetto alla tipica recessione made in Usa: in un paradigma normale, al verificarsi del fenomeno recessivo, il freno a mano dei consumatori

porta quasi automaticamente a un affievolirsi delle spinte sul caro vita, lasciando margine di manovra alla Banca centrale. La più estesa e complessa economia del mondo potrebbe, invece, sperimentare il primo serio shock esogeno dai tempi del caos generato sui mercati energetici dall'avvento della rivoluzione khomeinista. Di ciò sembra perfettamente conscio il presidente della Fed Jerome Powell, ormai trasformatosi da super-colomba a severo custode della stabilità: finora, infatti, si è distinto per l'atteggiamento sostanzialmente muto che contrasta visibilmente con la volatilità e il disordine di queste settimane. In definitiva, lo sviluppo più probabile è che la Fed in questo 2025 allarghi un po' le maglie, in maniera però non sostanziale. **Flavio Carpenzano**, investment director reddito fisso di **Capital Group**, ad esempio, invita a non farsi eccessive illusioni: «A nostro avviso, l'esito più probabile quest'anno rimane il taglio dei tassi, anche se prevediamo che la Fed sarà paziente, prendendosi tutto il tempo prima di attuarli. Anche il mercato prevede riduzioni dei tassi: l'andamento dei future indica che le probabilità di un calo nel 2025 hanno raggiunto circa il 66% dopo la riunione del 19 marzo, rispetto al 50% di metà febbraio. Nel contempo, le aspettative di un rialzo quest'anno sono scese al di sotto del 10%. Il mercato sta scontando due o tre tagli di 25 punti base nel 2025, più alti dei due previsti dalla Fed».

**UNA CONVINZIONE PROFONDA**  
A questo punto, la domanda che tutti si pongono è perché Trump sia disposto a rischiare così tanto, in termini di popolarità presso gli elettori e di apertura di credito che era riuscito a ottenere presso svariati centri di potere statunitensi, per portare avanti le sue politiche protezionistiche. Per rispondere a questo quesito conviene innanzitutto tornare indietro nel passato. Facendo ciò, si scopre che l'attuale inquilino della Casa Bianca non ha sviluppato la sua ostilità nei confronti della globalizzazione l'altro ieri. Si tratta bensì di una parte fondamentale della propria visione del mondo che non è peraltro basata su presupposti del tutto falsi. Al riguardo conviene leggere con una certa attenzione le parole di **Tiffany Wilding**, economista di **Pimco**: «Come abbiamo scritto sin dal suo primo mandato nel 2017 (Trump 1.0), il presidente Trump, e soprattutto i consiglieri più influenti che lo circondano nel Trump 2.0, crede in ciò che afferma; non si tratta semplicemente di una posa. Nel 1987 (!), in un'intervista con Larry King, Trump disse di essere "stanco di vedere altri paesi fregare gli Stati Uniti" e nel 1988, al David Letterman show, parlò specificamente dei deficit commerciali come di un problema: "Se guardate a ciò che certi stati stanno facendo a questo Paese... Voglio dire, si sono completamente approfittati del Paese. Sto parlando di deficit commerciali. Vengono





*L'obiettivo è trasformare il Paese da un'economia basata sui consumi con un enorme deficit commerciale in una potenza manifatturiera. Ma prima di qualsiasi potenziale guadagno, ci sarà dolore, che l'amministrazione ritiene inevitabile "durante un periodo di transizione"*



**RAPHAEL OLSZYNA-MARZYS**  
international economist  
J. Safra Sarasin



qui e parlano di libero scambio. Ci rifilano auto e videoregistratori e tutto il resto". Trump si è opposto al Nafta nel 1993 e all'adesione della Cina all'Omc nel 2001».

Queste stringate considerazioni inducono a una conclusione potenzialmente drammatica: il Trump feroce a parole, ma parecchio incline ai compromessi del quadriennio 2017-2020, costituiva in realtà un'aberrazione, probabilmente generata da una certa inesperienza nella gestione del potere politico e da un non pieno controllo del Partito repubblicano. Se tale ipotesi si rivelasse giusta, i tre mesi di parziale tregua ora concessi difficilmente andrebbero a intaccare il desiderio di dare il via a quello che è per certi versi un progetto epocale.

#### IL CONCETTO CHIAVE

Nello specifico il concetto chiave è la reindustrializzazione e per realizzarla, nell'ottica trumpiana, qualche anno buio dovrebbe costituire un sacrificio necessario e più che sopportabile, perché foriero di un profondo riequilibrio dell'economia Usa. Questo immaginifico obiettivo viene riassunto in maniera molto chiara da **Raphael Olszyna-Marzys**, international economist di **J. Safra Sarasin**: «L'amministrazione insiste sul fatto che tutto ciò fa parte di un "grande riordino globale" che alla fine andrà a vantaggio degli Stati Uniti. La sua strategia

si basa sulla deregolamentazione, la privatizzazione, la riduzione del settore pubblico, le tariffe e gli sforzi per indebolire il dollaro. L'obiettivo è trasformare il Paese da un'economia basata sui consumi con un enorme deficit commerciale in una potenza manifatturiera. Ma prima di qualsiasi potenziale guadagno, ci sarà dolore, che l'amministrazione ritiene inevitabile "durante un periodo di transizione"».

#### UN'AMERICA DIVERSA DA OGGI

Trump, dunque, sembra immaginare un'America totalmente diversa da quella presente e che torni a essere la più grande potenza manifatturiera della Terra: de facto una negazione di tutto quello che il Gop ha promosso dall'avvento di Reagan in poi per riportare il Paese al dominio produttivo di cui disponeva negli anni '50. Infatti, il mix di dazi, tasse basse, meno regolamenti e abbondanza di energia a buon mercato dovrebbe innescare un boom produttivo senza precedenti. Una nuova era di espansione secolare che metta la parola fine a un assetto in buona parte incentrato su consumi insostenibili di beni importati dall'estero. Al di là dei costi sociali che tali sconvolgimenti genererebbero, sicuramente questa visione ultra-liberista e mercantilista al tempo stesso ha il merito di evidenziare problemi reali. È senz'altro difficile negare che vi siano

questioni di sostenibilità di lungo periodo nel modello economico americano, con i suoi deficit gemelli persistentemente elevati, nonostante l'enorme ascesa del proprio fenomenale comparto digitale, una valuta il cui ruolo di riserva forse oggi non è più così scontato e i fortissimi squilibri sociali del Paese.

#### LA RIVOLUZIONE IRREALISTICA

Le probabilità che la scommessa possa risultare vincente, però, non sembrano elevatissime, per ragioni evidenziate sempre da Raphael Olszyna-Marzys, di J. Safra Sarasin: «L'obiettivo di un'economia più equilibrata, sia a livello nazionale, sia internazionale, è apprezzabile. Dazi mirati, combinati con una coerente strategia di investimento nazionale, possono talvolta contribuire a rimodellare un'economia, come hanno dimostrato Taiwan e la Corea del Sud. Ma questa non è la strada che l'amministrazione ha intrapreso. E, come abbiamo già sostenuto in precedenza, dazi indiscriminati su tutte le importazioni, comprese quelle di beni che gli Stati Uniti non producono, né probabilmente produrranno, difficilmente potranno innescare una rinascita del settore manifatturiero. Se altri paesi reagiranno, il danno sarà ancora maggiore. L'aumento dei costi dei fattori di produzione eroderà la competitività delle imprese americane, mentre le risorse saranno destinate in modo errato a produttori inefficienti, minando la crescita a lungo termine».

Fuor di metafora, troppi sono gli ostacoli presenti sul sentiero di un eventuale ritorno alla centralità del manifatturiero made in Usa, fra i quali la mancanza di un tessuto di competenze industriali diffuso nella popolazione locale. Il rischio, dunque, è innescare un disastro che azzoppi in maniera permanente margini e utili delle maggiori società del Paese, che si troverebbero messe all'estremità delle filiere e dei mercati di sbocco globali. Le conseguenze sui già scricchiolanti listini americani sarebbero abbastanza scontate; quelle di lungo periodo sugli equilibri mondiali e sul ruolo del dollaro costituiscono, invece, un colossale punto di domanda. A dare retta però alle voci dello scorso 9 aprile, non si può ormai escludere più nulla: gli investitori dovranno quindi prepararsi all'eventualità di esplosioni di volatilità ed eventi stremi in grado di rivaleggiare con quanto sperimentato durante le più acute fasi di crisi del passato.

# L'Unione si difende

di Boris Secciani



L'atteggiamento di Donald Trump nei confronti dell'Europa ha spinto ai limiti della rottura l'alleanza storica con il Vecchio Continente, che ha dovuto, in un lasso di tempo estremamente limitato, ridisegnare il proprio futuro e decidere un massiccio piano di investimenti militari. Oltre a programmare l'esborso di 800 miliardi di euro per potenziare il proprio armamento, l'Unione sta redigendo un piano strategico per promuovere la cooperazione tra gli stati membri e l'industria bellica. Ma il vero salto quantico è stato compiuto dalla Germania, dove il neocancelliere Merz ha deciso di emendare la costituzione e di esentare dal tetto al debito pubblico gli investimenti nella difesa e nelle infrastrutture. In questi settori, la coalizione di governo fra democristiani e socialisti si prefigge di spendere circa un trilione di euro nel prossimo decennio. In altre parole, al di qua dell'oceano si sta pensando di abbracciare una politica di forte espansione fiscale, con crescita in deficit, raccogliendo quello che era il ruolo degli Usa nel quadriennio di Biden. Indubbiamente, il grande punto di domanda è come si finanzia il piano senza che la situazione

**fiscale della Ue si deteriori in modo significativo. Inutile dire che sulla realizzazione di questo progetto pesa una pesante incognita: la frammentazione dell'Unione Europea**

Esattamente quattro anni fa il mondo stava ancora lottando con la pandemia. L'Italia era divisa in zone colorate, mentre le speranze di tornare alla normalità erano affidate a vari vaccini la cui distribuzione era appena iniziata. All'epoca, l'intero pianeta si stava chiedendo che cosa avrebbero portato gli anni successivi, in un clima di incertezza totale. Era evidente che il placido tran tran macroeconomico del precedente decennio, dominato dal Qe di quasi tutte le banche centrali con l'inimmaginabile fenomeno dei tassi negativi, non sarebbe più tornato. Al tempo stesso, però, quanto accaduto in questi ultimi 48-50 mesi sfiora i confini della fantapolitica e della fantaeconomia. La difficile ricostruzione delle catene di fornitura nel dopo Covid e il più sanguinoso conflitto in Europa dalla fine della seconda guerra mondiale hanno fatto scoppiare in maniera virulenta e inaspettata l'inflazione. Quest'ultima ha portato non solo a un'inversione a U nell'atteggiamento delle autorità monetarie, ma anche a un loro parziale ritorno a una maggiore ortodossia delle politiche di lungo respiro.

Questi eventi probabilmente hanno dato una spinta decisiva alla rielezione di Donald Trump,

la cui popolarità è stata ampiamente sostenuta dalla rabbia di ampie fasce della popolazione americana per il caro-vita. Il successore di Biden, in poche settimane dal suo ritorno al potere, ha spinto ai limiti della rottura, o quanto meno a un grado di tensione inusitato, la storica alleanza con le nazioni europee. I paesi del Vecchio continente, e qui si arriva al più incredibile degli sviluppi, hanno dovuto in pochissimo tempo compiere un autentico salto nel buio, dal punto di vista economico, militare, politico e persino filosofico con il piano della Commissione sul massiccio aumento degli investimenti militari.

### TANTI MILIARDI DI EURO

Per capire la portata di quanto proposto conviene innanzitutto fare un breve riassunto dei piani dell'Ue. Aiuta al riguardo la sintesi di **Giacomo Calef**, country head Italia di **Ns Partners**: «Il 4 marzo 2025, la presidente della Commissione europea, Ursula von der Leyen, ha presentato il piano "Rearm Europe", un'iniziativa da 800 miliardi di euro destinata a potenziare le difese degli stati membri. Questo piano prevede l'emissione di 150 miliardi di euro in prestiti e offre a ogni paese la possibilità di incrementare la spesa per la difesa senza violare le rigide regole fiscali dell'Unione. Le risorse saranno destinate a migliorare le capacità di difesa aerea e missilistica, i sistemi di artiglieria e la preparazione cibernetica, rispondendo alle crescenti sfide geopolitiche e alla necessità di ridurre la dipendenza dalle forniture esterne. Parallelamente, la Commissione europea sta sviluppando una nuova "Strategia industriale per la difesa europea", con l'obiettivo di promuovere la cooperazio-



*La presidente della Commissione europea, Ursula von der Leyen, ha presentato il piano "Rearm Europe", un'iniziativa da 800 miliardi di euro destinata a potenziare le difese degli stati membri(...) Parallelamente, la Commissione europea sta sviluppando una nuova "Strategia industriale per la difesa europea", con l'obiettivo di promuovere la cooperazione tra i Paesi membri e l'industria della difesa. Questa scelta mira a ridurre la frammentazione degli acquisti, incentivando l'acquisizione congiunta di capacità militari*



**GIACOMO CALEF**  
country head Italia  
Ns Partners



ne tra i Paesi membri e l'industria della difesa. Questa scelta mira a ridurre la frammentazione degli acquisti, incentivando l'acquisizione congiunta di capacità militari per ridurre i costi e migliorare l'interoperabilità tra le forze armate europee. Il piano prevede anche l'istituzione di fondi specifici destinati a sostenere la produzione di munizioni e a rafforzare le capacità industriali difensive dell'Ue».

La lettura di questo intervento, peraltro, spiega il rimando iniziale ai giorni della pandemia: era da allora che non si vedeva una simile unità di

intenti nel panorama politico europeo, cui si accompagna un altrettanto celere e intenso abbandono dei vincoli di bilancio dell'Ue. In tutto ciò, forse, la vera rivoluzione copernicana va ricercata nella politica tedesca. Il neocancelliere Merz (ricordiamolo, un conservatore) è riuscito a raggiungere a grande velocità un difficile compromesso con i verdi per emendare la costituzione tedesca. Il nuovo provvedimento permette, infatti, di esentare dal tetto al debito pubblico gli investimenti nella difesa e nelle infrastrutture. Proprio in questi due ambiti, la coalizione di governo fra democristiani e socialisti si propone di spendere qualcosa come un trilione di euro nel prossimo decennio. Tanto per dare un'idea della dimensione di una simile quantità di denaro, si tratta di più di un quinto dell'attuale Pil annuale della Repubblica Federale.

### UNA SVOLTA EPOCALE

Il mondo, dunque, è cambiato ancora una volta in una direzione ai limiti dell'assurdo e con una violenza inusitata. Siamo ancora lontani dalla nascita di un esercito comune a livello continentale, resta però il fatto che il Rearm Eu e l'abbandono della dottrina dell'austerità da parte della Germania segnano un punto di svolta epocale, che potrebbe fare pensare a un nuovo Pnrr al cubo. In questo contesto, come si vedrà nei prossimi paragrafi, i mercati già da





**MONICA DEFEND**  
head of  
Amundi Investment Institute



*Nel 2024, il continente ha speso il 2% del Pil per la difesa, ma ora deve rafforzare rapidamente le sue capacità militari. Vale la pena ricordare che negli anni '60, nonostante fosse protetta dall'ombrello militare statunitense, l'Europa spendeva il 3-4% del Pil per la difesa*



mesi anticipavano la possibilità di una svolta di questo genere. In effetti, anche se ciò che si sta vedendo rappresenta un salto quantico, il clima geopolitico non è dei più tranquilli già da molti anni, fatto che aveva già spinto diversi paesi europei (e non solo) a incrementare i propri budget per la difesa. Da questo punto di vista è interessante il commento di **Monica Defend**, head of **Amundi Investment Institute**: «L'annuncio di disimpegno militare degli Stati Uniti segna l'inizio di una nuova era, in cui l'Europa deve assumersi la responsabilità della propria sicurezza, scelta che non è ancora del tutto pronta a fare. Nel 2024, il Continente ha speso il 2% del Pil per la difesa, ma ora deve rafforzare rapidamente le sue capacità militari.



Vale la pena ricordare che negli anni '60, nonostante fosse protetta dall'ombrello militare statunitense, l'Europa spendeva il 3%-4% del Pil per la difesa».

### UNA CARA MEAN REVERSION

Ciò che sta accadendo, dunque, anche se su presupposti completamente nuovi, può, da una parte, essere letto come una discontinuità di paradigma senza precedenti, ma, dall'altra, anche come il ritorno a una realtà che era assolutamente comune durante la guerra fredda. Non è infatti incredibile pensare che gli storici inquadreranno il periodo che va dalla seconda metà degli anni '80 ai primi anni 2000 come un breve e fortunato interludio fra la fine del vecchio ordine e l'avvio di una nuova era di problemi. Uno di questi è che i progetti europei, qualunque sia l'opinione che se ne possa avere, devono fare i conti con diversi ostacoli. Il primo è sicuramente un quadro economico piuttosto difficile. Al riguardo, vale la pena leggere queste semplici ma pregnanti righe del Team economico di **Payden&Rygel**: «Di recente, i rendimenti dei Bund tedeschi a 10 anni hanno registrato un'impennata di 43 punti base, il più importante aumento settimanale mai riportato dalla fine degli anni '90. Un movimento improvviso, innescato dalle dichiarazioni del cancelliere Friedrich Merz, che ha annunciato che la Germania aumenterà la spesa per la difesa e svincolerà la politica fiscale dai limiti del debito pubblico, poiché è disposta a fare "tutto il necessario"; ciò ha fatto eco alle parole dell'ex presidente della Bce Mario Draghi, quando nel 2012 si impegnò a salvaguardare la moneta unica nel contesto della crisi del debito europeo. Ma anche le azioni tedesche hanno registrato un balzo, superan-

do di gran lunga la performance degli Stati Uniti da un anno a questa parte, evento raro negli ultimi tempi».

Il ragionamento contiene una serie di ingredienti chiave sul futuro europeo, nel bene e nel male. In questa fase in cui l'amministrazione Trump sta forse iniziando una pericolosissima manovra di riequilibrio epocale dell'economia statunitense con l'obiettivo di tornare al dominio industriale globale, lo scenario più probabile è che, se tali piani dovessero venire portati avanti con convinzione, il Paese entrerebbe in una seria recessione cui farebbero seguito diversi anni difficili. Al contempo, il Vecchio continente sta pensando di andare a briglia sciolta verso una politica di forte espansione fiscale, che potrebbe addirittura surriscaldare l'economia. L'Unione Europea, dunque, si porrebbe come improbabile campione della crescita in deficit, raccogliendo quello che era il ruolo degli Usa nel quadriennio di Biden. A testimonianza di questo terremoto, si può trovare il clamoroso ribaltamento dei rendimenti azionari relativi sui due lati dell'Atlantico negli ultimi mesi. Il problema è che, come riportato nel precedente paragrafo, nel mondo attuale è tornata la palpabile presenza dei bond vigilantes. Sicuramente non è il caso di ricavare da un estemporaneo movimento dei titoli di stato tedeschi conclusioni nette, anche perché la Germania è l'unica economia europea di grandi dimensioni che si può permettere vasti deficit, ma il dubbio di non essere più nello scenario para-giapponese degli anni '10 è lecito.

### ADDIO BCE SUPER-COLOMBA

Tutto ciò perché l'inflazione stenta a essere domata del tutto, con una Bce che non appare

più in modalità super-colomba. Nello specifico è probabile, secondo **Neil Mehta**, BlueBay portfolio manager, investment grade di **Rbc BlueBay**, che già dal prossimo meeting il taglio dei tassi venga messo in pausa. «Il membro del consiglio Schnabel ha aperto la porta a una pausa nel ciclo di tagli dopo la riunione di marzo, in quanto l'impatto restrittivo del passato inasprimento della politica monetaria sta svanendo visibilmente. Si potrebbe sostenere che la visione sembra ancora restrittiva, visto che gli indici Pmi indicano una crescita modesta e gli indicatori salariali evidenziano un'ulteriore disinflazione nel 2025. Schnabel ritiene che i tassi neutrali siano compresi tra il 2% e il 3%, mentre una recente ricerca della Bce colloca il livello teorico tra l'1,75% e il 2,25%. Data l'influenza di Schnabel e le incertezze geopolitiche, le probabilità che la Bce si fermi alla prossima riunione sono aumentate».

Il peso e il prestigio personale di Isabel Schnabel, in qualità di membro tedesco del board della Banca Centrale Europea, non devono essere sottovalutati, anche perché potrebbero rappresentare una sorta di compromesso necessario nell'alveo degli equilibri di potere teutonici. In pratica, si a maggiori disavanzi, con però la Bce che rimane focalizzata sul proprio originario mandato di contrasto all'incremento dei prezzi. Come si può notare dai numeri riportati, in verità non è che le condizioni finanziarie imposte dalle autorità monetarie sarebbero in sé così restrittive. Le curve dei bond governativi sono però tornate a essere decisamente ripide (curiosamente, in maniera particolarmente acuta proprio in Germania), fenomeno che indica chiaramente che i mercati si aspettano nel medio termine una spinta sul costo della vita più intensa rispetto al passato. Gli spread continuano a essere molto contenuti. Ma se si innescasse un maggiore grado di volatilità anche su tale fronte, implementare il Rearm Eu non sarebbe più così scontato.

### RITORNO ALL'IMMOBILISMO?

In pratica il grosso punto interrogativo di questi complicati tempi è come pagare un simile piano di riarmo, tentando di non rendere troppo evidente un ulteriore deterioramento del quadro fiscale dell'Ue. Alcune risposte sono contenute nel libro bianco di accompagnamento al Rearm Eu recentemente pubblicato. Diverse proposte in esso contenute costituiscono senz'altro un (relativo) low hanging fruit che si potrebbe cogliere senza eccessivi patemi, come ben specifica **Roberto Rossignoli**, head of research e senior portfolio



*Schnabel ritiene che i tassi neutrali siano compresi tra il 2% e il 3%, mentre una recente ricerca della Bce colloca il livello teorico tra l'1,75% e il 2,25%. Data l'influenza di Schnabel e le incertezze geopolitiche, le probabilità che la Bce si fermi alla prossima riunione sono aumentate*



**NEIL MEHTA**  
BlueBay portfolio manager,  
investment grade  
Rbc BlueBay



manager di **Moneyfarm**: «La direzione ci sembra chiara e, nonostante l'elevato debito pubblico di molti paesi dell'Unione Europea, riteniamo che ci siano margini per un piano di riarmo. Oltre al diretto incremento della spesa pubblica nazionale, i membri dell'Ue hanno diverse strade da percorrere. Una prima opzione potrebbe essere rappresentata dai fondi non utilizzati per il Recovery and resilience facility. Si stima che ci siano almeno 100 miliardi di euro inutilizzati o che possano comunque essere reindirizzati verso il settore della difesa (0,5%-0,6% del Pil europeo). Una seconda opzione potrebbe essere di utilizzare enti sovranazionali come la Banca Europea degli Investimenti o di crearne di appositi, in cui i governi potrebbero utilizzare la leva bancaria ed erogare prestiti per alimentare la difesa continentale».

### ARRIVA L'ARTIGLIERIA PESANTE

Per potere, però, mettere sul tavolo l'artiglieria pesante (in questo caso letteralmente) serviranno più soluzioni e più creative. Alcune sono elencate dallo stesso Rossignoli: «Ci sono poi opzioni politicamente più complesse, ma tecnicamente fattibili, che potrebbero facilitare l'esecuzione del piano, come, ad esempio, un programma di indebitamento comune, tipo la Next Generation Eu, specificatamente pensato per il settore della difesa. Questa scelta comporterebbe costi di indebitamento contenuti ed eviterebbe l'impatto sul bilancio dei singoli stati. Alternativamente, si potrebbe

ricorrere all'European Stability Mechanism. Un'altra opzione potrebbe essere l'utilizzo degli asset o dei proventi russi, attualmente congelati. Le possibilità sul tavolo sono quindi molteplici e, anche senza arrivare alla cifra di 800 miliardi indicata, possono dare uno stimolo all'iniziativa europea».

Quanto evidenziato finora porta forse alla ribalta un'altra fondamentale incertezza: l'ormai tradizionale e parossistica titubanza e frammentazione politica europea. È vero che l'aggressività e gli elementi di rottura del nuovo corso di Washington hanno spinto a una risposta di grande carattere da parte degli europei, ma resta da determinare se questa spina dorsale verrà mantenuta di fronte al conto inevitabilmente salato. Infatti, i politici del Continente devono rispondere a elettori non particolarmente orientati ai sacrifici. L'avversione ad ampliare i budget militari è decisamente diffusa in Italia, ma anche una nazione come la Francia, che finora si è distinta per grande dinamismo, rischia di dovere imporre tagli alla spesa sociale difficilmente digeribili da parte della popolazione. In definitiva, o si ritorna a una politica monetaria marcatamente espansiva da parte della Bce (magari aggiungendo pure il buon vecchio Qe), oppure, Repubblica Federale Tedesca a parte, un po' tutti dovranno imporre dolorose limitazioni alla protezione sociale e ai servizi pubblici garantiti, sforbicate che ragionevolmente diverranno sempre meno probabili man mano che l'orizzonte temporale delle decisioni si dilaterà.

# Tra “Le Stars” sui mercati e i piedi per terra

**L'autonomia della difesa in Europa è un tema che sta catturando l'attenzione dei mercati. Tuttavia, rimangono diverse difficoltà sistemiche, legate, sia ai parametri di bilancio decisi da Bruxelles, sia alla condizione finanziaria dei singoli Paesi. Un altro grande punto di domanda è come procedere affinché si raggiunga questa autonomia, visto che la via autarchica al riarmo pone la grande questione delle capacità tecnologiche delle economie dell'Ue e del livello di digitalizzazione del Vecchio continente. C'è un vero e proprio divario tra Europa, da un lato, e Stati Uniti e Cina, dall'altro, che fa supporre la necessità, se non altro nel breve periodo, che il piano di difesa possa essere implementato avvalendosi dell'alleato d'oltre oceano. Solo un impegno congiunto e una forte determinazione potrebbero trasformarlo, col tempo, in un'au-**

**spicata rivoluzione che, grazie ai sacrifici dei cittadini, permetta di raggiungere un primato tecnologico, che per il momento è una mera chimera nel Continente**

«La spinta dell'Europa verso l'autonomia della difesa ha avuto un impatto significativo sui mercati finanziari, con un'impennata dei titoli del comparto, grazie alla forte fiducia nella crescita di questo settore a lungo termine». Il commento, particolarmente incoraggiante per gli investitori, è di **Aneeka Gupta**, director macroeconomic research di **WisdomTree**, che esplicita la speranza di assistere a una rottura di equilibri consolidati da oltre un decennio sui mercati finanziari. Chi opera in borsa tende spesso a unire in gruppi dotati di etichette accattivanti alcune aziende leader, spesso estremamente differenti fra loro, che dovrebbero beneficiare di trend secolari. La difesa europea è entrata pienamente in questa tipologia, grazie alle sei principali imprese dell'Ue appartenenti a questo setto-

*Continua a pag 26*

# Tanta cybersecurity e non solo armi tradizionali



**ANDREW YE**  
investment strategist  
Global X



*L'intersezione fra tecnologie civili e militari sta aumentando in misura notevole. Questo sviluppo sta portando alla firma di un numero crescente di contratti (e sempre più ingenti) con player che tradizionalmente non rientrano nell'ambito del comparto della difesa*



Nel famoso trattato “L’arte della guerra” di Sun Tzu, tuttora uno dei testi più importanti per gli studiosi di dottrina militare, nonostante sia stato scritto intorno al quinto secolo avanti Cristo, l’autore identificava la struttura dei conflitti come qualcosa di molto più ampio rispetto a quanto accade sul campo di battaglia. Per la prima volta nella storia, veniva analizzato l’impatto politico, economico e persino culturale che una guerra impone a tutte le parti coinvolte. Molto è stato scritto sul fatto che l’opera sia stata composta nella cosiddetta “Era dell’autunno e primavera”, una fase della storia cinese che di recente sempre più viene paragonata allo scenario attuale. Entrambi i periodi, infatti, sono caratterizzati da una marcata erosione del potere centrale dominante. Non sorprendentemente, in questi primi decenni del ventesimo secolo, il fenomeno viene accelerato in maniera enorme da continue disruption tecnologiche.

## TRE NUOVE TENDENZE

In particolare, tre tendenze intersecate tra loro stanno conquistando una valenza strategica sempre più cruciale: la crescita dell’importanza dell’Ai, il sempre maggiore ruolo di tutto ciò che rappresenta veicoli non guidati dall’uomo e i problemi di sicurezza informatica che ne derivano. I conflitti del futuro richiederanno, infatti, la gestione e l’elaborazione di una quantità di dati oggi ai confini dell’inimmaginabile.

Questo paradigma apre le porte a trasformazioni sociali profondissime, che portano conseguenze economiche e finanziarie che **Andrew Ye**, investment strategist di **Global X** così riassume: «La cybersecurity e i veicoli a guida autonoma sono emersi come nuove aree del settore della difesa. Entrambi hanno tratto vantaggio dal progresso tecnologico e oggi attraggono una quota crescente dei budget militari. L’intersezione fra tecnologie civili e militari sta aumentando in misura notevole. Questo sviluppo sta portando alla firma di un numero crescente di contratti (e sempre più ingenti) con player che tradizionalmente non rientrano nell’ambito del comparto della difesa. Dall’altra parte, anche i grandi contractor militari stanno beneficiando dall’aumento delle spese in questo ambito, come si può evincere dalla quantità di ordini in portafoglio. Essi, inoltre, stanno applicando nuove metodologie per sfruttare meglio le fonti di dati di cui già dispongono».

## CHI DIVORA IL PASTO DEGLI INCUMBENT

Tutto ciò sembra evocare quanto già visto in molti comparti a partire dagli anni ‘90: l’emersione di colossi tecnologici che si mettono nella posizione di divorare il pasto di incumbent che esistono in alcuni casi dagli albori del capitalismo. L’elemento interessante è che di una simile rivoluzione, ad esempio nell’alveo della cybersecurity, i mercati non si sono ancora accorti pienamente. **Rahul Bhushan**, global head of index di **Ark Invest Europe**, rimarca la creazione di un ambiente che vedrà una netta distinzione fra vincitori (presumibilmente pochi) e sconfitti: «La cybersecurity è uno dei settori la cui importanza ancora non è del tutto riconosciuta dagli investitori. Infatti, la nuova rivoluzione digitale portata dall’Ai sta moltiplicando le minacce alla sicurezza. Detto ciò, non tutte le aziende in questo settore sono uguali: è bene cercare esposizione alle società che sono le chiare vincitrici in questo segmento e che sono in grado di generare una crescita dei free cash flow sostenibile e l’aumento dei propri margini».



## LA DEBOLEZZA TECNOLOGICA E CULTURALE EUROPEA

L'analisi portata avanti finora sembra purtroppo ancora una volta dipingere un quadro non dei più promettenti per l'Europa, che si trova a colmare un gap in certi ambiti spaventoso. Un caso portato all'attenzione da **Aneeka Gupta** director macroeconomic research di **WisdomTree**, appare particolarmente significativo: «Ormai la cronaca offre continuamente esempi di come i progressi di strumenti di intelligenza artificiale all'avanguardia stiano creando nuovi rischi che richiedono controlli di sicurezza informatica più efficaci. L'anno scorso, Google ha fatto notizia per avere offerto 23 miliardi di dollari per l'acquisizione di Wiz, una startup nel campo della sicurezza in-the-cloud. Il fatto che le big tech siano disposte a pagare cifre esorbitanti per acquisire capacità avanzate di sicurezza informatica la dice lunga. Ma il rifiuto dell'offerta da parte di Wiz ci dice ancora di più sul reale valore attuale del settore».

## TANTI CAPPI AL COLLO PER IL VECCHIO CONTINENTE

In parole semplici, le cifre riportate mostrano con chiarezza di quali enormi risorse godano gli hyperscaler statunitensi (per non parlare di quelli cinesi). I paesi dell'Ue, d'altro canto, devono affidare la propria rincorsa tecnologica all'impulso dato da casse statali non delle più solide. La minore dimensione aziendale, nonché la scarsa propensione a rischiare in tecnologie disruptive, appaiono oggi come cappi al collo di quasi tutto il Vecchio continente e non solo di fragili economie mediterranee come l'Italia. Infine, oltre a mettere in conto un ben maggiore impegno finanziario, se l'Ue vuole davvero rimanere protagonista nei prossimi decenni, dovrà compiere, per così dire, un salto culturale enorme per gestire un probabile autentico crollo di prassi consolidate in alcuni casi da secoli.

## CRESCONO I RISCHI GEOPOLITICI

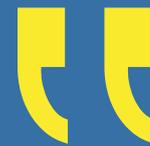
Ancora Aneeka Gupta offre altri interessanti spunti: «I modelli di intelligenza artificiale stanno diventando sempre più avanzati. Se l'anno scorso un deepfake era abbastanza convincente da orchestrare una truffa da 25 milioni di dollari, è facile immaginare quanto sia diventato indiscernibile oggi. Qualche tempo fa era sufficiente non lasciare la password in piena vista nella propria postazione di lavoro, ma ora l'aspetto umano della sicurezza informatica si è evoluto, abbracciando la necessità di sviluppare l'istinto per mettere in discussione e contestare tutto ciò che vediamo nel mondo digitale. Inoltre, i rischi geopolitici si intensificano. Nel 2024, gran parte del mondo è stata chiamata alle urne e sebbene l'impatto della disinformazione sulle menti individuali sia difficile da quantificare, l'annullamento delle elezioni presidenziali in Romania a dicembre ha messo in evidenza che attori sostenuti da uno stato possono ostacolare i processi democratici. Si tratta di minacce geopolitiche sempre più sofisticate e frequenti».

## ATTACCO ALL'INTELLAIATURA ECONOMICA

Qualsiasi cosa si pensi della vicenda romena e del variegato mondo delle fintech, va riconosciuto (e velocemente) che oggi le guerre si combattono e si vincono in grande misura attaccando l'intellaiatura economica, politica e sociale di una nazione attraverso l'uso di soluzioni tecnologiche che aprono scenari totalmente nuovi. Un mondo in cui le tradizionali metriche con cui viene valutata la potenza di un paese rischiano di diventare irrilevanti a fronte di droni da quattro soldi in grado mettere fuori uso asset militari costosissimi, di hacker in grado violare data center di importanza cruciale e di contenuti Ai che possono velocemente seminare discordia, sfiducia e caos nella più avanzata delle società.



**ANEKA GUPTA**  
director macroeconomic  
research  
WisdomTree



*Ormai la cronaca offre continuamente esempi di come i progressi di strumenti di intelligenza artificiale all'avanguardia stiano creando nuovi rischi che richiedono controlli di sicurezza informatica più efficaci*





*In borsa ci sono ora sei nuovi idoli, "Le Stars", acronimo dietro al quale si nascondono Leonardo, Saab, Thales, Airbus, Rheinmetall e Safran*



**CLÉMENT INBONA**  
fund manager  
La Financière de l'Échiquier

re, come ricorda **Clément Inbona**, fund manager di **La Financière de l'Échiquier**: «Dimenticate le "magnifiche sette", quella cerchia chiusa formata dai giganti statunitensi della tecnologia e soprattutto dell'AI. In borsa ci sono ora sei nuovi idoli, "Le Stars", acronimo dietro al quale si nascondono Leonardo, Saab, Thales, Airbus, Rheinmetall e Safran. Queste società quotate dell'Unione Europea sono le principali protagoniste del segmento della difesa e dell'aeronautica. Un'industria in piena effervescenza».

Pensare che le sei stelle citate dal gestore francese possano creare, grazie al loro dinamismo, un ambiente sistematicamente favorevole agli asset rischiosi continentali, cementando quindi la tendenza degli ultimi mesi, è una tesi affascinante, immaginifica e assolutamente realizzabile. Detto ciò, le difficoltà sistemiche non mancano: oltre al poco incoraggiante combinato di politica monetaria e di realtà dei conti pubblici di vari paesi, vi è forse una questione ancora più cruciale introdotta dallo stesso Clément Inbona: «Eppure, per fornire una risposta efficace a questa sfida strategica, sono ancora tante le questioni da affrontare. A livello di bilancio, innanzitutto, visto che i crediti legati alla difesa derogheranno dal rigido schema di bilancio di Bruxelles che limita il deficit al 3%. Un grande passo avanti. Inoltre, alcuni stati membri, la Francia in particolare, chiedono che le spese siano destinate in via prioritaria alle imprese continentali, mentre altri, come la Germania, si mostrano più

### POCA DISRUPTION HI TECH

Molti, probabilmente, si chiederanno (a ragione) perché proprio la Germania, la nazione con le maggiori risorse da spendere in questo progetto e in possesso di un tessuto manifatturiero superbo, sia titubante nel perseguire la via autarchica al riarmo. La risposta va cercata nella realtà tecnologica, non eccessivamente incoraggiante, delle maggiori potenze europee. Ancora una volta emerge il quadro di un blocco economico che vanta risorse intellettuali eccellenti, capacità industriali sopraffine in alcuni segmenti consolidati, ma che fa una fatica enorme ad adattarsi al mondo digitale. Sfortunatamente, la difesa del futuro passa sempre di più attraverso paradigmi di sviluppo che favoriscono gli Stati Uniti,

che peraltro investono da sempre nell'integrazione tra l'ambito civile e quello militare, e la Cina.

A questo punto vale dunque la pena dare una rapida scorsa ad alcuni comparti particolarmente cruciali per i conflitti dei prossimi decenni. **Roberto Rossignoli**, head of research e senior portfolio manager di **Moneyfarm**, spiega: «Il settore della difesa si è evoluto notevolmente negli ultimi anni con l'intelligenza artificiale, i big data, le tecnologie ipersoniche, i droni avanzati, i sistemi autonomi e quelli satellitari spaziali che svolgono ruoli sempre più importanti. L'AI e i big data stanno migliorando la capacità decisionale e l'efficienza operativa, mentre le tecnologie ipersoniche stanno rivoluzionando la velocità e la precisione delle operazioni militari. Inoltre, i droni e i sistemi autonomi diventano sempre più cruciali, così come i sistemi satellitari spaziali, che avranno un impatto crescente sulla sicurezza e la difesa. Infine, la cybersecurity e le biotecnologie militari sono comparti emergenti che si prevede contribuiranno in modo significativo allo sviluppo futuro del settore».

### ACQUISTI ALL'ESTERO

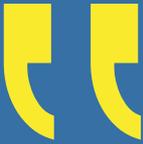
Riuscirà l'Europa a colmare queste lacune? Difficile oggi fare una previsione, ma, di sicuro, in questo ambito il Vecchio continente si gioca un pezzo importante del proprio avvenire. Se, però, anche la più potente economia dell'Eurozona è costretta a importare massicciamente tecnologia militare, non bisogna stupirsi della cautela che **Steven Bell**, chief economist Enea



di **Columbia Threadneedle Investments**, mostra: «Per la Germania, che attualmente ha una crescita debole e tassi di interesse bassi, questo allentamento fiscale potrebbe fare un'enorme differenza. Da quando la Russia ha annesso la Crimea nel 2014, l'Unione Europea, e in particolare la Germania, ha incrementato le spese per la difesa, avvicinandosi all'obiettivo Nato del 2% del Pil. Tuttavia, un'enorme quota di questo budget per gli acquisti viene destinata all'estero, principalmente verso gli Stati Uniti; non potendo più fare affidamento sul supporto incondizionato della controparte Usa, però, l'Europa si sta organizzando per assumere iniziative più autonome. Ciò significa spendere maggiormente per la produzione interna, ma è una richiesta difficile. Oggi, il settore della difesa europeo è al di sotto delle sue potenzialità, perché, ad esempio, il Vecchio continente non ha la capacità di costruire droni, un elemento fondamentale delle guerre moderne, e non produce neppure i missili anti-droni, che attualmente vengono realizzati negli Stati Uniti».

#### UN REARM EU TOPOLINO?

Non è realistico peraltro ipotizzare che il gap verrà colmato in tempi brevi, anche in presenza di un massiccio grado di risolutezza da parte della classe politica dell'Unione. Qualche dettaglio al riguardo viene fornito da **Monica Defend**, di **Amundi Investment Institute**, che elabora una road map non particolarmente ottimistica: «Il Programma industriale di difesa europeo, presentato nel marzo 2024, mira a sviluppare e a rafforzare l'industria militare continentale. L'iniziativa incoraggia gli stati membri ad acquistare congiuntamente attrezzature per la difesa e a rifornirsi in Europa per il 50% entro il 2030, salendo al 60% prima del 2035. L'idea è costruire catene di approvvigionamento paneuropee, ma nella pratica ci sono molti ostacoli. Nonostante la volontà politica, la costruzione di un'industria europea della difesa unificata richiederà molti anni». La conclusione di quest'ultimo intervento induce a riflettere su un pericolo forse ancora più insidioso di una crisi fiscale, di un Qe scatena-inflazione da parte della Bce o persino di una rinnovata frattura fra Nord e Sud dell'Europa. Lo scenario che può essere etichettato come dav-



Oggi, il settore della difesa europeo è al di sotto delle sue potenzialità, perché, ad esempio, l'Europa non ha la capacità di costruire droni, un elemento fondamentale delle guerre moderne, e non produce nemmeno i missili anti-droni, che attualmente vengono realizzati negli Stati Uniti

**STEVEN BELL**  
Chief economist Emea  
Columbia Threadneedle Investments



vero sconsolante è sintetizzato sempre da Monica Defend: «A medio termine, la buona notizia è che tutto ciò consentirà all'Europa di incrementare i propri investimenti tecnologici e la propria base industriale. Tuttavia, nel breve termine, in assenza di un mercato unico della difesa, gran parte dell'aumento della spesa militare dell'Ue andrà principalmente a beneficio degli Stati Uniti. Questo fatto potrebbe aiutare l'Unione a evitare una guerra commerciale su larga scala con gli Usa, a patto, però, che l'amministrazione statunitense si astenga dal tassare le esportazioni europee».

In pratica, dopo tanti immaginifici progetti, si finirebbe a spendere un bel po' di soldi per tenere buono il potente (ex?) alleato d'oltre oceano e, in definitiva, offrire in via indiretta l'ennesima serie di sussidi alle industrie esportatrici del Continente. Affinché il volo delle stelle della difesa continui ancora a lungo e si trasformi nella rivoluzione epocale promessa, bisogna, per usare un'espressione trita, gettare il cuore oltre l'ostacolo e fare in modo che i sacrifici che probabilmente verranno chiesti ai cittadini si traducano in un rinnovato primato tecnologico che oggi si fa fatica a intravedere.

# La rivoluzione è già qui e sarà cataclisma

di Boris Secciani

Nel 2024, nel nostro Paese è avvenuto ciò che già veniva pronosticato da tempo: gli strumenti digitali hanno superato il contante come metodo per pagare i consumi. Nello specifico, le cifre esatte vengono riportate dall'Osservatorio Digital Content del Politecnico di Milano: «Nel 2024, il 43% dei consumi è stato regolato con strumenti elettronici (la percentuale si fermava al 29% nel 2019 - n.d.r.), mentre l'uso del contante si è fermato al 41%, con la restante parte pagata tramite bonifici, addebiti in conto corrente e assegni. Tra le modalità più utilizzate, si confermano in forte espansione i pagamenti contactless, che rappresentano quasi il 90% delle transazioni elettroniche in negozio, con un transato di 291 miliardi di euro (+19%)».

Forse proprio quest'ultimo dato fornisce uno degli spunti più interessanti sull'evoluzione dei pagamenti in Italia: la Penisola sta passando molto rapidamente da una situazione di marcata arretratezza a una in cui la digitalizzazione degli acquisti non solo è diventata realtà, ma lo ha fatto saltando a

piedi uniti verso gli approcci tecnologici più avanzati.

## I SOFTWARE POS ESPLODONO

Per comprendere meglio il fenomeno, conviene rivolgersi ancora a quanto riportato dal Polimi: «Il numero di Pos in Italia ha raggiunto 3,5 milioni, con una crescita significativa delle soluzioni software Pos (152.000 unità installate, contro le quasi 40.000 del 2023). I pagamenti innovativi (tramite cellulare e wearable) raggiungono 56,7 miliardi di euro, in crescita del 53% e pari al 12% del transato con strumenti digitali». In un anno, la quantità di software Pos installati si è quasi quadruplicata: questo tipo di prodotti permette non solo di processare i pagamenti, ma anche di espletare direttamente parecchie funzioni vitali per la propria azienda, quali il mantenimento degli inventari, il calcolo del totale delle vendite e altri. Il quadro che emerge dall'analisi appena riportata, dunque, è un continuo processo di innovazione e mutamento culturale in divenire, in cui non ci sarebbe da stupirsi se, entro po-

chi anni, una fetta enorme delle transazioni condotte dagli italiani nei punti vendita fisici avvenisse da smartphone a smartphone senza contatti e senza neppure tirare fuori una carta fisica. A sua volta, l'esercente regolerebbe all'istante o quasi non pochi aspetti della gestione dell'attività giornaliera.

## VIA LENTEZZA E OSTACOLI

Un simile paradigma appare ancora più impressionante della continua crescita dell'e-commerce, sempre più spesso basato su carte virtuali a loro volta collegate a wallet digitali: in questo caso è lo shopping fisico che in termini relativi sta sperimentando l'impatto maggiore. In particolar modo, in una realtà come quella italiana, rimasta parzialmente legata a un modello decisamente antico di piccolo commercio. Infatti, la rivoluzione, quasi antropologica, che è arrivata nel giro di pochi anni fra gli acquirenti, è andata di pari passo con un'autentica mutazione genetica anche da parte di chi vende.

Interessante al riguardo quanto riportato da **Ivano Asaro**, direttore dell'Osservatorio Innovative Payments del **Politecnico di Milano**: «Questo risultato è frutto di un percorso di tanti anni, che ha portato a cambiamenti importanti anche nell'approccio dei commercianti. Se è vero, infatti, che storicamente gli esercenti, soprattutto quelli piccoli, sono sempre stati abbastanza ostili al mondo dei pagamenti elettronici, è altrettanto evidente che qualche cosa è cambiata negli ultimi anni e che anche i negozianti hanno compreso l'importanza dei pagamenti digitali. Il 53,5% dei piccoli com-



**IVANO ASARO**  
direttore dell'Osservatorio  
Innovative Payments  
Politecnico di Milano

mercianti ha dichiarato di preferire le carte rispetto ad altri strumenti di pagamento».

## GRANDE FATICA PER LE BANCHE

Gli italiani, dunque, al netto del loro tradizionalismo, della diffidenza verso le novità e della loro elevata età media, si stanno abituando al nuovo ambiente fintech con una facilità e una velocità d'uso che gli approcci del passato non lasciavano certo immaginare. Ma il fatto che anche il nostro Paese stia assumendo caratteristiche che di solito vengono associate agli Stati Uniti o alla Cina fornisce un'idea chiara delle sfide gigantesche che il settore bancario orientato ai privati si trova di fronte: i player del settore indubbiamente stanno facendo fatica a tenere il passo di un mondo che si muove con una simile velocità. A questo proposito elementi particolarmente interessanti sono emersi dallo studio intitolato *World Retail Banking Report 2025* del Capgemini Research Institute. La ricerca si è svolta su un campione di 200 dirigenti senior del settore bancario retail, 700 membri di team di marketing di banche e 8 mila clienti di età compresa tra i 18 e i 45 anni in una moltitudine di nazioni. Il quadro dipinto è per certi versi drammatico; una sintesi di estrema chiarezza viene riportata dallo stesso gigante della consulenza che ha realizzato il rapporto: «Esistono gravi lacune nell'attrattività delle banche retail nei confronti dei clienti nativi digitali: solo il 26% dei clienti si dichiara soddisfatto dell'esperienza con le carte di pagamento, mentre il 74% è indifferente o insoddisfatto. Le banche stanno perdendo una quota significativa di potenziali clienti e di entrate semplicemente perché il processo di onboarding dei loro prodotti e servizi non soddisfa le aspettative. A livello globale, quasi la metà (47%) dei potenziali clienti che ha scelto una carta di pagamento abbandona la procedura di richiesta a metà percorso a causa di un'esperienza insoddisfacente. Le maggiori difficoltà sono attualmente legate a documentazione incompleta (75%), ritardi nella verifica dell'identità (75%) e gestione manuale delle richieste (61%)».

## UNA DISRUPTION ACCELERATA

Il tutto in una realtà in cui, rivolgendosi alle fintech, si può aprire un conto corrente in pochi minuti, dopo avere fornito alcune

informazioni personali di base, avere fatto verificare una mail e un numero di telefono e avere caricato la foto di un documento di identità e un selfie; al confronto i metodi "analogici" di onboarding appaiono ai limiti del grottesco. Va ricordato, infatti, che, dopo avere portato a termine i pochi passaggi appena descritti, è possibile ottenere immediatamente una carta virtuale. E anche se non si ha la pazienza di aspettare i pochi giorni necessari per vedersi recapitata a casa la versione fisica, è possibile non solo cominciare a fare immediatamente shopping online ma, come si è potuto evincere dalle considerazioni del Politecnico di Milano, sempre più spesso l'app sul telefonino è sufficiente per una crescente moltitudine di esercenti del mondo fisico. Peraltro, l'evoluzione sembra destinata ad accelerare ulteriormente. I consumi, infatti, stanno cominciando a sentire l'impatto (già sensibile in molti paesi in via di sviluppo, che si stanno modernizzando a ritmi frenetici) dei bonifici istantanei. Sempre dal Capgemini Research Institute arrivano considerazioni interessanti: «Il settore bancario sta attraversando un'importante trasformazione guidata dalla diffusione dei pagamenti contactless e remoti. I pagamenti istantanei da conto a conto (A2A) sono al centro di questo cambiamento e, secondo i dirigenti del settore, potrebbero ridurre del 15%-25% la crescita futura del volume delle transazioni con carta».

Il rischio davvero feroce per gli istituti di credito incumbent è di diventare sostanzialmente irrilevanti, in un futuro prossimo in cui le generazioni che si affacciano ora alla vita adulta potrebbero considerare l'entrare in una filiale per compilare un voluminoso ammontare di moduli per ottenere un conto corrente e una carta di debito l'equivalente odierno dell'acquisto di un Cd.

Ovviamente, una banca offre molti altri servizi rispetto a quelli di pagamento. È altresì vero che questi ultimi rappresentano spesso la maniera migliore per acquisire clienti con cui poi crescere insieme. Però, diversi player della fintech si stanno orientando velocemente al modello superapp, in cui gli utenti trovano opportunità sempre più variegate, che vanno da sconti sull'e-commerce a una vasta offerta di investimenti per arrivare a rapide e snelle forme di credito al consumo: in pratica un mondo che sta radicalmente cambiando per sempre.

# Un mantra per tempi difficili

**a colloquio con Kurt von Storch  
e Tobias Schafföner**

Una conversazione di approfondimento incentrata sui mercati finanziari, sulla strategia d'investimento e sulle competenze chiave con il fondatore di **Flossbach von Storch, Kurt von Storch**, e il responsabile della gestione degli investimenti, **Tobias Schafföner**.

**Dall'inizio dell'anno il nuovo presidente degli Stati Uniti domina le prime pagine dei giornali con l'adozione di politiche che aprono scenari imprevedibili e un atteggiamento di fondo che ridisegna il gioco delle alleanze a livello mondiale Quanto è rilevante tutto ciò per gli investitori?**

**Tobias Schafföner:** «Purtroppo è molto rilevante. Non solo il clima di bor-

sa, ma anche la situazione fondamentale dell'economia mondiale si è deteriorata. Una politica commerciale estera mercantilistica porta a una situazione "lose-lose". Le barriere commerciali aumentano i costi per i consumatori, come se si trattasse di una tassa. La commistione degli obiettivi politici e l'imprevedibilità delle azioni di Trump aumentano soprattutto l'incertezza, creando un contesto che non è ideale per lo sviluppo della fiducia dei consumatori e della propensione delle imprese a investire».

**Sembra una situazione complessa. Come avete impostato la vostra strategia d'investimento per affrontare periodi così difficili?**

**Kurt von Storch:** «Sì, questa potrebbe essere una di quelle fasi in cui non si possono semplicemente proiettare le tendenze passate nel futuro. Abbiamo avuto una sensazione simile quando nel 2000 scoppiò la bolla delle dotcom e il mercato continuò a scendere fino al 2003. All'epoca eravamo una giovane azienda con pochi clienti. Io e Bert Flossbach ci siamo chiesti quale fosse il minimo comune denominatore che accomunava i nostri clienti e la decisione fu di mantenere il potere d'acquisto del patrimonio esistente».

**Chi possiede o costruisce un pa-**



**KURT VON STORCH**  
fondatore  
Flossbach von Storch



**TOBIAS SCHAFFÖNER**  
responsabile della gestione  
degli investimenti  
Flossbach von Storch

## **trimonio non desidera, innanzitutto, che cresca?**

**Kurt von Storch:** «Nel lungo periodo, ovviamente, deve essere questo l'obiettivo. Ma nei tempi difficili, la priorità è conservare il potere d'acquisto del patrimonio dopo costi, tasse e inflazione. Così abbiamo enucleato cinque punti per raggiungere tale obiettivo nel medio termine: è il nostro Il 'Pentagramma', che descrive la nostra filosofia di investimento e che serve a orientare tutte le decisioni che prendiamo. Mi aiuta sempre ripensare a questi principi quando i mercati sono turbolenti e devo ammettere che è un processo utile, che ci ha permesso di affrontare le crisi successive».

## **Anche quest'anno, sin dall'inizio, si è percepita un'inquietudine sui mercati finanziari. Quali decisioni avete assunto?**

**Kurt von Storch:** «Già nel primo trimestre si sono verificati cali dei corsi, in particolare delle azioni tecnologiche statunitensi. È proprio quando mi interrogo sull'evoluzione di uno scenario, fonte per me di preoccupazione, che ripenso ai cinque principi del "Pentagramma" come se fossero un mantra. Uno di questi, ad esempio, asserisce che nei nostri portafogli non tutte le uova stanno nello stesso paniere. Abbiamo investito in azioni tecnologiche statunitensi in momenti di crescita dei corsi e delle valutazioni, anche se inizialmente erano sotto pressione. Un altro punto invita a focalizzarsi sulla qualità: se quest'ultima è il tratto saliente di un'azienda, anche se nel breve potrebbe essere travolta dalla volatilità, merita sempre la nostra attenzione».

**Tobias Schafföner:** «Società di qualità è un termine ambivalente, ma le imprese con modelli di business forti, con vantaggi competitivi, una certa capacità di determinare i prezzi, un bilancio solido e, non da ultimo, una direzione aziendale focalizzata, sono in grado di affrontare i tempi di crisi. E la storia lo dimostra: i migliori non solo superano indenni queste fasi, ma spesso migliorano anche la loro posizione sul mercato».

## **Nel frattempo, i titoli tecnologici sono stati particolarmente**

## **venduti e ora si parla sempre più spesso di una "Trumpcession". Come valutate oggi la borsa americana?**

**Tobias Schafföner:** «Il fatto che alcune azioni tecnologiche americane abbiano corretto non ci ha sorpresi. I premi di valutazione rispetto alla media del mercato erano elevati e sempre più denaro stava confluendo nel settore dell'intelligenza artificiale (Ai), un tema che ha generato entusiasmo per un certo periodo.

Tuttavia, a fine gennaio, con la presentazione del modello linguistico basato su Ai della startup cinese DeepSeek, sono emersi dubbi crescenti sul fatto che il vantaggio tecnologico delle aziende americane, finora quasi una barriera protettiva contro la concorrenza, possa non essere così ampio come si pensava. Inoltre, resta da vedere quanto le nuove applicazioni Ai potranno essere monetizzate in futuro. A peggiorare il clima di borsa negli Stati Uniti contribuiscono anche i fattori politici, quali le misure commerciali e la politica erratica del presidente Donald Trump che distrugge la fiducia tra gli alleati, i consumatori e le imprese».

## **Quali sono le ricadute sui portafogli multi-asset di questa situazione?**

**Tobias Schafföner:** «Rifacendoci al principio guida della nostra filosofia d'investimento, l'elemento più importante è una diversificazione intelligente. Non costruiamo mai portafogli in modo tale che uno scenario negativo possa coglierci completamente impreparati. Alla luce dell'attuale contesto politico, ci aspettiamo una persistente pressione inflazionistica strutturale. Perciò, a nostro avviso, sarebbe sbagliato ridurre troppo la quota azionaria. Sotto la superficie possono emergere opportunità interessanti. Nella selezione dei titoli azionari, negli ultimi mesi è stata importante una certa disciplina nel metodo di analisi delle aziende e, in particolare, nel limitare l'esposizione ai titoli tecnologici quando le valutazioni salivano. Al contempo, in settori come il consumo non ciclico o la farmaceutica, ci sono state vere occasio-

ni e i titoli che abbiamo accumulato in questi settori hanno avuto ottime performance quest'anno, anche in controtendenza rispetto al mercato».

## **E per quanto riguarda le obbligazioni?**

**Tobias Schafföner:** «Le obbligazioni possono continuare a generare rendimenti correnti per un portafoglio, anche in un contesto di calo dei tassi di interesse e, in base allo scenario di rischio, possono fungere da ammortizzatore quando i corsi azionari scendono. Lo abbiamo visto di recente negli Stati Uniti: quando sono aumentati i timori per la congiuntura, il rendimento dei titoli di stato americani a 10 anni è sceso dal 4,8% al 3,9%. Con il calo dei rendimenti, i prezzi delle obbligazioni salgono».

## **Rendimenti obbligazionari in calo, quindi, mentre la Fed ha sospeso il taglio dei tassi...**

**Tobias Schafföner:** «Esatto. Se guardiamo all'economia statunitense, considerando i dazi, l'inflazione e il nuovo debito, è comprensibile che la Federal Reserve non stia ulteriormente abbassando i tassi. Negli Usa, i rischi al rialzo per l'inflazione sono nel complesso più marcati rispetto all'Eurozona. E qui torna in gioco ancora Donald Trump. La notte delle elezioni ha dichiarato di volere ridurre il debito, abbassare l'inflazione, aumentare i dazi ed espellere i migranti, mentre, allo stesso tempo, vuole che l'economia vada a gonfie vele».

## **Il problema del debito, però, rimane: in Europa è destinato a crescere e negli Stati Uniti è già a livelli altissimi.**

**Tobias Schafföner:** «Su questo punto si rischia facilmente di cadere in una spirale di pessimismo, ma gli investitori possono anche trarre conclusioni pragmatiche. Serve una sufficiente quota di beni reali in portafoglio, quindi, oltre alle azioni, bisogna anche parlare di oro. Secondo noi, il metallo giallo è una copertura contro i rischi del sistema finanziario. Ultimamente, il comportamento della materia prima è stato così positivo da diventare quasi inquietante».

# Il segreto della longevità: il tempo non esiste

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

Che cosa affascinante il tempo. Sono secoli che l'uomo prova a dominarlo, nelle scienze, nella letteratura e nella vita di tutti i giorni. Cosa accadrebbe, però, se scoprisse che il tempo non esiste?

Nel 1905, con la pubblicazione della teoria della relatività ristretta, la nostra concezione di spazio e tempo cambiò radicalmente. Einstein ci donò l'intuizione che, se un corpo si muove rispetto a un altro osservatore, tende a invecchiare meno rispetto a qualunque altra cosa resti ferma. Si introduce così il concetto che il tempo si può dilatare.

Passano gli anni, gli studi e le osservazioni. Nella mente dei fisici si insinua il pensiero che la concezione eraclitea del "tutto scorre" possa, in effetti, rappresentare una realtà fatta di eventi, non di cose. La teoria della gravità quantistica a loop, per la prima

volta nel 1967, grazie al lavoro pionieristico dei fisici americani De Witt e Wheeler, descrive, per mezzo di una formula, una realtà fatta di eventi senza tempo. Tempo e spazio, così, non vengono più visti come elementi generali che muovono il mondo, ma come approssimazioni derivanti da una realtà microscopica, fatta di eventi e relazioni.

## **TEMPO E LONGEVITÀ**

Certo, per chi come noi ha basato la sua intera esistenza guardando l'orologio, è strano pensare a un mondo in continuo divenire senza l'idea dello scorrere del tempo. Come racconta il fisico italiano Carlo Rovelli, però, «non c'è nulla di misterioso nell'assenza del tempo. È solo la conseguenza del fatto che a livello fondamentale non esiste una variabile speciale. La teoria non descrive come evolvono le cose nel

tempo, ma come cambiano le cose le une rispetto alle altre, come accadono i fatti del mondo gli uni in relazione agli altri».

In ambito economico e finanziario, tutto ciò si lega al concetto di longevità. Il rischio di vivere più a lungo, se non pianificato, rappresenta una minaccia finanziaria. Aspettative di vita più elevate ci devono fare pensare non al "tempo" di cui potremo usufruire, ma a come cambieranno la nostra vita e la sua qualità in relazione al maggiore numero di giorni che avremo a disposizione.

## **LA RICERCA DI INVESCO**

Così contestualizzati, fanno riflettere i risultati della ricerca condotta da Invesco sul tema della longevità. Soltanto il 3% del campione intervistato appare preparato nella gestione di un'aspettativa di vita in aumento. Nonostante ciò, però, sei persone



su 10 reputano la qualità della vita più importante della stessa longevità. Quest'ultima non sembra una diretta preoccupazione di coloro che hanno risposto. Il dato più sorprendente arriva dal 48% degli intervistati. Questi sembrano seguire un approccio apatico alla pianificazione del proprio futuro, con basse aspettative e modesta proattività. Se siamo davvero interessati alla qualità della vita, però, non possiamo non riflettere sul rischio finanziario che un'esistenza più lunga porta con sé.

## PIANIFICARE IL FUTURO

Pensando al primo decennio di vita post pensione, tendenzialmente, immaginiamo hobby, attività ricreative o volontariato. In questa fase, beni materiali e d'investimento, così come proprietà, possono fungere da fonti di finanziamento.

Questi anni, contestualmente, potrebbero anche coincidere con l'inizio di una fase di transizione e di difficoltà o con l'adozione di uno stile di vita commisurato ai risparmi. Da qui nasce l'importanza di mantenere un pensiero costruttivo sull'esigenza di accrescere i propri capitali. È necessario costru-

ire un livello appropriato di rischio di investimento ed è ancora più importante farlo durante tutta la durata del pensionamento.

## DAL SOGNO ALL'INCUBO

Raggiunta la soglia teorica dei 75 anni, per convenzione accademica, potrebbe aumentare il rischio legato alla durata della vita. Questa fase rappresenta il pericolo dettato dalla longevità. Vivere più a lungo sembra un sogno, ma con il potenziale di trasformarsi in incubo, se non correttamente pianificato. Inflazione, adeguamento dello stile di vita, spese straordinarie e salute potrebbero impattare ed esaurire le riserve di attività finanziarie. Se così fosse, metteremmo a rischio la qualità della vita cui siamo così affezionati. Per questo motivo, a prescindere dalla concezione più o meno tangibile dello scorrere del tempo, ogni fase finanziaria dovrebbe considerare il rischio e le preoccupazioni aggiuntive che il vivere più a lungo porta con sé.

De Witt e Wheeler formularono una concezione teorica senza tempo. Carlo Rovelli ci racconta come la fisica descrive il cam-

biamento delle cose le une rispetto alle altre. Anche noi, oggi, siamo chiamati a reinventare le nostre decisioni finanziarie a prescindere dal tempo. Sono le nostre azioni a dare vita al naturale scorrere degli eventi. Di conseguenza, dovremmo tutti prestare più attenzione all'importanza e al ruolo di una buona pianificazione finanziaria.

---

### Considerazioni sui rischi

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

### Informazioni importanti

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

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

# Ritorno al Giappone

a cura di **Pinuccia Parini**

In una fase di mercato in cui la diversificazione diventa più che mai importante, Fondi&Sicav ha discusso con **Simon Morton-Grant**, portfolio manager del fondo **Ct (Lux) Japan Equities** di **Columbia Threadneedle Investments**, delle opportunità che il mercato giapponese potrebbe offrire agli investitori.

**Analizzando la performance dei mercati dall'inizio dell'anno, si nota che, in termini relativi, in Europa c'è stata una maggiore espansione delle valutazioni, fatto che non si è verificato in Giappone, dove c'è stato però più un derating. Quali sono secondo lei i motivi?**

«Riteniamo che il contesto macroeconomico abbia di fatto oscurato i fondamentali del Paese. Nello specifico, sembra che i dazi americani possano colpire anche il Giappone, ma il nostro parere è che, se così fosse, l'impatto sarebbe contenuto rispetto alle altre maggiori economie. Le ragioni di ciò sono riconducibili all'estesa attività off-shoring e alle relazioni di carattere geopolitico. Ci sono aziende, come Honda e Toyota Motor, che già negli anni '80 hanno costruito i loro impianti produttivi negli Stati Uniti, dove vendono ciò che producono in loco. Inoltre, per quanto il Giappone sia un mercato legato al ciclo globale dell'economia, che è minacciata dai dazi, pensiamo che la debolezza dello yen possa essere un fattore positivo per le aziende esportatrici. Ma, soprattutto, crediamo che i fondamentali del Giappone godano di buona salute e l'andamento degli utili

societari ne sono una testimonianza: il fatturato e i profitti sono in crescita, i bilanci sono solidi e si sta assistendo a un continuo riacquisto di azioni proprie parte delle imprese».

**Siete quindi fiduciosi sull'andamento dell'economia giapponese?**

«Le nostre aspettative sono che, nel 2025, si assista a un'accelerazione grazie al processo di reflazione in cui il Paese è entrato, alla crescita dei salari, alla corporate governance e a una ripresa dell'attività di M&A. In aggiunta, a differenza del passato, è verosimile che gli utili delle aziende domestiche fungano da sostegno al mercato».

**Quali effetti potrà avere la politica dei dazi americani?**

Alla luce della decisione del presidente Trump di introdurre una moratoria di 90 giorni sui dazi, annunciati lo scorso 2 aprile, ci attendiamo che si apra un tavolo di trattative tra i due paesi. Per il momento possiamo aspettarci una maggiore volatilità del mercato e riteniamo che questa sia una grande opportunità per trarre vantaggio dalla dislocazione dei prezzi delle azioni. I fattori sottostanti specifici del Giappone che ci entusiasmano sono ancora in gioco (le riforme della corporate governance, l'inflazione salariale e la ripresa delle attività di fusione e acquisizione) e ci aspettiamo che sostengano il mercato. Abbiamo approfittato di questa fase per aggiungere nei portafogli aziende stabili e orientate al mercato domestico, diminuendo al contempo l'esposizio-



**SIMON MORTON-GRANT**  
portfolio manager del fondo  
**CT (Lux) Japan Equities**  
**Columbia Threadneedle**  
**Investments**

ne ciclica nei settori industriale e finanziario. Come facciamo sempre in contesti difficili, riduciamo l'esposizione a nomi a bassa convinzione per preservare il valore dei patrimoni dei clienti e acquistiamo società di alta qualità a prezzi interessanti.

**Quindi, nel contesto attuale, non ritenete probabile che il possibile rafforzamento dello yen possa inibire una ripresa del mercato?**

«Non pensiamo che un rafforzamento della divisa possa condizionare l'agenda della Bank of Japan nel perseguire un ciclo virtuoso in cui l'inflazione e i salari riprendano a salire. Non siamo esperti macro e, di conseguenza, non facciamo previsioni sulla direzionalità dei cambi, ma crediamo che due aumenti dei tassi quest'anno, rispetto a una Federal Reserve che probabilmente si muoverà in senso opposto, dovrebbero favorire lo yen senza che ciò comprometta la ripresa della borsa. Il Giappone è entrato in una fase di reflazione, con l'indice dei prezzi al consumo che, nell'ultimo anno, è stato sopra il 2%. E lo stesso è avvenuto in materia di incrementi salariali, che potrebbero toccare nuovi record durante le prossime negoziazioni (shunto). Ci aspettiamo che la normalizzazione della politica monetaria della Boj continui».

**La riforma della corporate governance è stato uno stimolo estremamente importante per le aziende giapponesi. È un'onda lunga che sta coinvolgendo tutto il mercato?**

«Sì, è un fattore che riguarda le società nella loro totalità, dalle grandi alle piccole capitalizzazioni. Il saggio di rendimento sul capitale proprio (Roe) è salito del 130% dal 2009, un trend che lo avvicina ai valori europei e americani. Le imprese hanno iniziato a investire in iniziative sostenibili, ricerca e sviluppo e capitale umano. Hanno anche incrementato i dividendi, più che raddoppiati nell'ultimo decennio, e il riacquisto di azioni proprie, che è cresciuto di ben nove volte dall'introduzione della Abenomics nel 2012. Infine, si sta assistendo anche alla dismissione delle partecipazioni incrociate, una struttura societaria che ha per molto tempo caratterizzato le aziende giapponesi, limitandone l'efficiente utilizzo del capitale. In sintesi, si è dinanzi a un processo di riforme che continua a permettere un ulteriore accrescimento del Roe».

**La liquidazione delle partecipazioni incrociate è iniziata, però, parecchi anni fa. State notando un'accelerazione in questo senso?**

«Continua perché c'è una maggiore attenzione al ritorno per gli investitori. Molti clienti ci chiedono se si è alla fine di questo processo, rinvigoritosi negli ultimi due anni, ma secondo noi si è solo all'inizio. Le società giapponesi sono più profittevoli rispetto agli anni passati, capaci di tradurre in modo molto più efficace i profitti operativi in utile netto e stanno remunerando gli azionisti come mai avevano fatto in passato. E anche questa è una tendenza che prevediamo proceda con un'attenzione sempre maggiore alla gestione efficiente dei bilanci e alla corporate governance».

**Ci sono settori particolari che, in questa direzione, hanno dimostrato di essere più proattivi?**

«Anche in questo caso, si può affermare che si tratta di un processo che coinvolge l'intero universo del mercato. Ultimamente, c'è un forte interesse da parte degli investitori nei confronti delle trading company, un comparto che spesso funge da catalizzatore quando ritorna l'attenzione nei confronti del Giappone. In linea generale, direi che è il settore finanziario quello in cui siamo in sovrappeso, soprattutto nel comparto assicurativo, dove la liquidazione delle partecipazioni incrociate è prevalente. Inoltre, abbiamo un sovrappeso anche nel segmento industriale, nel quale beneficiamo delle riforme in atto».

**Tornando alla corporate governance, che cosa ha fatto sì che questa volta si stiano raccogliendo risultati significativi?**

«Negli anni '80, il Giappone era un paese che produceva a basso costo e l'ottimismo nel mercato era a livelli incredibili; poi ci sono stati lo scoppio della bolla immobiliare e il collasso dei prezzi delle case: un momento di crisi del modello di sviluppo che ha aperto le porte alla Cina, pronta a diventare la nuova manifattura del mondo. Fu proprio allora che si assistette a un grande cambiamento di mentalità da parte delle aziende nipponiche, che diventarono molto più difensive e decisero che, dinnanzi a ulteriori momenti di crisi, fosse opportuno detenere un'elevata liquidità nei propri bilanci. E questo atteggiamento è continuato per 20-30 anni. È vero, ci sono stati tentativi di riforma

della corporate governance negli anni '90, che non hanno funzionato, ma il rally che si è visto dai minimi del 2008 ai massimi del 2024 è stato indiscutibilmente guidato da un miglioramento dei fondamentali delle società e dall'acquisizione di una maggiore consapevolezza che, per sopravvivere, fosse necessaria una migliore gestione del capitale. Attualmente, nei bilanci delle imprese è parcheggiato un ammontare di liquidità pari al 40% del Pil giapponese: è necessario che questa cassa venga impiegata in modo ottimale per fare sì che le aziende possano continuare a svolgere un ruolo sui mercati».

**Le aziende giapponesi hanno superato la sindrome di Galapagos che le ha spinte, in passato, a sviluppare tecnologie che si sono rivelate con il tempo rivoluzionarie e durature solo per il mercato autoctono?**

«È vero, c'è stato un periodo in cui le imprese giapponesi erano leader a livello mondiale in diversi ambiti, ma poi sono sprofondate in quelli che sono stati i "decenni perduti". Oggi, però, ci sono settori in cui le aziende nipponiche sono all'avanguardia, come nel campo dell'automazione: cinque delle prime 10 società globali in questo segmento sono giapponesi e detengono il 50% della quota del mercato. Sono realtà innovative in campo tecnologico, concentrate sulla ricerca e sviluppo, determinate a colmare i gap produttivi di una popolazione che invecchia e con una forza lavoro altamente qualificata. Esse abbracciano molteplici ambiti di attività: dalla logistica, all'alimentare e al farmaceutico. Keyence, un titolo che deteniamo nel portafoglio, è un classico esempio di questo trend: oltre il 70% dei loro prodotti detiene la quota di mercato più elevata nell'automazione dei processi».

**Si sta assistendo a un risveglio dell'attività di M&A in Giappone. Quali sono le motivazioni?**

«Pensiamo che questo sia uno dei catalizzatori per cui vale la pena considerare un investimento in Giappone ed è il risultato di un'evoluzione dei cambiamenti di cui si è parlato, ma soprattutto nasce dalla necessità di ristrutturare business che hanno buone potenzialità da sviluppare. Il mercato rimane ancora molto frammentato, (il 55% è sopra la media globale) e diversi investitori attivisti ritengono che quest'ultima sia un'opportunità da cogliere».

# Un impatto su molteplici settori

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



Negli ultimi decenni, la space economy è passata da un dominio delle agenzie governative a un ecosistema in cui il settore privato gioca un ruolo sempre più centrale. La crescita esponenziale degli investimenti, l'abbattimento dei costi di lancio e l'aumento delle applicazioni commerciali hanno reso lo spazio un elemento chiave per lo sviluppo economico globale. Oggi, questo segmento non è più confinato alle missioni spaziali scientifiche o militari, ma ha un impatto diretto su molteplici settori, tra i quali le telecomunicazioni, i trasporti, la sicurezza, l'agricoltura, la finanza e la sostenibilità ambientale.

### DIMENSIONI E CRESCITA DEL MERCATO

Secondo il World Economic Forum, il mercato globale della space economy ha raggiunto il valore di 630 miliardi di dollari nel 2023 e si prevede che arriverà a 1,8 trilioni entro il 2035, con un tasso medio di crescita annuo del 9%, spinta principalmente dai tre fattori elencati di seguito.

**1. Riduzione dei costi di accesso allo spazio** - Il costo per chilogrammo lanciato in orbita bassa terrestre (Leo) è diminuito di oltre il 95% dal 1980, grazie a innovazioni come i razzi riutilizzabili.

**2. Espansione delle applicazioni commerciali** - Dalla connettività globale all'osservazione della Terra, passando per il turismo spaziale e la manifattura in microgravità, il settore sta sviluppando nuovi modelli di business.

**3. Coinvolgimento crescente del settore privato** - Aziende come SpaceX, Blue Origin, Amazon e Starlink stanno rivoluzionando il comparto con investimenti multimiliardari e una crescente integrazione delle tecnologie spaziali nelle operazioni quotidiane.

### DINAMICHE DELLA SPACE ECONOMY

La space economy può essere suddivisa in due macro-segmenti.

**1. Mercato a monte ("upstream")** - Include lo sviluppo di razzi, satelliti, infrastrutture orbitali e tecnologie di lancio. Questo segmento è dominato da governi e aziende private altamente specializzate.

**2. Mercato a valle ("downstream")** - Riguarda l'utilizzo dei dati e delle infrastrutture spaziali per applicazioni commerciali, tra le quali le comunicazioni satellitari, la navigazione Gps, le previsioni meteorologiche avanzate e l'agricoltura di precisione.

Nel 2023, il valore del mercato upstream è stato stimato in 82 miliardi di dollari (+4% rispetto all'anno precedente), mentre il segmento downstream ha generato 358 miliardi (+4%).

### PROSPETTIVE E SFIDE

Nonostante le enormi opportunità offerte da questa economia, il settore affronta anche le seguenti sfide.

**1. Rischi normativi e legali** - L'assenza di regolamentazioni globali chiare sull'uso

delle orbite e delle risorse spaziali potrebbe generare conflitti tra aziende e stati.

**2. Cybersecurity e protezione dei dati** - I satelliti e le infrastrutture spaziali sono vulnerabili agli attacchi informatici, fattore che rappresenta una minaccia in aumento per le comunicazioni e la sicurezza nazionale.

**3. Gestione dei detriti spaziali** - La crescente congestione dell'orbita terrestre pone problemi di sostenibilità e sicurezza per le future missioni.

## ANALISI DEI RISCHI GEOPOLITICI

L'economia spaziale è fortemente condizionata dalle dinamiche geopolitiche, con implicazioni significative per l'equilibrio strategico globale. L'espansione accelerata dei programmi spaziali di paesi come Cina e Russia sta portando a un aumento delle flotte satellitari operative, un fenomeno che potrebbe modificare profondamente gli assetti di potere e la supremazia tecnologica nello spazio. Parallelamente, il crescente rischio di guerra cibernetica e di attacchi informatici contro infrastrutture critiche, come i satelliti di navigazione e comunicazione, sta sollevando serie preoccupazioni in termini di sicurezza e resilienza operativa. Un ulteriore elemento di instabilità è rappresentato dall'assenza di una regolamentazione internazionale chiara e condivisa sulle operazioni spaziali, una lacuna che potrebbe alimentare tensioni tra stati e aziende private e generare controversie legali e rischi di escalation nei conflitti economici e strategici legati allo sfruttamento dello spazio.

## ANALISI SWOT

### Punti di forza

**1. Crescita del mercato** - Si prevede per l'economia spaziale una crescita del 9% annuo, al di sopra del tasso di crescita del Pil globale.

**2- Espansione dei servizi satellitari** - Comunicazioni, navigazione e osservazione terrestre sono in forte espansione.

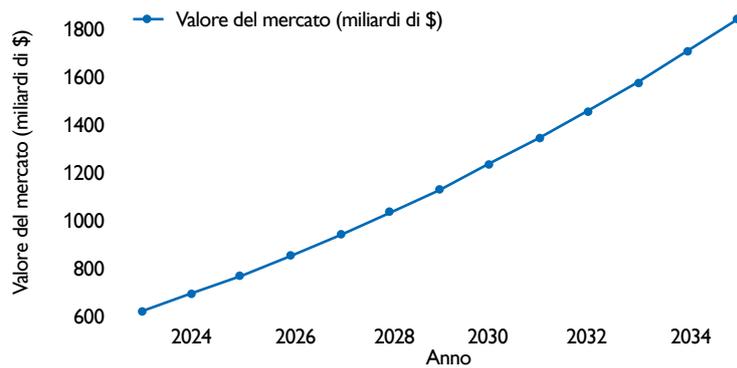
**3. Diversificazione degli investitori** - Non solo i governi, ma anche le aziende private e il venture capital stanno finanziando il settore.

### Debolezze

**1. Alti costi di accesso** - Sebbene i costi

## FIGURA 1 - CRESCITA DEL MERCATO DELLA SPACE ECONOMY (2023-2035)

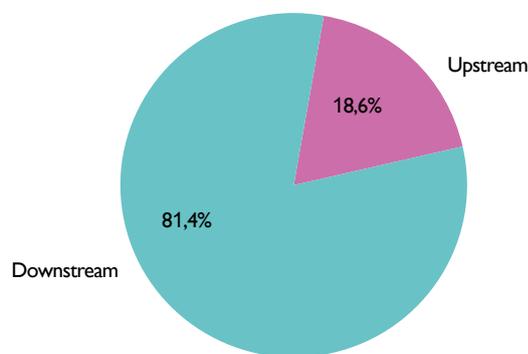
Andamento della crescita del mercato della space economy, con un incremento previsto da 630 miliardi di dollari nel 2023 a 1,83 trilioni di dollari entro il 2035



Fonte: World Economic Forum, 2024

## FIGURA 2 - DISTRIBUZIONE DEL MERCATO DELLA SPACE ECONOMY (2023)

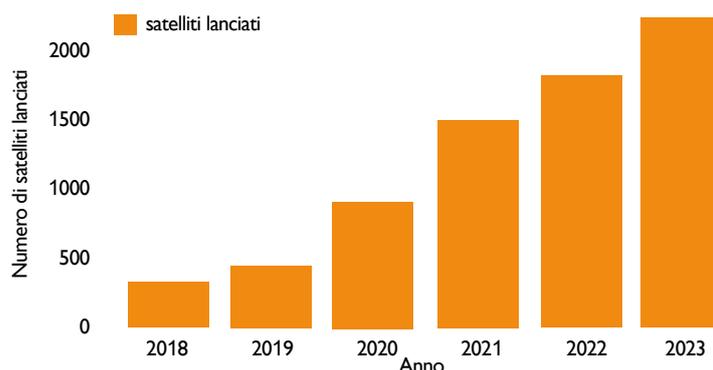
Suddivisione del mercato della space economy nel 2023, con 82 miliardi di dollari nel settore "upstream" (lanci, costruzione di satelliti, infrastrutture spaziali) e 358 miliardi di dollari nel "downstream" (utilizzo commerciale dei dati e servizi satellitari)



Fonte: European Space Agency, 2024

## FIGURA 3 - NUMERO DI SATELLITI LANCIATI ANNUALMENTE (2018-2023)

Il numero di satelliti lanciati ogni anno è passato da 322 nel 2018 a oltre 2.200 nel 2023. Questa crescita è dovuta alla riduzione dei costi di lancio e all'espansione delle costellazioni satellitari per le telecomunicazioni e l'osservazione della Terra



Fonte: US Intelligence Community Report, 2024

di lancio siano in calo, l'ingresso nel settore rimane costoso per nuovi attori.

**2. Problemi normativi** - La mancanza di regolamentazioni globali chiare può rallentare l'innovazione e aumentare i rischi operativi.

**3. Rischi legati ai detriti spaziali** - La

crescente congestione dell'orbita terrestre rappresenta un pericolo per le missioni future.

### Opportunità

**1. Espansione delle infrastrutture**

TAB.1

	Scenario ottimistico	Scenario intermedio	Scenario pessimistico
<b>Costi di lancio in calo</b>	Rafforza la crescita del settore	Sostiene lo sviluppo	Non ha impatto significativo
<b>Investimenti privati in crescita</b>	Aumenta gli investimenti e l'innovazione	Mantiene il settore stabile	Riduce il capitale disponibile
<b>Regolamentazione favorevole</b>	Facilita l'espansione del mercato	Neutralità normativa	Ostacola l'adozione di nuove tecnologie
<b>Conflitti geopolitici</b>	Minaccia la stabilità del mercato	Non incide direttamente	Incrementa i rischi operativi
<b>Cybersecurity avanzata</b>	Migliora la protezione dei dati e delle infrastrutture	Non incide direttamente	Esponde il settore a cyberattacchi
<b>Alternativa terrestre competitiva</b>	Rallenta la crescita del settore spaziale	Non incide direttamente	Favorisce soluzioni alternative sulla Terra

**spaziali** - Le previsioni indicano un aumento degli investimenti nelle costellazioni satellitari e nelle stazioni spaziali commerciali.

**2. Applicazioni commerciali emergenti** - Turismo spaziale e manifattura in orbita potrebbero diventare settori redditizi.

**3. Ruolo della space economy nella sostenibilità** - L'osservazione della Terra sta diventando un elemento chiave per il monitoraggio ambientale e la mitigazione dei disastri.

#### Minacce

**1. Competizione con soluzioni terrestri** - Le tecnologie terrestri alternative, come le antenne metamateriali, potrebbero ridurre la domanda di servizi spaziali.

**2. Rischi geopolitici** - L'escalation delle tensioni tra grandi potenze potrebbe minacciare le operazioni commerciali e militari nello spazio.

**3. Cybersecurity** - I satelliti sono sempre più vulnerabili agli attacchi informatici che mettono a rischio infrastrutture critiche.

#### SCENARI DI EVOLUZIONE

L'evoluzione futura della space economy può seguire tre direzioni principali, a seconda di variabili chiave legate agli investimenti, alla regolamentazione e alle tensioni geopolitiche.

Nello **scenario ottimistico**, il settore spaziale conosce un'espansione senza precedenti, con il mercato che raggiunge 2,3 trilioni di dollari entro il 2035. L'accesso ai dati spaziali diventa sempre più semplice, mentre la continua riduzione dei costi di lancio incentiva una maggiore partecipazione di attori privati. L'adozione di soluzioni avanzate per

l'osservazione terrestre e la navigazione satellitare si diffonde su scala globale, rafforzando il ruolo dello spazio come motore di crescita economica e innovazione tecnologica.

In uno **scenario intermedio**, caratterizzato da una crescita progressiva, il valore del mercato si attesta intorno a 1,8 trilioni di dollari entro il 2035. Sebbene l'espansione del settore prosegua, il ritmo di sviluppo risulta più moderato rispetto allo scenario ottimistico. Governi e aziende private continuano a investire, privilegiando lo sviluppo di nuove costellazioni satellitari e infrastrutture orbitali, ma senza raggiungere il livello dirompente ipotizzato nel caso di un boom totale dell'industria. Infine, lo **scenario pessimistico** prevede una crescita contenuta, con il mercato che si ferma a 1,4 trilioni di dollari a causa di restrizioni regolatorie e tensioni geopolitiche. L'innovazione nel settore subisce un rallentamento, mentre soluzioni alternative basate su tecnologie terrestri diventano sempre più competitive. Le problematiche legate all'ambiente e alla regolamentazione limitano la sostenibilità del comparto, ostacolando il pieno sfruttamento delle opportunità offerte dallo spazio.

#### COMMENTO ALLE PROBABILITÀ CHE SI VERIFICHINO I DIVERSI SCENARI

L'analisi delle probabilità degli scenari, effettuata attraverso la tecnica Ach, indica che lo scenario ottimistico e lo scenario base hanno entrambi una probabilità del 40% e suggeriscono che il settore della space economy continuerà a crescere, anche se con intensità variabile. Lo scenario pessimistico, invece, mostra un valore più basso (20%), il che im-

plica una minore coerenza con gli indicatori considerati e una probabilità inferiore di realizzazione.

L'elevata probabilità dello scenario ottimistico è giustificata dalla forte spinta data dalla riduzione dei costi di lancio e dall'incremento degli investimenti privati, due fattori che stanno trasformando il settore spaziale in un ecosistema più accessibile e dinamico. Inoltre, il miglioramento della cybersecurity e la crescente regolamentazione internazionale potrebbero contribuire a un ambiente più stabile e favorevole allo sviluppo del mercato spaziale.

D'altra parte, lo scenario base mantiene una probabilità simile (40%), perché, pur prevedendo una crescita del settore, ipotizza un ritmo più moderato. In questo caso, gli investimenti privati e le riduzioni dei costi continueranno a sostenere il mercato, ma con un impatto meno dirompente rispetto allo scenario ottimistico. Infine, la bassa probabilità dello scenario pessimistico riflette il fatto che, sebbene esistano minacce reali come le tensioni geopolitiche e la concorrenza di soluzioni tecnologiche terrestri, questi fattori non sembrano ancora sufficientemente forti da frenare drasticamente lo sviluppo del settore. Tuttavia, eventuali aumenti delle restrizioni normative o un peggioramento della sicurezza informatica potrebbero rafforzare questo scenario e renderlo più plausibile.

In sintesi, la space economy appare destinata a crescere nei prossimi anni, con una maggiore probabilità di sviluppo positivo rispetto a un rallentamento significativo. Tuttavia, sarà fondamentale monitorare l'evoluzione delle politiche regolatorie, la stabilità geopolitica e l'impatto di nuove tecnologie alternative.

# Topos, logos e techne: ieri, oggi e futuro

Esiste un inatteso ponte tra matematica astratta e finanza che proviene da molto lontano. L'essenza della finanza del futuro, plasmata dall'intelligenza artificiale predittiva, risiede nei "topoi" contemporanei: vasti spazi di dati e algoritmi dove le informazioni confluiscono e si trasformano. In questo articolo, viene esplorato come questi ultimi stiano ridefinendo il panorama finanziario, svelando le loro radici antiche e le loro applicazioni moderne. Nella prima parte, il focus è sulle fondamenta concettuali, mentre nella seconda, che verrà pubblicata il mese prossimo, saranno approfondite le implicazioni pratiche e le prospettive future di questa rivoluzione.

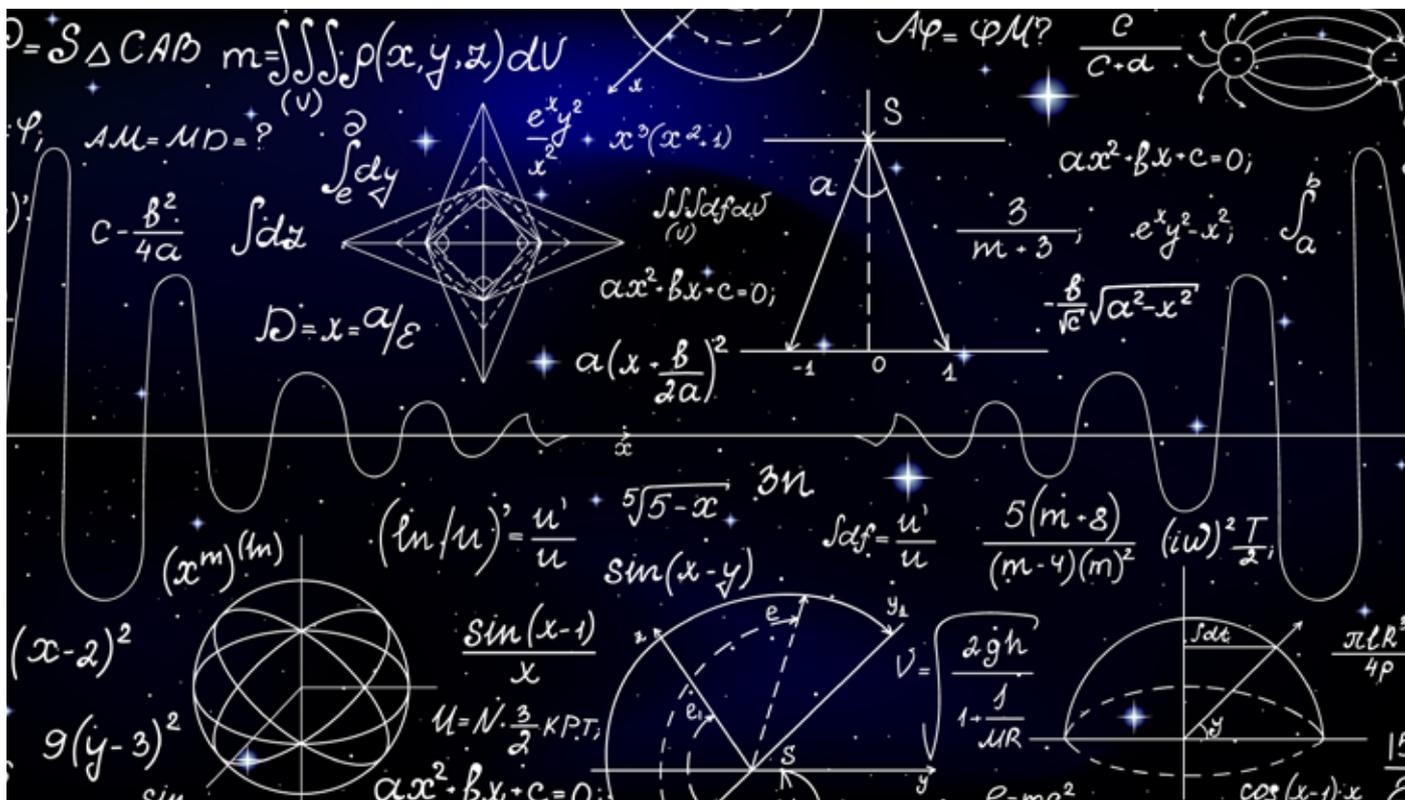
## **L'EREDITÀ GRECA**

Pensate alla Grecia antica: lì, il "topos" indicava un luogo, sia fisico, sia mentale. Poi, in matematica, è diventato uno spazio astratto dove le idee si incontrano, un ponte tra discipline diverse. Il "logos", invece, è la nostra capacità di ragionare, l'ordine logico che governa l'universo,

strettamente legato alla matematica. Da sempre, l'uomo ha cercato di capire il mondo con numeri e misure, arrivando a dire che «tutto è matematica». La "techne", l'abilità pratica, si sposa con la matematica e la potenza computazionale per creare macchine, e l'intelligenza artificiale ne è un esempio lampante: algoritmi complessi che imparano e decidono. Oggi, i "topoi" sono i nostri database e reti neurali, luoghi virtuali dove i dati si mescolano e creano conoscenza. Tutta questa eredità greca, unita all'indispensabile potenza di calcolo, ci sta portando verso un futuro dove l'AI, soprattutto in finanza, ha un ruolo sempre più centrale.

## **LA TEORIA DI GROTHENDIECK**

Nell'odierno panorama dell'AI in ambito finanziario, caratterizzato da algoritmi di apprendimento automatico e modelli statistici sempre più complessi, l'approccio prevalente è stato per decenni di basare le previsioni su dati storici. Serie temporali, dati cross-sectional, regressioni lineari, Garch, Arima, reti neurali,



random forest: le metodologie di previsioni finanziarie si sono moltiplicate e diversificate, ottenendo vari successi, ma anche clamorose disfatte, soprattutto in circostanze di cambi di regime o in presenza di “cigni neri”.

Parallelamente, lontano dagli ambiti tradizionalmente associati alla finanza, la matematica pura ha compiuto una rivoluzione concettuale nella seconda metà del '900, guidata in gran parte da Alexander Grothendieck. Operando nel campo della geometria algebrica, Grothendieck ha ampliato e ridefinito la teoria delle categorie fino a creare la nozione di “topos” (plurale “topoi”): una sorta di universo matematico nel quale è possibile formulare teoremi e ragionamenti con regole logiche a volte diverse da quelle standard.

A prima vista, questa astrazione sembra agli antipodi di attività come analizzare prezzi azionari o costruire superfici di volatilità. Tuttavia, occupandoci quotidianamente di algoritmica avanzata e ricerca di invarianti strutturali in sistemi dinamici, comprendiamo profondamente come la teoria dei “topoi” possieda la capacità di valorizzare la rete di relazioni e trasformazioni, piuttosto che i singoli oggetti. Questo spostamento di prospettiva, applicato alla

finanza, permette di passare dal considerare i dati (prezzi, volumi, volatilità) come entità isolate, a focalizzarsi sui morfismi, ossia sulle modalità con cui i flussi di informazioni si trasformano e interagiscono all’interno del mercato. Questo cambio di paradigma ha notevoli implicazioni nella previsione finanziaria. Gli approcci tradizionali, basati sulla ricerca di pattern nei dati passati, restano spesso ciechi davanti a cambi strutturali improvvisi, che stravolgono l’ipotesi che “il futuro ricalchi il passato”. La teoria dei “topoi”, invece, promuove la ricerca di invarianti: proprietà stabili che, se opportunamente definite, rimangono inalterate malgrado le oscillazioni ordinarie del mercato. Individuare tali proprietà in tempo reale, piuttosto che estrapolarle dal passato, è la vera chiave per captare segnali di “pre-trend” e cambi di regime prima che diventino eclatanti.

Alexander Grothendieck, uno dei giganti della matematica del XX secolo, non si occupava di finanza. Eppure, la sua filosofia incentrata sulla “generalizzazione estrema” e sull’importanza delle relazioni rispetto agli oggetti, ha aperto vie inaspettate. Nella teoria dei “topoi”, i concetti di spazio e di logica subiscono un ribaltamento: invece di limitarsi

alle costruzioni tipiche della matematica classica, si lavora in una cornice che può avvicinarsi a un universo di insiemi con regole proprie.

### OGGETTI E MORFISMI

Il fulcro sta nello studio delle trasformazioni (morfismi) che mappano un’intera categoria in un’altra, mettendo in luce come la stabilità di alcune proprietà possa rivelarsi cruciale per comprendere la vera struttura di un sistema. Pensiamo al mercato finanziario come a un immenso ecosistema dove obbligazioni, azioni e derivati interagiscono, influenzandosi a vicenda. Se ogni strumento rappresenta un “oggetto” e ogni operazione un morfismo, l’attenzione si sposta sul come queste entità si connettono e variano in risposta a continue sollecitazioni macro e microeconomiche.

Le idee di Grothendieck, in particolare la nozione di stabilità strutturale e il ricorso alla geometria omologica (che enfatizza la ricerca di invarianti), consentono di analizzare i mercati in modo meno sensibile alle fluttuazioni di breve termine e più mirato a cogliere eventuali rotture profonde. Il fatto che i “topoi” mettano l’accento sull’“incollare” informazioni locali (singoli segmenti di mercato) per costruire un quadro

globale completo risulta intuitivo per chiunque si occupi di finanza: un'oscillazione limitata a un mercato settoriale o a un asset specifico può propagarsi e trasformarsi in un segnale di tendenza sistemica.

La teoria delle categorie fornisce il linguaggio fondamentale per comprendere un "topos", cioè un insieme di oggetti e di morfismi che li collegano. Trasponendo ciò nella finanza ne deriva che:

- gli oggetti sono gli stati di mercato o singoli strumenti;
- i morfismi indicano evoluzioni ammissibili, come il passaggio da un portafoglio a un altro, da un regime di volatilità a un altro, da un livello di correlazione a una sua modifica.

Se si costruisce una mappa che collega stati di mercato con profili di rischio, o con configurazioni di volatilità, si ottiene una visione più sfaccettata del medesimo scenario di base. In tale quadro, gli invarianti emergono come proprietà che restano stabili sotto il gruppo di trasformazioni ritenute "ordinarie" (le normali fluttuazioni di mercato). Quando queste proprietà iniziano a modificarsi, significa che il mercato potrebbe essere entrato in una fase non ordinaria, preludio di un cambiamento di regime.

Un approccio topologico-categoriale, per definizione, considera l'intero universo di morfismi e oggetti, cercando di catturare una prospettiva globale su un

fenomeno complesso. Non è soltanto una formalità filosofica: se definire correttamente gli invarianti offre resistenza alle comuni oscillazioni, un loro cambiamento sistematico diventa un segnale d'allarme più affidabile di quanto non lo siano le classiche tecniche di regressione, spesso basate su ipotesi di quasi-stazionarietà dei dati.

### "TOPOS" E FINANZA

Uno degli aspetti più significativi della teoria dei "topoi", quando traslata in finanza, è l'idea di privilegiare la lettura del presente rispetto alla retrospettiva storica. Da sempre, i modelli statistici si nutrono di dati passati per progettare scenari futuri, rischiando però di risultare inefficaci quando il mercato affronta uno shock imprevisto o un mutamento strutturale.

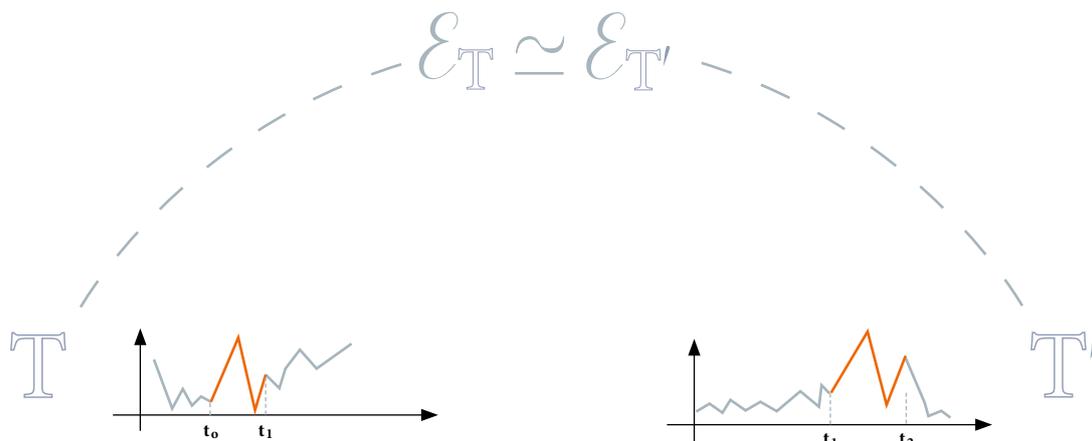
Come si passa da queste idee estremamente astratte a un sistema implementabile nel contesto dinamico del trading o della gestione del rischio? La finanza, con la sua natura interconnessa di mercati globali, emerge come un candidato ideale per sfruttare questa filosofia. In quest'ottica, gli invarianti fungono da "pilastri strutturali" del mercato: se rimangono fermi, significa che la dinamica in corso rientra nella normalità; se iniziano a vacillare, è in atto un fenomeno di ampia portata.

L'implementazione concreta di un simile sistema di sorveglianza richiede in-

genti risorse computazionali e l'abilità di tradurre i concetti astratti del "topos" in architetture di dati e algoritmi predittivi.

La finanza del futuro, sempre più pervasa da big data, intelligenza artificiale e interconnessioni globali, può trarre grande beneficio da questo approccio. L'AI predittiva ispirata alla nozione di "topos" (la centralità dei morfismi e l'attenzione alle proprietà che restano stabili sotto un insieme di cambiamenti) offre un paradigma che parla direttamente alla natura dinamica e correlata dei mercati finanziari. Il mercato è un sistema interconnesso e stratificato. Grazie al principio "locale-globale", caro a Grothendieck, un'analisi categoriale consente di tenere d'occhio micro-alterazioni a livello locale (per esempio, in un singolo settore o in un preciso orizzonte temporale) e di capire come tali alterazioni possano ripercuotersi sul resto del sistema. In un'era dove la finanza globale è un labirinto di dati e interconnessioni, la capacità di estrarre segnali rilevanti dal rumore diventa cruciale. L'intelligenza artificiale predittiva, alimentata dalla filosofia del "topos" e dall'analisi categoriale, non è solo uno strumento, ma una bussola. Chi saprà tradurre questi concetti astratti in algoritmi robusti e flessibili, sarà in grado di navigare con sicurezza le tempeste del mercato, trasformando l'incertezza in un vantaggio strategico.

FIGURA 1



Un ponte tra matematica e finanza: la teoria dei "topoi" rivoluziona l'analisi tecnica dei mercati azionari. Gli invarianti, proprietà stabili che resistono alle fluttuazioni del mercato, diventano la chiave per guidare gli investimenti, cercando di mantenere certe proprietà costanti attraverso le operazioni di trading, offrendo una strategia più robusta nel tempo.

*KELONY's Intellectual property*

# Parliamo di “episteconomia”

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

L'idea che il governo debba essere affidato ai più competenti affonda le radici nell'antica Grecia. Già nel 375 a. C. Platone immaginava, nella “Repubblica”, uno stato governato da filosofi-re, soggetti che, grazie alle loro profonde conoscenze, esercitavano con saggezza il loro compito per il bene comune. È il primo modello di potere politico basato sulla competenza, anziché su nascita o ricchezza.

Partendo da queste basi, agli albori del terzo millennio e in risposta agli sviluppi della società contemporanea, il filosofo americano David Estlund nel suo “Democratic Authority” del 2008 ha coniato il termine “epistocrazia” per indicare un sistema in cui il potere decisionale viene calibrato in base alla conoscenza. Il ragionamento di fondo è semplice: così com'è giusto, ad esempio, sottoporre i cittadini a un esame per rilasciare una patente di guida o una licenza di porto d'armi per limitare i potenziali danni al prossimo, allo stesso modo è opportuno che a influire su decisioni che riguardano la collettività siano solo persone informate, in quanto il diritto collettivo a essere governati con competenza viene prima di quello individuale di esercitare la propria volontà.

\* 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.

Nel 2016, in “Against Democracy”, il politologo statunitense Jason Brennan sviluppò ulteriormente il concetto, proponendolo come approccio complementare ai sistemi democratici tradizionali. La sua riflessione non tende a sovvertirne i principi fondamentali, ma a riconoscere che il valore della competenza potrebbe arricchire i processi decisionali determinando esiti più vantaggiosi per l'intera comunità. Le sue più equilibrate formulazioni non mirano a sostituire i meccanismi di partecipazione universale, quanto ad arricchirli con strumenti che riconoscano il valore della conoscenza specialistica.

## UN CONCETTO NUOVO

Ispirandoci a questi principi, abbiamo elaborato il concetto di “episteconomia” o “economia basata sulla conoscenza”: non tanto un sistema che delega esclusivamente agli esperti le decisioni economiche, quanto un paradigma che riconosca l'esistenza di un livello minimo di conoscenza

“*Abbiamo elaborato il concetto di “episteconomia” o “economia basata sulla conoscenza”: non tanto un sistema che delega esclusivamente agli esperti le decisioni economiche, quanto un paradigma che riconosca l'esistenza di un livello minimo di conoscenza necessario per compiere scelte finanziarie consapevoli*”

necessario per compiere scelte finanziarie consapevoli.

Mentre l'“epistocrazia” si interroga sulla legittimità di un voto separato dalla conoscenza, l'“episteconomia” estende questa riflessione al mondo economico, mettendo in discussione decisioni finanziarie prese in assenza di adeguata comprensione. L'economia basata sulla conoscenza si distingue dal modello “epistocratico” per due differenze sostanziali. Certamente per l'inclusività: mentre il secondo, nella sua versione più rigida, tende a concentrare il potere decisionale nelle mani di un'élite di esperti, il primo modello rivela una natura



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

intrinsecamente inclusiva. Pur riconoscendo il valore imprescindibile della specializzazione e il ruolo centrale degli esperti in ambiti particolarmente complessi, esso mira a garantire che ogni individuo giunga a possedere gli strumenti cognitivi minimi per partecipare consapevolmente alla vita economica.

La seconda differenza concerne il campo d'azione: mentre l'"epistocrazia" si focalizza principalmente sulle possibili riforme istituzionali, l'"epistoeconomia" opera su un terreno più ampio e articolato, che va dall'educazione finanziaria all'empowerment individuale, dalla promozione di processi collettivi fino allo sviluppo di una cultura del valore condiviso in cui le decisioni economiche considerino non solo il profitto immediato, ma anche la sostenibilità e l'equità nel lungo periodo. In questa prospettiva l'economia basata sulla conoscenza non si pone come un'alternativa radicale al mercato, ma come sua naturale evoluzione verso una forma più matura.

### **UNA CULTURA DIFFUSA**

L'"epistoeconomia" innalza al rango di risorsa produttiva fondamentale la comprensione dei meccanismi economici e finanziari come lo sono, in termini macroeconomici, il capitale, la terra e il lavoro. A differenza delle risorse tradizionali, però, questo tipo di conoscenza possiede caratteristiche rivoluzionarie: è universalmente disponibile, genera rendimenti crescenti tanto più è diffusa, si accumula progressivamente e produce benefici che travalicano chi la detiene direttamente. In questa prospettiva, il divario di conoscenza finanziaria precede e determina il divario di ricchezza. Solo attraverso la democratizzazione della cul-



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

tura economica si può migliorare l'intera società creando le condizioni per un sistema più equo. L'accesso all'educazione finanziaria diventa così un diritto fondamentale di cittadinanza economica, prerequisito per una piena partecipazione alla vita sociale.

L'"epistoeconomia", poi, intende promuovere un'autentica meritocrazia cognitiva, in cui l'autorevolezza deriva dalle competenze dimostrate e non dalla posizione sociale o dal potere economico. Ciò che distingue questa visione da altre forme di meritocrazia è l'attenzione alla creazione di condizioni paritarie per l'accesso al sapere economico. Non si tratta di premiare talenti innati o privilegi educativi preesistenti, ma di valorizzare l'impegno verso l'apprendimento e l'applicazione etica delle conoscenze acquisite, in un circolo virtuoso che eleva contemporaneamente competenza individuale e consapevolezza collettiva.

### **UNA STRADA DIVERSA**

La strada da compiere, però, non può essere uguale per tutti. Alcune ricerche dimostrano che l'educazione finanziaria funziona davvero solo quando si adatta alla persona che abbiamo di fronte. È impensabile proporre lo stesso percorso formativo a un giovane studente, a un professionista consolidato o a un pensionato, poiché ciascuno di loro parte da un diverso livello di conoscenza, ha obiettivi di vita differenti e apprende in un modo unico. Quando un individuo raggiunge un buon livello di comprensione dei meccanismi finanziari, diviene più collaborativo e non è difficile capirne il perché: chi comprende il lavoro dell'intermediario può riconoscerne il valore e apprezzare la qualità delle scelte proposte.

Il dialogo diventa più produttivo, più franco, più trasparente. La fiducia non è basata più su una delega cieca («mi fido perché non capisco»), ma su una comprensione reale («mi fido perché capisco che cosa stai facendo e perché lo fai»).

In questo scenario, tutti vincono. Le istituzioni finanziarie beneficiano di clienti più stabili e meno propensi a decisioni impulsive nei momenti di crisi, costruiscono relazioni più durature, riducono i costi di acquisizione e gestione e possono permettersi di offrire servizi più sofisticati sapendo che saranno compresi e apprezzati. Dal canto loro i clienti guadagnano in autonomia, sviluppano capacità critica, utilizzano meglio i servizi disponibili e, soprattutto, prendono decisioni più allineate ai propri obiettivi di vita. È proprio questa convergenza di interessi a rendere l'alfabetizzazione finanziaria così potente: non è un gioco a somma zero in cui uno vince e l'altro perde, ma un'opportunità di crescita condivisa che arricchisce tutti. Perciò investire nell'educazione finanziaria non è solo una questione di responsabilità sociale, ma una strategia lungimirante per costruire un sistema finanziario più sano, giusto e sostenibile.

### **DALLE OMBRE ALLA LUCE**

L'allegoria platonica della caverna, quindi, torna sorprendentemente d'attualità. Come i prigionieri al suo interno che scambiavano le ombre per realtà, spesso osservando il mondo finanziario ci limitiamo a guardare le cose in modo superficiale senza comprenderne i meccanismi più profondi. Il premio Nobel per l'economia Joseph Stiglitz sembra dialogare con Platone quando afferma che «la conoscenza è un bene pubblico globale». Nei suoi studi sulle asimmetrie informative ha dimostrato che i mercati non possono funzionare equamente quando il sapere è distribuito in modo diseguale.

Parlando di "epistoeconomia" intendiamo raccogliere questa sfida proponendo un accesso quanto più diffuso alla conoscenza finanziaria che non si limiti a creare consumatori più informati, ma cittadini economicamente consapevoli. Non si tratta di affidare l'economia a nuovi filosofi-re, ma di diffondere la luce della conoscenza tanto ampiamente da rendere tutti capaci di contribuire, con diversi gradi di specializzazione ma con pari dignità, a un sistema economico più umano. E illuminato.

# La rivoluzione artistica di Caravaggio

di Emanuela Zini



Caravaggio (Michelangelo Merisi), *Autoritratto in veste di Bacco (Bacchino malato)*, 1595 c.a. olio su tela, cm 67 x 53  
Galleria Borghese, Roma  
Crediti: ph. M. Coen © Galleria Borghese

Caravaggio torna a prendersi la scena a Roma a Palazzo Barberini con un'esposizione che rappresenta un viaggio straordinario attraverso la sua arte, che offre un'occasione unica di ammirare non solo i suoi capolavori più celebri, ma anche diversi dipinti raramente visibili e alcune delle sue opere ultimamente scoperte. L'arte di Michelangelo Merisi ha segnato una vera rivoluzione, non solo nella pittura, ma nell'intero panorama culturale e sociale del suo tempo. La mostra invita a riflettere sul cambiamento che Caravaggio ha portato nell'arte, dando vita a un nuovo modo di vedere e rappresentare la realtà.

## UN VIAGGIO NELL'ARTE

L'esposizione è divisa in quattro sezioni, ognuna delle quali esplora un capitolo della carriera dell'artista. Grazie a dipinti inediti e rare scoperte, il pubblico può vedere in quale modo Caravaggio ha rivoluzionato il panorama artistico, creando opere che ancora oggi continuano a stupire per la loro intensità emotiva e il loro realismo crudo. I quattro segmenti tematici coprono un

arco temporale di circa 15 anni della vita del pittore, dal suo arrivo a Roma nel 1595 fino alla sua morte nel 1610. Ogni sezione esplora un aspetto diverso della sua carriera, mettendo in luce i momenti di maggiore innovazione artistica e le opere più significative.

## LA SFIDA ROMANA

La prima parte, "Debutto romano", porta indietro nel tempo, ai primi anni di Caravaggio a Roma. Arrivato nella capitale intorno al 1595, l'artista si trovò ad affrontare le difficoltà di una vita precaria, sopravvivendo con espedienti e dipingendo per pochi soldi. È proprio in questo periodo che iniziò a sperimentare, con la rappresentazione della realtà, un approccio che sarebbe diventato il marchio di fabbrica della sua arte. Opere come "Mondafrutto" e "Bacchino malato" testimoniano questo periodo di sperimentazione, durante il quale Caravaggio sviluppò uno stile che sfidava le convenzioni dell'epoca. Nel 1597, grazie all'incontro con il banchiere Francesco Maria

del Monte, il pittore ottenne la sua prima grande commissione e iniziò a farsi strada nel mondo dell'arte romana. Questa sezione ospita anche la sua prima opera sacra di grande impatto: "San Francesco in estasi", commissionato da Ottavio Costa.

### INGAGLIARDIRE GLI OSCURI

La seconda sezione, "Ingagliardire gli oscuri", esplora il lato meno noto della produzione di Caravaggio: la sua ritrattistica. Sebbene Caravaggio fosse conosciuto principalmente per le sue scene sacre e mitologiche, le sue opere ritrattistiche sono altrettanto importanti, sebbene poche siano arrivate fino a noi. La mostra offre l'occasione di vedere, per la prima volta, due versioni del "Ritratto di Maffeo Barberini" che evidenziano il talento di Caravaggio nel catturare la verità cruda dei suoi soggetti. Accanto a questi quadri, sono esposti altri celebri ritratti, come quello di "Santa Caterina d'Alessandria", e dipinti di figura intera, come "Giuditta che decapita Oloferne".

### LA MATURITÀ ARTISTICA

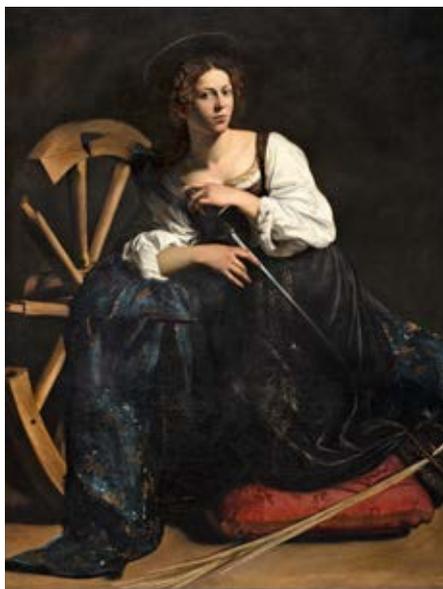
La terza sezione, "Il dramma sacro tra Roma e Napoli", è un'immersione nel periodo più maturo della carriera di Caravaggio, quando la sua arte si fa sempre più intensa e drammatica. Qui vengono esposte alcune delle sue opere religiose più celebri, come la serie della cappella Contarelli, in cui l'artista affronta la vita e la morte con una forza mai vista prima. La sezione include anche opere realizzate durante il suo soggiorno a Napoli, dove Caravaggio esprime tutta la sua drammaticità, con l'"Ecce Homo" e la "Flagellazione".

### FINALE DI PARTITA

Infine, la sezione "Finale di partita" si concentra sugli ultimi anni della vita dell'artista. Dopo un omicidio che lo costrinse a fuggire da Roma, l'artista passò gli ultimi anni della sua vita tra Napoli, Malta e la Sicilia, cercando disperatamente di ottenere il perdono per i suoi crimini e ritornare nella capitale. In queste ultime opere, come il "Martirio di Sant'Orsola" e il "San Giovanni Battista", Caravaggio esprime la sua lotta interiore e la sua necessità di espiazione.

### UN EVENTO STRAORDINARIO

Questa mostra è un'opportunità imper-



Caravaggio (Michelangelo Merisi), *Santa Caterina di Alessandria*, 1598-1599 c.a. olio su tela; 1733x133 cm Museo Thyssen-Bornemisza, Madrid (ES)  
Crediti: © Museo Nacional Thyssen-Bornemisza, Madrid



Caravaggio (Michelangelo Merisi), *Ecce Homo*, 1606-1609 olio su tela; 116x86 cm Collezione Privata, Madrid (ES)  
Crediti: Icon Trust

dibile per scoprire l'arte di Caravaggio in tutta la sua complessità. Con prestiti da musei di fama mondiale, come il Museo del Prado, il Museo Thyssen-Bornemisza e il Detroit Institute of Arts, l'esposizione offre un'esperienza immersiva, che consente di esplorare l'evoluzione del pittore e il suo impatto duraturo sulla storia dell'arte. Un'ulteriore rarità è rappresentata da "Giove, Nettuno e Plutone", l'unico dipinto murale di Caravaggio, che sarà visibile in questa occasione speciale.

La mostra celebra la grandezza dell'artista e invita a riflettere sul suo spirito innova-

tivo e sul suo contributo all'arte, offrendo una nuova chiave di lettura per comprendere il suo genio e il suo ineguagliabile impatto sulla pittura e sulla cultura del suo tempo. Un'esperienza che promette di lasciare un segno indelebile nei cuori degli appassionati d'arte di tutto il mondo.

### Caravaggio 2025

**Palazzo Barberini, Roma**

**7 marzo – 6 luglio 2025**

**a cura di Francesca Cappelletti,  
Maria Cristina Terzaghi, Thomas  
Clement Salomon**



Caravaggio (Michelangelo Merisi), *Martirio di sant'Orsola*, 1610, olio su tela, 143 x 180 cm, Collezione Intesa Sanpaolo, Gallerie d'Italia, Napoli - Crediti: Archivio Patrimonio Artistico Intesa Sanpaolo / foto Luciano Pedicini, Napoli

### SFDR E VIGILANZA CONSOB

# Che cosa cambia per i gestori

Flavio Burrai, associate di Advant Nctm



Il settore della gestione del risparmio è sempre più al centro delle evoluzioni normative in materia di finanza sostenibile. Con il richiamo di attenzione n. 1/25 dell'11 febbraio 2025 Consob ha ribadito l'importanza della corretta applicazione del Regolamento Ue 2019/2088 ("Sfdr"), evidenziando le aree critiche della trasparenza informativa e della coerenza tra strategia di investimento e caratteristiche Esg dichiarate.

Il richiamo, complementare a quello precedente, sempre di Consob, datato 25 luglio 2024, si inserisce nel contesto delle iniziative europee volte a semplificare il quadro normativo e a migliorare il coordinamento tra le autorità di vigilanza. Per Sgr, Sicav e Fia ciò comporta nuovi obblighi di disclosure e un'attenzione crescente alla coerenza tra marketing e strategia di gestione.

#### UN APPROCCIO RISK-BASED

La Consob ha chiarito che la sua supervisione sui gestori sarà condotta con un approccio risk-based, concentrandosi su tre aspetti fondamentali:

1. trasparenza dei prodotti finanziari, con verifica della corretta applicazione degli obblighi Sfdr per i fondi previsti dagli articoli 6, 8 e 9;
2. coerenza tra strategia di investimento e caratteristiche Esg dichiarate, per evitare discrepanze tra documenti informativi e portafogli effettivi;
3. monitoraggio continuo delle prassi di mercato, con raccolta dati e vigilanza congiunta con Esma.

Per i fondi di cui agli articoli 8, che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali ma senza un obiettivo di sostenibilità vincolante, e 9, che hanno un obiettivo di investimento sostenibile, del Regolamento Sfdr, i gestori devono rispettare i template sull'informativa precontrattuale previsti dagli allegati II e III del Regolamento delegato Ue 2022/1288, che includono:

- identificazione degli obiettivi sostenibili e delle caratteristiche Esg;
- rispetto del principio Dnsh (do no significant harm), per evitare danni ad altri obiettivi ambientali e sociali;
- elementi obbligatori della politica di investimento e la policy per la valutazione della good governance.

Un aspetto critico riguarda il principio Dnsh, che impone ai

“ Il richiamo (...) si inserisce nel contesto delle iniziative europee volte a semplificare il quadro normativo e migliorare il coordinamento tra le autorità di vigilanza. Per Sgr, Sicav e Fia ciò comporta nuovi obblighi di disclosure e un'attenzione crescente alla coerenza tra marketing e strategia di gestione ”

gestori di dimostrare che gli investimenti sostenibili non causino danni significativi ad altri obiettivi ambientali o sociali. La Consob ha evidenziato la necessità di una maggiore chiarezza nei metodi di valutazione, pena il rischio di incorrere in pratiche di cosiddetto greenwashing.

#### PRASSI SCORRETTE DA EVITARE

Per contrastare dichiarazioni Esg fuorvianti, Consob ha individuato alcune prassi scorrette da evitare:

- utilizzo di claim generici, come "il prodotto persegue obiettivi ambientali/sociali" senza dettagli chiari sugli obiettivi reali;
- mancanza di indicatori concreti che rendano misurabili gli impatti Esg;
- disallineamento tra strategia dichiarata e portafoglio effettivo, se i fondi includono asset Esg non-compliant.

Per i gestori, ciò implica la necessità di rafforzare i controlli interni e la governance Esg, assicurandosi che la selezione degli investimenti sia realmente allineata agli obiettivi dichiarati.

Le indicazioni di Consob avranno un impatto significativo sui gestori, rendendo necessaria una serie di azioni correttive e di adeguamento:

1. revisione dei documenti informativi: i gestori dovranno aggiornare le informative Sfdr per evitare dichiarazioni generiche;

2. maggiore trasparenza nella rendicontazione Esg: sarà fondamentale dimostrare, con dati concreti, i progressi rispetto agli obiettivi dichiarati;

3. integrazione dei criteri Esg nei processi di investimento: i gestori dovranno rafforzare le metodologie di selezione degli asset per garantire la coerenza con le strategie dichiarate;

4. formazione interna e revisione della governance Esg: compliance e risk management dovranno lavorare in sinergia per evitare il rischio di pratiche scorrette.

Il richiamo segna quindi un passo decisivo verso una maggiore co-

erenza e trasparenza nel settore della finanza sostenibile. Per le Sgr e i gestori di fondi il messaggio è chiaro: la trasparenza Esg non è più un'opzione, ma un obbligo regolamentare con implicazioni concrete sulla strategia di investimento e sulla comunicazione con gli investitori. Chi saprà adeguarsi rapidamente potrà rafforzare la propria credibilità sul mercato, mentre chi trascurerà questi aspetti potrebbe trovarsi esposto a richiami e interventi sanzionatori. In un contesto in cui la domanda di prodotti Esg è in continua crescita, garantire la credibilità della finanza sostenibile diventa un fattore chiave.



# Tante sorprese dalla Cina

a cura di **Boris Secciani**

A parlare della sorpresa Cina sui listini equity è **Caroline Maurer**, head of China and Core Asia Equities di **Hsbc Asset Management**

#### **Su quali principi si basa il vostro stile di investimento?**

«Il nostro stile di investimento può essere definito come un approccio fondamentale bottom-up e le aziende che analizziamo e che inseriamo nelle nostre strategie presentano caratteristiche quality growth. Nel concreto, cerchiamo gruppi in grado di accrescere in misura rilevante i propri profitti nel tempo in maniera sostenibile, grazie a fondamentali solidi. Le azioni che compriamo sono legate a temi e settori le cui dinamiche cerchiamo di comprendere nella maniera migliore possibile».

#### **Che cosa sta guidando l'intenso recupero delle principali azioni cinesi?**

«L'attuale ripresa dell'equity cinese può essere divisa in due fasi. Inizialmente, a prevalere sono stati fattori macro, in particolar modo il fatto che era diventato evidente che il governo si è impegnato a stimolare la crescita, sia nei consumi, sia dei mercati dei capitali, grazie a una serie di misure di stimolo, che hanno fornito un notevole supporto. Ciò ha limitato il ribasso delle valutazioni che, nel caso del settore tecnologico, erano particolarmente depresse. Queste politiche hanno innescato un rerating dai minimi degli ultimi anni, visti nei primi mesi del 2024. Da qualche tempo, però, si sta assistendo alla nascita di una nuova fase di espansione dell'economia della Cina, che dovrebbe essere guidata da una ripresa dei consumi, che a sua volta si dovrebbe tradurre in un aumento di ricavi, margini e profitti, in particolare per i protagonisti dell'hi-tech e della manifattura più avanzata».

#### **Quale quadro emerge dai dati sugli utili dei maggiori gruppi hi-tech?**

«Per alcune specifiche società, i dati trimestrali di recente pubblicati evidenziano già un recupero degli utili, grazie anche a una maggiore attenzione ai rendimenti degli azionisti. Per molto tempo, infatti, la Cina ha mostrato incrementi del Pil giganteschi e i maggiori gruppi del Paese, specialmente in ambito tecnologico, hanno dunque adottato un paradigma di crescita a tutti i costi, dedicando enormi risorse per investire in una moltitudine di linee di business. L'obiettivo era infatti di raggiungere dimensioni sufficientemente grandi per ottenere una posizione di leadership e non essere lasciati indietro in un ambiente caratterizzato dalla rapida creazione di colossi. Ciò è andato spesso a discapito dei risultati aziendali, mentre al giorno d'oggi in diverse realtà corporate prevale un atteggiamento più cauto. Il focus è concentrato sulle aree di business che offrono i migliori risultati; contemporaneamente in diversi casi sono stati varati importanti piani di riacquisto delle proprie azioni».

#### **Che cosa pensate dell'esplosione dell'AI cinese?**

«L'intelligenza artificiale è un'area che è ancora agli albori del proprio sviluppo: pertanto è praticamente impossibile, allo stato attuale, fare una previsione sui tempi e i modi del suo impatto su vari settori economici. Ugualmente tuttora non sappiamo quali saranno i vincitori di domani in questa corsa all'innovazione. Per la Cina, però, è importante dimostrare di essere nella competizione e sicuramente, da questo punto di vista, le aziende locali stanno dimostrando di essere decisamente competitive. Vediamo una forte crescita della diffu-



**CAROLINE MAURER**  
head of China and Core Asia  
Equities  
Hsbc Asset Management

sione dell'AI in ambiti come i veicoli a guida autonoma, gli applicativi per i dispositivi mobili, la manifattura di alta qualità e molti altri. Ciò sta anche spingendo il settore dei data center e dei servizi cloud nazionali, di cui l'AI fa un grande uso».

#### **Le limitazioni nell'accesso ad alcune tecnologie dei semiconduttori sono un freno insormontabile?**

«Aziende come DeepSeek e Alibaba hanno immesso sul mercato prodotti che hanno riscosso un grande successo da parte degli utenti in tutto il mondo, nonostante l'impossibilità di avere accesso ad alcune delle tecnologie più avanzate nell'ambito dei semiconduttori. Ciò è stato possibile perché i passi in avanti compiuti dalla Cina nella localizzazione di intere filiere dei microchip sono stati notevoli. In alcuni segmenti di questo vasto comparto, la Prc sta diventando un esportatore netto, uno sviluppo fino a pochi anni fa quasi impensabile».

#### **L'auto a guida autonoma sarà una realtà in tempi brevi in Cina?**

«Il veicolo a guida autonoma rappresenta un'area di grande interesse. Esiste già una legge a livello nazionale che permette di automatizzare alcune funzioni di guida, mentre in specifiche aree (ad esempio, alcuni quartieri di Pechino) sono disponibili taxi completamente automatizzati. La Cina vanta una posizione di leadership nell'ambito dei veicoli elettrici: molti dei nuovi modelli sono equipaggiati con una grande quantità di sensori e telecamere e di software in grado di elaborare velocemente un'enorme mole di dati. Questo ecosistema offre un vantaggio competitivo notevole nel passare a un paradigma incentrato sulla guida automatizzata».

# Covered bond, sicuri e redditizi

a cura di Boris Secciani

Nonostante si tratti di titoli che hanno grandi qualità, come una totale sicurezza e rendimenti spesso migliori dei governativi, i covered bond sono raramente protagonisti del mercato obbligazionario. Ed è un peccato, perché nei portafogli possono fare un'ottima figura. A parlare di questo settore è **Henrik Stille**, portfolio manager del Nordea 1-European Covered Bond Fund di **Nordea Asset Management**.

#### **Può spiegare i principi sui quali vi basate per gestire le vostre strategie sui covered bond?**

«Innanzitutto, va precisato che i covered bond negli ultimi anni si sono evoluti, trasformandosi in un asset class globale: ci sono emissioni in una moltitudine di paesi al di fuori dell'Europa. Questi strumenti, però, quasi sempre sono denominati in euro. Per scegliere quali inserire nella nostra strategia, adottiamo un processo bottom-up, che, quindi, non dipende da valutazioni sull'andamento macroeconomico. Partiamo analizzando il sistema bancario di un paese, studiamo le caratteristiche di capitalizzazione degli istituti di credito locali e il quadro legislativo in cui operano. Ci concentriamo poi sullo studio dell'evoluzione del portafoglio mutui dei diversi istituti di credito e, infine, analizziamo la specifica emissione di covered bond. Generalmente manteniamo, per il nostro portafoglio, una duration intorno ai cinque anni, che è in linea con il nostro benchmark di riferimento. Desideriamo posizionarci su security che presentano un elevato valore relativo».

#### **Qual è l'elemento fondamentale per identificare i titoli che rispon-**

#### **dono a questo criterio?**

«Per rispondere a questa domanda vale la pena elencare alcune delle caratteristiche più importanti di questi strumenti. Il rischio di default per i covered bond è in generale inesistente: nella loro storia non si è mai verificata una sola insolvenza. Infatti, anche se vengono emessi per finanziare uno specifico portafoglio di mutui, essi godono del grado più elevato di seniority all'interno della struttura di capitale di una banca. Pertanto, nel caso in cui si verificasse una forte crisi immobiliare, con molti proprietari di casa che smettono di pagare i loro debiti, ad assorbire le perdite sarebbero i detentori di titoli maggiormente subordinati. Ciò è vero soprattutto per sistemi bancari particolarmente robusti come quelli europei. Di conseguenza, gli spread tendono a rimanere stabili, a meno che non si verifichi un eccesso di offerta di nuove emissioni sul mercato primario. Questo è il driver principale che sta alla base dell'evoluzione degli spread in questo ambito».

#### **Qual è in questa fase il quadro nel panorama dei covered bond?**

«Lo scenario attuale rappresenta un caso esemplificativo di quanto affermo. Infatti, i differenziali di rendimento di questa asset class si posizionano a un livello decisamente consistente rispetto alla propria media storica, nello specifico intorno a 50 punti base. Nel 2022-2023 diversi istituti di credito europei hanno infatti aumentato in maniera significativa le emissioni di covered bond, perché dovevano ripagare i prestiti contratti con la Bce durante la pandemia. Questa dinamica ha portato al livello più alto di spread negli ultimi 12 anni, mentre il resto del reddito fisso cominciava a rientrare su valori più contenuti. Come si può



**HENRIK STILLE**  
**portfolio manager**  
**del Nordea 1-European**  
**Covered Bond Fund**  
**Nordea Asset Management**

evincere, tale movimento non ha avuto nulla a che fare con il deterioramento dei fondamentali. Ad esempio, oggi è possibile, investendo in covered, guadagnare esposizione a obbligazioni con rating AAA sacrificando un ammontare decisamente modesto di rendimento rispetto al credito, in un quadro in cui non vi è più la sovraofferta di qualche anno fa. I corporate, invece, in particolare nel segmento high-yield, presentano valutazioni decisamente alte. In molti casi, poi, i covered bond, nonostante una qualità più elevata, offrono un yield pick-up rispetto ai governativi di pari durata rispetto a quello della nazione in cui è basata la banca emittente. L'Italia rappresenta un esempio perfetto di quanto affermo: la maggior parte dei covered locali è infatti caratterizzato da un rating AA, superiore a quello dei Btp. Spesso, infatti, i titoli di questa classe di attivi, nel caso delle scadenze intorno ai cinque anni, sono caratterizzati da rendimenti più consistenti rispetto al debito pubblico del Paese di scadenza similare».

#### **Dove vedete oggi le opportunità più interessanti?**

«Troviamo molte obbligazioni interessanti in tre specifiche aree geografiche: nell'Est Europa, nel Sud Europa e nel Sud-Est asiatico. In tutti e tre i casi, e in particolare nelle due zone dell'Ue menzionate, si sta assistendo a un notevole irrobustimento della base dei depositi delle banche locali. Questo fatto diminuisce la necessità di rivolgersi agli investitori obbligazionari per potere finanziare le proprie operazioni. Di converso, siamo sottopesati sulle emissioni del Nord Europa per ragioni speculari, in quanto il mercato primario dei covered bond è in quelle aree piuttosto affollato».

# DIAMO VALORE A QUELLO CHE CONTA DAVVERO

## INVESTI SUL TUO FUTURO

Ci impegnamo al fianco di ogni cliente senza perdere di vista quello che conta davvero: il **futuro**, l'investimento più grande.

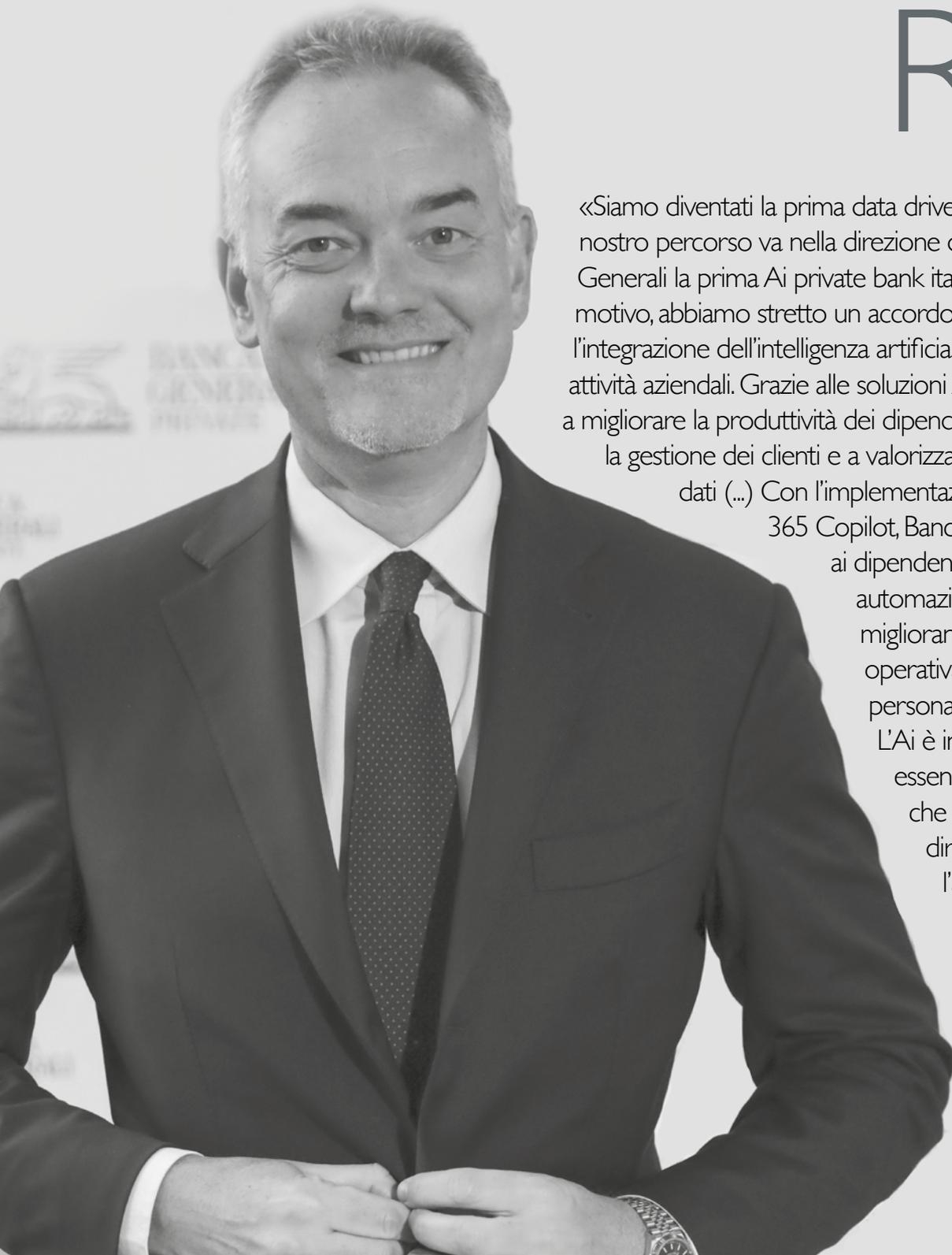
Passione,  
scopri tutti i nostri valori su  
[eurizoncapital.com](http://eurizoncapital.com)

Società del gruppo **INTESA**  **SANPAOLO**

 **EURIZON**  
ASSET MANAGEMENT

# CONSULENTI &

# RETI



«Siamo diventati la prima data driven bank e ora il nostro percorso va nella direzione di fare di Banca Generali la prima Ai private bank italiana. Per questo motivo, abbiamo stretto un accordo con Microsoft per l'integrazione dell'intelligenza artificiale generativa nelle attività aziendali. Grazie alle soluzioni Ai, la banca punta a migliorare la produttività dei dipendenti, a ottimizzare la gestione dei clienti e a valorizzare il patrimonio dati (...) Con l'implementazione di Microsoft 365 Copilot, Banca Generali offre ai dipendenti strumenti di automazione avanzata, migliorando la gestione operativa e la consulenza personalizzata per i clienti. L'AI è infatti un ingrediente essenziale di sviluppo che può agire in due direzioni: una di front e l'altra di back office».

**MARCO BERNARDI**  
vicedirettore generale  
Banca Generali

# «Saremo la prima Ai private bank italiana»

a cura di **Alessandro Secciani**

È difficile trovare in questi tempi tempestosi per la finanza una rete di consulenti che esprime un ottimismo pari a quello di Banca Generali. Ad aggiungere sprint è stata la conclusione del piano triennale 2022-2024, che ha centrato e superato gli obiettivi: le masse gestite sono a 103 miliardi di euro, mentre l'incremento dei flussi ha superato 18 miliardi nel corso dei tre anni. Il risultato ottenuto ha dato ulteriore voglia di sfide con la partenza del nuovo piano per il prossimo triennio, che prevede grandi investimenti sulla tecnologia e l'intelligenza artificiale, l'attacco al mondo imprenditoriale, finora abbastanza trascurato come target primario, la crescita dell'internazionalizzazione e l'apertura al mondo giovanile.

Ma non sono solo questi gli obiettivi della società. A parlarne diffusamente è **Marco Bernardi**, vicedirettore generale di **Banca Generali** e responsabile della rete di consulenti.

**Avete appena concluso il vostro piano industriale 2022-2024: com'è andato? Rispetto agli obiettivi che vi eravate dati, quali risultati avete ottenuto nella realtà?**

«Siamo molto soddisfatti di avere raggiunto gli ambiziosi target del Piano strategico triennale, pur con mercati che, nel primo biennio, sono stati particolarmente sfidanti; per di più senza il contributo della nostra società svizzera, che ha avuto ritardi normativi nell'avvio. A oggi, il 70% circa delle nostre masse è riconducibile alla clientela private: i servizi di investimento a maggiore valore aggiunto, come le gestioni patrimoniali o l'advisory evoluta, rappresentano un elemento distintivo per le famiglie con bisogni complessi. Grazie allo slancio di questo segmento, l'obiettivo dei 100 miliardi di masse è stato raggiunto e superato e la crescita dei flussi è arrivata oltre 18 miliardi nel triennio, mentre i profitti non sono mai stati così alti come l'anno scorso. Abbiamo anche rimodulato il concetto di consulenza non solo nel mondo del private banking, ma, per molti versi, anche per i family office, vista la versatilità e l'apertura a soluzioni personalizzate. Inoltre, con l'operazione Intermonte, abbiamo portato ulteriori servizi alle imprese dei nostri clienti, anticipando un importante obiettivo del prossimo anno: accrescere la vicinanza alle Pmi italiane. Il tutto a vantaggio delle prospettive dei banker del Leone, che da un decennio risultano protagonisti indiscussi per



crescita pro capite nei flussi e nei portafogli medi, che oggi superano 44 milioni. Un altro obiettivo centrato è l'internazionalizzazione: siamo infatti approdati in Svizzera con l'apertura di Bg Suisse Private Bank, che ha portato oltre confine i concetti di private banking, di wealth management e sempre più di protezione».

**Sta per partire il nuovo piano industriale: si può già dire quali saranno gli obiettivi più importanti da raggiungere?**

«Innovazione con un uso importante e consapevole dell'intelligenza artificiale; maggiori servizi alle imprese che vogliono affacciarsi al mercato dei capitali o anche solo gestire al meglio il passaggio generazionale e i momenti chiave della crescita; ancora più internazionalizzazione rafforzando la presenza in Svizzera e accelerando sul Lussemburgo, dove la nostra fabbrica si distingue sempre più nelle competenze gestionali e di fund selector. Per quanto riguarda i banker, dopo avere dato vita a canali esclusivi, come la rete Senior partner, con i portafogli d'eccellenza

sopra i 150 milioni, e la rete di Sustainable advisor, per le competenze verticali nella sfera della sostenibilità, stiamo lavorando per rafforzare ancora di più i team di consulenti, visto il successo tra i colleghi, e, soprattutto, per rendere ancora più allettante la crescita professionale di giovani e aspiranti banker».

**Siete tra le poche realtà nel settore bancario che stanno aprendo nuove filiali. Come mai questa scelta in controtendenza?**

«Crediamo nella vicinanza al territorio e

alla comunità che, in talune realtà locali dalle crescenti esigenze, non può esimersi dalla presenza anche fisica della filiale in grado di offrire servizi bancari da vicino. A oggi siamo presenti in modo capillare sull'intero territorio nazionale con 54 filiali bancarie e oltre 170 uffici, che sono il motore di iniziative e un anello importante con le iniziative locali. Con l'inaugurazione dei recenti sportelli di Nola in Campania, Varese, Asti e Vicenza, abbiamo aperto oltre una dozzina di nuove filiali nel triennio. La presenza fisica e il valore della relazione rimangono quanto mai essenziali in questo lavoro. Anche la clientela è in crescita di diverse migliaia di unità ogni anno, di cui oltre 12 mila sono imprenditori con attività rilevanti».

**Siete caratterizzati dal fatto di essere una rete molto convinta nel proporre strumenti Esg alla clientela. Ultimamente, però, questo settore non gode più della popolarità che aveva fino a pochissimi anni fa e le elezioni in molti paesi lo hanno confermato. Continuate nella vostra linea con la stessa convinzione? E, soprattutto, gli investitori vi seguono ancora su questa strada?**

«L'attenzione verso questi temi non è una moda, ma una visione sulla sostenibilità di impresa e sulla crescita. Continuiamo a credere negli obiettivi di sviluppo in grado di creare valore a tutti gli stakeholder e ciò comporta impegno nella trasparenza e nei confronti delle best-practice richieste dal mercato. Quindi, la banca prosegue il proprio percorso, in linea peraltro con gli impegni del gruppo Generali. A livello d'offerta, lo studio e la ricerca dei prodotti si indirizzano sempre verso l'interesse degli investitori e, in questo senso, l'evoluzione della gamma abbraccia le migliori competenze gestionali negli ambiti più competitivi e promettenti in questa fase di mercato. Per la sensibilità della clientela più vicina alla sostenibilità, continuiamo a proporre una rosa di gestioni tra le più performanti del mercato, selezionando asset manager di comprovata affidabilità e con regole ben precise sul rispetto dei parametri dei regolatori anche nelle tematiche sostenibili. Come anticipato, abbiamo anche raccolto le competenze e le ambizioni tra i colleghi di rete più spiccate in questa direzione, dando vita a un canale dedicato di consulenti sostenibili, con un percorso di formazione e iniziative che stanno trovando sempre più riscontro. Siamo

già oltre un centinaio di adesioni e, per la fine di quest'anno, il numero potrebbe anche raddoppiare. Complessivamente, lavoriamo con dedizione alla formazione e alla gamma d'offerta senza tralasciare alcun aspetto e, a prescindere dal tono mediatico o politico del momento, cerchiamo di creare risposte esaustive e competenti che vadano incontro ai differenti bisogni dei nostri clienti».

**Voi siete diventati sempre più una rete dedicata alla sfera private. Avete ancora questa vocazione esclusiva o avete aumentato il vostro interesse in operazioni di finanza straordinaria per le imprese?**

«Siamo una realtà con un posizionamento spiccato verso la sfera private, con la base di imprenditori relativa più ampia tra i nostri competitor. Ma, oltre a questo fatto, continuiamo a crescere anche tra i professionisti e nelle famiglie di fascia più alta. Ciò avviene per la versatilità della nostra offerta e la qualità dei nostri banker. Lo sviluppo della gamma assicurativa e finanziaria riesce infatti a coprire le esigenze di protezione e investimento di un'ampia fascia di clientela, e le possibilità di personalizzazione hanno facilitato lo sviluppo nell'ambito private. Ad esempio, la profondità delle nostre gestioni patrimoniali si conferma un elemento distintivo nel mercato, così come le soluzioni di wealth management. Con l'acquisizione di Intermonte abbiamo davanti a noi un ulteriore scenario che abbraccia sempre di più anche la sfera delle imprese. Il contributo dell'investment banking della boutique fornisce, infatti, soluzioni alle Pmi in cerca di nuove strade per accrescere la propria competitività sui mercati. Con Intermonte abbiamo completato, dunque, la rosa dei servizi offerti e siamo sempre più proattivi nell'avvicinare le imprese al mercato dei capitali, che rappresenta un valido canale alternativo a quello bancario per crescere e affrontare le sfide imposte dal mercato».

**Ritornando ai clienti, quanto è importante per voi l'offerta di strumenti previdenziali? Il fatto di essere controllati da un gruppo assicurativo, vi dà dei vantaggi in questo campo? Oppure al contrario si tratta di un settore che è interamente delegato alla rete di agenzie assicurative Generali?**

«Beh, diciamo che, facendo parte del primo

gruppo assicurativo italiano e tra i primi in Europa, abbiamo dalla nostra le migliori competenze e le soluzioni per i clienti a portata di mano. Siamo da sempre molto attenti allo sviluppo delle tematiche di protezione e continuiamo a portare innovazione. Abbiamo da poco, per esempio, lanciato la polizza Bg Stile Esclusivo, una soluzione di investimento assicurativa che offre percorsi personalizzati. Si tratta di una vera e propria Suite del risparmio, che punta a rispondere non solo alle richieste di investimento e di valorizzazione dei capitali accumulati, ma anche alle domande di protezione del patrimonio e della salute, rafforzando il pacchetto con una serie di servizi personalizzati. Anche nella distribuzione, poi, abbiamo creato da qualche anno i Financial planning agent, che hanno di recente celebrato il traguardo dei 2 miliardi di euro di masse, raggiunto in anticipo rispetto al piano triennale 2022-2024. La rete è composta da oltre 90 professionisti che per primi hanno sperimentato la sinergia della cosiddetta "banca-assicurazione", cioè la possibilità di offrire ai clienti un pacchetto completo di soluzioni che accorpi polizze ramo danni, ramo vita, conti correnti e soluzioni evolute di risparmio. Solo nell'ultimo anno sono state inserite 15 risorse, di cui quattro bancari, e la volontà è crescere ancora, sia nei reclutamenti, sia nella creazione delle agenzie».

**Oggi uno dei maggiori problemi delle reti è l'alta età media dei consulenti. State cercando di ringiovanire la rete? Che cosa fate per arruolare giovani? Avete una politica ad hoc?**

«Nel 2024 abbiamo inserito oltre 150 colleghi con un'età media inferiore a 45 anni e realizzato eventi dedicati per raccontare ai giovani potenziali colleghi la professione di consulente finanziario; abbiamo anche potenziato lo strumento dei team, che si è rivelato molto utile per abbinare consulenti di età, esperienza e skill differenti e creato ex novo una vera e propria figura di tutor sul territorio. Sì, perché 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 una 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. Parallelamente, abbiamo investito sulla

formazione dei consulenti con un nuovo piano ad hoc che vede al centro i giovani banker under 40, ma riguarda a 360 gradi tutta la rete con approfondimenti in aula e momenti esperienziali su temi trasversali: dall'artificial intelligence alla sostenibilità, dal linguaggio relazionale all'acquisizione di nuovi clienti, dal corporate ai prodotti».

**Si parla molto di intelligenza artificiale nel vostro settore. La state già utilizzando? Pensate di investire in questa tecnologia? Come potrà cambiare la vita dei singoli consulenti?**

«Siamo diventati la prima data driven bank e ora il nostro percorso va nella direzione di fare di Banca Generali la prima Ai private bank italiana. Per questo motivo, abbiamo stretto un accordo con Microsoft per l'integrazione dell'intelligenza artificiale generativa nelle attività aziendali. Grazie alle soluzioni Ai, la banca punta a migliorare la produttività dei dipendenti, a ottimizzare la gestione dei clienti e a valorizzare il patrimonio dati. La partnership rientra nella strategia del gruppo Generali, che ha avviato un processo di digitalizzazione con l'obiettivo di rafforzare l'adozione di tecnologie avanzate. Con l'implementazione di Microsoft 365 Copilot, Banca Generali offre ai dipendenti strumenti di automazione avanzata, migliorando la gestione operativa e la consulenza personalizzata per i clienti. L'AI è, infatti, un ingrediente essenziale di sviluppo che può agire in due direzioni: una di front e l'altra di back office. È infatti in grado di supportare il banker nel semplificare l'operatività quotidiana nella relazione con il cliente e, dall'altro, di dargli gli strumenti per essere più incisivo. Esiste ancora un vincolo regolamentare affinché il potenziale dell'intelligenza artificiale possa essere sprigionato, ma noi siamo in prima linea».

**Immaginiamo che in questo momento lei abbia davanti un consulente che potrebbe entrare in Banca Generali. Che cosa gli direbbe per convincerlo? Quali sono gli elementi che possono invogliare un professionista a lavorare con voi?**

«Gli racconterei tutto ciò che ogni giorno rappresentiamo sul mercato e che faccio regolarmente negli incontri coi ragazzi. Ovvero le dinamiche del lavoro, la qualità degli strumenti e, soprattutto, la centralità delle



persone e il valore che ricopre la relazione di fiducia nella nostra realtà. Sullo sfondo, poi, la gratificazione e la soddisfazione per un lavoro straordinario che consente di accompagnare le famiglie nelle sfide legate alla pianificazione, con il plus, dal lato nostro, di un gruppo solido senza eguali alle spalle e di una società che da ormai oltre un decennio continua a sovraperformare il mercato di riferimento».

**E, al contrario, che cosa dovrebbe dire un consulente per invogliarla ad assumerlo? Quali qualità deve avere una persona per ottenere buoni risultati nella vostra struttura?**

«Deve esprimere determinazione e professionalità, voglia di mettersi in discussione, ma soprattutto mostrare quella serietà e maturità che sono indispensabili nel nostro lavoro. Non dimentichiamo che gestiamo i risparmi e i progetti di vita dei nostri clienti. Questo è un ruolo che comporta grandi responsabilità e, come in tutte le professioni dalle spiccate competenze, richiede impegno e dedizione».

**Usate la consulenza a parcella?**

**Pensate che sia un trend destinato a crescere e nel quale vale la pena investire?**

«Certamente, siamo attivi da tempo con ambedue le soluzioni della fee on top o fee only per la clientela. La modalità di retribuzione non è importante, conta più la qualità del servizio verso il cliente che può quindi scegliere come indirizzare la prassi. L'aspetto fondamentale del nostro lavoro riguarda la capacità di rispondere ai bisogni e di aiutare le famiglie nelle sfide legate alla protezione e valorizzazione di quanto realizzato. Lo sviluppo da 25 miliardi di masse di una dozzina d'anni fa agli oltre 103 miliardi di adesso sono la prova concreta dell'eccellenza che riusciamo a esprimere e della capacità di fare crescere i talenti all'interno della nostra struttura. Continuiamo a raccogliere molto interesse, sia da profili di elevato standing, sia da giovani bancari attirati dalle potenzialità della professione. Crediamo di avere tutte le carte per continuare a giocare un ruolo da protagonisti nel nostro settore, forti del valore unico che sappiamo dare all'asset più importante in questo lavoro: le persone».

CONSULENTI &  
RETI

# Tanta competenza, buoni prodotti e un po' di fantasia

a cura di **Alessandro Secciani**

La realizzazione di piani previdenziali, che fino a pochi anni fa erano stati molto trascurati in Italia dalle reti di distribuzione di prodotti finanziari, sta conoscendo una sorta di primavera e, come hanno chiarito le inchieste negli ultimi due numeri di Fondi&Sicav, l'interesse da parte delle società per questo comparto è diventato, quasi d'improvviso, molto forte. Inoltre la paura di trovarsi all'uscita del lavoro con redditi molto diversi, rispetto allo stipendio, sta cominciando a farsi strada anche tra le persone.

A questo punto, però, diventava interessante cercare di scoprire che cosa viene offerto concretamente ai clienti che si presentano di fronte a un consulente finanziario per chiedere un piano previdenziale. Ovviamente la risposta non può essere uguale per tutti: la cifra disponibile da investire, l'età, il tipo di lavoro, gli impegni familiari, la presenza di un capitale risparmiato e tantissime altre variabili rendono necessario creare un

piano ad hoc per ogni persona.

Fondi&Sicav ha così fornito tre profili molto diversi cui dare una risposta: un giovane 30enne alle sue prime esperienze lavorative, un funzionario di 45 anni e un libero professionista di 55enne. È stato chiesto di riferirsi il più possibile a casi reali, affrontati concretamente.

In questo numero vengono presentate le prime risposte e nei prossimi mesi seguirà una serie di altre proposte realizzate su misura. Ciò che rende interessante questa inchiesta è proprio la diversità dei casi e soprattutto la quantità di variabili che ognuna delle persone ipotizzate può avere. Ma è estremamente stimolante anche vedere come si sono mossi i consulenti: nella previdenza ogni cliente è diverso e spesso è necessario non soltanto utilizzare strumenti tradizionali, ma anche mettere in campo una bella dose di fantasia. L'abilità e l'esperienza dell'advisor, in questo caso, sono determinanti e possono fare la differenza.

## «Fondamentale l'analisi personalizzata»



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



Prima di parlare della costruzione di un portafoglio per clienti che hanno problemi previdenziali, è bene esaminare il modello di consulenza previdenziale di Finint Private Bank, che è incentrato sul dialogo tra il Cf/banker e il cliente, articolandosi in più fasi:

**Fase 1 – Analisi personalizzata della posizione del cliente**, che è indispensabile per raccogliere ed elaborare le informazioni necessarie:

- Composizione familiare e situazione personale.
- Reddito e patrimonio: reddito da lavoro, patrimonio mobiliare e immobiliare, posizione debitoria.
- Spese: spese fisse e variabili, eventuali spese straordinarie previste.
- Previdenza: situazione della previdenza pubblica e complementare, altri investimenti già in essere.

**Fase 2 – Mappatura dei rischi finanziari e non**, nella quale valutiamo la situazione reddituale e patrimoniale attuale e futura, evidenziando i principali rischi:

- Reddito atteso al pensionamento ed eventuale gap rispetto all'ultima retribuzione.
- Persone da tutelare, esposizione debi-



toria e tutela patrimoniale.

- Rischi personali, non previsti.
- Orizzonte temporale ed esposizione di rischio.

**Fase 3 – Piano di financial longevity**, con il quale costruiamo un piano personalizzato di financial longevity, utilizzando strumenti di accumulo, decumulo e protezione per garantire la sostenibilità del reddito futuro.

Monitoraggio e revisione periodica. Il piano deve essere costantemente monitorato e aggiornato, per adattarsi alle esigenze del cliente e all'andamento dei mercati finanziari.

### ESEMPI DI CONSULENZA PREVIDENZIALE

Per comprendere meglio il nostro approccio proviamo a utilizzare l'esperienza sul campo e a raccontare tre casi concreti affrontati su tre diversi clienti con esigenze sempre previdenziali, ma

differenti sul piano anagrafico, del tempo e delle risorse a disposizione.

#### Caso 1

**Giovane di 30 anni, stipendio di 2.000 euro al mese da lavoratore dipendente. Obiettivo: costruire un programma a lungo termine per avere un reddito costante per quando lascerà il lavoro (65 anni circa).**

Il nostro modello prevede un approccio a più fasi, la prima è l'analisi personalizzata del cliente.

#### Fase 1 - Analisi della situazione attuale

- Lavoratore dipendente con contratto a tempo indeterminato da due anni;
- reddito di circa 26.000 euro annui netti, single con casa in affitto;
- la somma delle spese mensili che sostiene, compreso l'affitto, è di 1.200 euro al mese, cui ritiene utile aggiungere 5.000 euro annui per spese non pia-

nificate o impreviste (totale 19.400 euro annui di spese);

- a parte la liquidità in conto e su un deposito non ha alcuna forma di investimento e risparmio;
- non ha alcuna forma di previdenza complementare.

In un secondo momento il banker passa quindi a mappare rischi e situazione patrimoniale.

### **Fase 2 - Mappatura dei rischi**

- Futura prestazione di previdenza pubblica: stimata a 67 anni circa, con un tasso di sostituzione del 60% (15.600 euro annui vs 26.000 euro attuali);
- non ha un fondo pensione di categoria;
- non ha coperture assicurative aziendali;
- non ha forme di risparmio e investimento, salvo disponibilità liquide;
- potenziale di risparmio mensile, al netto di spese necessarie e non pianificate, di circa 550 euro al mese.

Per la costruzione del piano in questo caso, per persona di giovane età con davanti più di 35 anni di lavoro, il tempo è il migliore alleato. La soluzione si può quindi basare unicamente su piani di accumulo, con l'obiettivo di creare un montante che sia utile per l'integrazione di reddito.

### **Fase 3 - Soluzione proposta**

La proposta prevede di utilizzare più modalità di accumulo, impiegando solo una parte del risparmio mensile disponibile (300 su 550), aggiungendo la quota di Tfr e il risparmio fiscale annuo ottenuto dalla deduzione del versamento nel fondo pensione. La soluzione si articola in tre punti.

1. Attivazione di un fondo pensione, versando il Tfr futuro (1.800 euro all'anno) e contributi personali (150 euro al mese).

2. Piano di accumulo in fondi (Pac): da aggiungere al fondo pensione, più flessibile e dinamico. 200 euro al mese da dividere su due Pac diversificati per asset allocation e frequenza di pagamento (due date diverse nello stesso mese). Su uno dei due Pac si potrà poi aggiungere, annualmente, la quota di risparmio fiscale derivante dalla deduzione del versamento personale nel fondo pensione (840 euro annui).

Asset allocation dinamica: forte esposizione azionaria da ridurre progressivamente.

3. Protezione da imprevisti: vista la giovane età, il costo non è elevato ed è utile, per evitare che imprevisti possano incidere sul piano previdenziale, fare un'assicurazione salute e invalidità permanente. Grazie a questa strategia, si può arrivare a coprire fino all'80% del gap previdenziale con i versamenti al fondo pensione, ma si può costruire una copertura totale se si attivano i versamenti continuati anche sul Pac. Il Piano andrà naturalmente verificato e adattato nel tempo in funzione delle performance finanziarie, o delle esigenze di vita del cliente, e servirà avere sempre una costante attenzione al contenimento dei costi di sottoscrizione e di gestione.

### **Caso 2**

**Un funzionario di 45 anni, stipendio di 3.500 euro netti mensili, che vuole mantenere al momento dell'uscita dal lavoro (65 anni) un reddito equivalente a quello attuale e che ha bisogno di integrare la pensione che difficilmente sarà superiore a 2.000 euro.**

### **Fase 1 - Analisi della situazione attuale**

- Funzionario di impresa commerciale con stipendio di 3.500 euro mensili e contratto a tempo indeterminato. Lavora come dipendente per la stessa società da 20 anni, mentre prima ha lavorato tre anni a partita Iva;
- coniugato da cinque anni, un figlio;
- appartamento di proprietà che ha comprato con la moglie, mutuo per altri 15 anni con una rata di 450 euro al mese che paga insieme alla coniuge;
- spese correnti per 1.900 euro al mese, compresa la rata di mutuo. Ama viaggiare e spende almeno 5.000 euro all'anno, ai quali aggiungere altri 10.000 euro annui per spese non pianificate o imprevisti;
- ha il fondo pensione di categoria;
- ha assicurazioni sanitarie e infortuni aziendali;
- 200.000 euro in investimenti e liquidità.

### **Fase 2 - Mappatura dei rischi**

- Previdenza pubblica: la pensione pubblica è stimata a 65 anni al 60% circa dell'ultimo reddito (gap mensile di 1.500 euro);
- previdenza complementare: ha attivato il fondo di pensione di categoria, versa il solo Tfr, non sufficiente a integrare il gap;
- assicurazione sanitaria aziendale che copre solo il lavoratore e non il nucleo familiare;
- la quota di risparmio potenziale è di circa 1.000 euro mensili;
- il patrimonio è investito in titoli di stato, fondi comuni di investimento obbligazionari e parte in liquidità.

### **Fase 3 - Soluzione proposta**

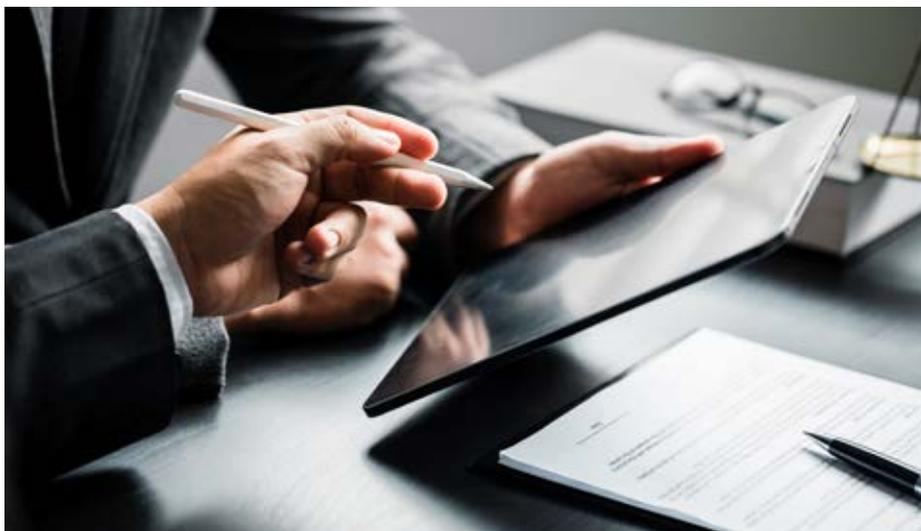
Per creare in 20 anni circa un montante che possa determinare una rendita integrativa importante, come richiesto da questo cliente, sarà necessario impostare, sia piani di accumulo annui, sia utilizzare parte del patrimonio mobiliare accumulato, rivedendo le strategie di allocazione attuali.

1. Aumento dei versamenti al fondo pensione: continuare a versare integralmente il Tfr nel fondo pensione, aggiungendo anche un contributo personale di almeno 5.100 euro annui per sfruttare in pieno i vantaggi fiscali.

2. Piano di accumulo in fondi (Pac): un nuovo piano di accumulo in fondi di almeno 200 euro mensili con l'aggiunta del risparmio fiscale. Così facendo si crea un piano di risparmio annuo di più di 12.000 euro annui, alimentato in parte con una quota del risparmio mensile disponibile (625 euro mese di versamento: 425 fondo pensione + 200 Pac) grazie al quale si può costituire un montante che può coprire buona parte della copertura.

3. Ottimizzazione del portafoglio investito: se poi si vuole arrivare a coprire l'intera copertura, sarà necessario rivedere l'allocazione del portafoglio e utilizzare in parte polizze vita di investimento finanziario con opzione di decumulo, in parte fondi azionari con dividendo e titoli di stato e obbligazioni per avere flussi cedolari.

4. Coperture assicurative: per evitare spese impreviste che possano impattare sul piano, si suggerisce poi di estendere l'assicurazione salute anche ai familia-



ri, di accedere a un'assicurazione long term care e di sottoscrivere un'assicurazione temporanea caso morte a tutela del nucleo familiare, utilizzando parte del risparmio mensile non utilizzato per il piano di accumulo.

Grazie a questa strategia, si può coprire fino al 75% del gap previdenziale, ma, con l'utilizzo anche del patrimonio si può riuscire a integrare completamente il gap. Il piano, costruito con costante attenzione al contenimento dei costi di sottoscrizione, andrà poi naturalmente verificato e adattato nel tempo in funzione delle performance finanziarie o delle esigenze di vita del cliente.

### Caso 3

**Libero professionista di 55 anni, con un reddito di circa 60.000 euro netti annui che si è accorto in ritardo che deve investire in un piano previdenziale.**

#### Fase 1 - Analisi situazione attuale

- Ingegnere libero professionista, socio di studio professionale con reddito di 60.000 euro/anno;
- separato, un figlio, assegno di mantenimento da 500 euro al mese;
- appartamento di proprietà con nuova compagna, acquistato con parte di eredità e non ha mutuo;
- spese correnti per 1.800 euro al mese, compreso l'assegno di mantenimento, cui aggiungere 15.000 annui per spese non pianificate;
- nessuna forma di previdenza complementare;
- assicurazione professionale e assicura-

zione infortuni;

- non ha assicurazioni sanitarie;
- patrimonio mobiliare di 450.000 euro.

#### Fase 2 - Mappatura dei rischi

- Previdenza pubblica: prestazione di pensione pubblica da verificare in dettaglio, con un'attesa comunque a 67 anni di circa 1.000 euro mensili (gap notevole da 5.000 euro mensili);
- previdenza complementare: non ha attivato nessuna forma di previdenza complementare;
- piano di accumulo in fondi, 150 euro al mese;
- nessuna assicurazione sanitaria;
- assicurazione per i danni a terzi nell'esercizio della professione;
- piccola assicurazione che lo copre per gli infortuni, visto che frequenta cantieri;
- la quota di risparmio mensile potenziale è di quasi 2.000 euro mensili;
- il patrimonio è investito al 50 % in depositi e liquidità, il 25% in titoli di stato e il 25% in fondi e titoli azionari.

#### Fase 3 - Soluzione proposta

In questo caso, con pochi anni davanti e l'obiettivo ambizioso di generare una rendita elevata, bisognerà impostare in tempi rapidi un piano di accumulo con una quota di risparmio molto importante. Sarà fondamentale anche rivedere le strategie di allocazione utilizzate per il portafoglio investito per cercare di massimizzarne il rendimento in modo che possa aiutare a costruire il montante utile.

1. Attivazione immediata di un fondo pensione: occorre impiegare almeno 5.164 euro annui per sfruttare in pieno

i vantaggi fiscali.

2. Piani di accumulo in fondi (Pac): versamento di circa 1.000 euro mensili su tre diversi Pac con differenti allocazioni e frequenze di pagamento. Il vantaggio fiscale ottenuto dai versamenti al fondo pensione dovrà poi essere messo in uno dei tre Pac per aumentarne il capitale.

Il piano di accumulo complessivo di 1.400 euro mensili, alimentato con una parte del risparmio disponibile (quasi 2.000 euro al mese) e parte con il versamento del risparmio fiscale (2.200 euro all'anno circa), possono costruire un montante che riesce però, visto il limitato periodo di tempo a disposizione, a coprire solo una parte della scopertura del reddito da pensione rispetto al reddito da lavoro. In questo caso, quindi, l'utilizzo anche del patrimonio mobiliare del cliente sarà obbligatorio per cercare di arrivare a un montante totale che permetta di avere flussi di cassa/rendite utili per integrare la parte rimanente di reddito.

3. Ottimizzazione del portafoglio: rivisitazione completa dell'allocazione del portafoglio riducendo la componente in strumenti di liquidità verso un'allocazione diversificata in asset obbligazionari e azionari con utilizzo in parte anche di investimenti in economia reale e polizze vita di investimento finanziario con opzione di decumolo.

4. Coperture assicurative: vista la professione del cliente, si suggerisce anche di valutare una strategia di protezione del patrimonio, che si affianca alla protezione ottenuta con l'assicurazione di Rc professionale. Con parte del risparmio mensile avanzato, si suggerisce di valutare un'assicurazione salute e long term care e di sottoscrivere un'assicurazione temporanea caso morte.

Il piano così determinato potrà costruire un'importante integrazione di reddito; sarà fondamentale l'utilizzo dell'intero patrimonio mobiliare, grazie al quale e all'extra rendimento che potrà generare, si potrà incrementare il montante a scadenza per ridurre ulteriormente il gap. Sia nella costruzione dei piani di accumulo, sia nella riallocazione del patrimonio, bisognerà avere un'attenta valutazione dei costi di sottoscrizione e gestione.

Anche in questo caso è necessaria un'attenta e costante verifica dell'andamento degli investimenti.

## «Il gap si può colmare»



**SEBASTIANO SERRAO**  
head di Prodotti e servizi  
di investimento  
Fideuram - Ispb



La previdenza complementare è un valido aiuto per mantenere, una volta in pensione, un tenore di vita simile a quello che si è avuto durante l'attività lavorativa. Tutti i lavoratori, con minore o maggiore anzianità lavorativa, possono trarre benefici dall'adesione a un fondo pensione.

Ipotizzando tre diversi casi reali, molto diversi tra loro, si può vedere che l'adesione a un fondo pensione aperto, e in taluni casi affiancato da altri prodotti d'investimento assicurativi, permette, nel momento in cui si smette di lavorare, di raggiungere l'obiettivo di colmare il gap che si viene a creare, dato dalla differenza tra l'ultimo reddito percepito e la prima rata di assegno pensionistico. Di seguito le tre casistiche analizzate:

**Giovane di 30 anni, stipendio di 2.000 euro al mese, con l'intenzione di avviare un programma a lungo termine per costruire un reddito costante per la pensione (presumibilmente intorno a 67 anni).**

Ipotizzando una crescita media annua del reddito da lavoro dipendente del 2% e che il cliente andrà in pensione dopo 42 anni di attività lavorativa, al momento della pensione l'assegno della previdenza obbligato-



ria sarà pari al 72% dell'ultimo reddito da lavoro percepito (circa l'80% al netto della capacità di risparmio).

In questo caso, se il trentenne di oggi, attualmente single e con un mutuo con rata mensile da sostenere, aderisce a un piano di previdenza complementare versando 200 euro al mese e conferendo il 100% del suo Tfr, dopo 42 anni di versamenti riuscirà a ottenere una rendita annua che gli permetterà di coprire il gap tra la stima della pensione e l'ultimo reddito da lavoro percepito al netto della componente di risparmio (circa 10.000 euro annui).

Inoltre, l'adesione al fondo pensione riduce l'imponibile Irpef dell'importo versato annualmente dall'aderente (fino a un massimo di 5.164 euro), che nel caso in questione si traduce in un risparmio annuo iniziale di circa 900 euro, e che con il tempo aumenterà in funzione dell'incremento del contributo; viene così ipotizzata una crescita annua costante dei contributi versati dell'1%. Questo ulteriore risparmio fiscale può essere destinato, ad esempio, a un piano di accumulo su un Oicr che, in caso di necessità o imprevisti, può essere facilmente liquidabile.

**Funzionario di 45 anni, con moglie lavoratrice, due figli e un mutuo con rata mensile da sostenere, stipendio netto mensile di 3.500 euro; l'obiettivo è mantenere un**

**reddito equivalente a quello percepito in età lavorativa, al netto della componente di risparmio.**

Verosimilmente, la capacità di risparmio del nostro cliente si aggira tra il 15% e il 20% del suo reddito netto annuo. Per coprire il gap previdenziale che si crea al momento dell'uscita dal mondo del lavoro, pari a circa il 69,80% dell'ultimo reddito in età lavorativa (circa l'82% al netto della capacità di risparmio), possiamo proporre la combinazione di due soluzioni.

**a.** L'adesione al fondo di previdenza complementare versando annualmente l'importo massimo deducibile (5.164 euro) e allocando contributi e Tfr su un comparto azionario con maggiori prospettive di rendimento: visto l'orizzonte temporale di circa 20 anni, la rendita annua che si genererà (circa 9.800 euro annui) sarà sufficiente a coprire quasi interamente il gap che si crea tra la stima della pensione e l'ultimo reddito da lavoro percepito al netto della componente di risparmio.

**b.** Si può in aggiunta sottoscrivere un prodotto d'investimento assicurativo a premi ricorrenti (Fv Futura a premi ricorrenti) con una rata di 250 euro al mese per 20 anni, che, oltre ad accumulare capitale investendo "con metodo", gli consentirà di avere alcune coperture assicurative a tutela della propria famiglia, nel caso in cui dovesse venire a mancare precocemente: le princi-



pali sono la garanzia di completamento del piano o la maggiorazione sul capitale caso morte in base a quanto previsto dalle condizioni contrattuali.

Al termine dei 20 anni, il contratto può rimanere in essere per tutta la vita dell'assicurato in una logica di passaggio generazionale a favore degli eredi/beneficiari da lui designati in caso di decesso, oppure il contraente può scegliere se chiedere il riscatto anticipato sotto forma di capitale (circa 82.000 euro ipotizzando un rendimento del 3% annuo) oppure di rendita vitalizia (circa 3.500 euro annui). Tuttavia, in caso di imprevisti e di necessità di liquidità, il cliente può riscattare anticipatamente il contratto, con il vantaggio di avere applicata la fiscalità al momento della liquidazione del capitale (sia in caso di riscatto anticipato, sia di liquidazione del capitale caso morte) con totale compensazione di minusvalenze e plusvalenze maturate negli anni in cui l'investimento è rimasto in essere.

**Professionista di 55 anni, con un reddito mensile di circa 5.000 euro, che si è reso conto troppo tardi della necessità di investire in un piano previdenziale. Ha la mo-**

**glie a carico, casa di proprietà e un capitale accumulato negli anni di 200.000 euro.**

Verosimilmente, la sua capacità di risparmio può essere di circa il 30% del reddito netto annuo. Per coprire il gap, che sarà intorno al 54,4% dell'ultimo reddito percepito (75% al netto della capacità di risparmio), in questo caso, si può proporre la combinazione delle seguenti tre soluzioni.

**a.** Aderire a un fondo di previdenza complementare versando l'importo massimo deducibile annuo (5.165 euro) e allocare i contributi su un comparto bilanciato, visto l'orizzonte temporale compreso tra i 10 e 12 anni, per sfruttare il beneficio fiscale che viene generato (circa 2.330 euro annui); la rendita annua che il fondo pensione può generare sarà di circa 2.500 euro.

**b.** Sottoscrivere un prodotto d'investimento assicurativo a premi ricorrenti (Fv Futura a premi ricorrenti) veicolando la parte di risparmio mensile che non viene allocata sul fondo di previdenza integrativa, con rata da 1.000 euro al mese per 13 anni. In questo caso, ipotizzando un rendimento annuo del 3%, questa opzione permette di accantonare un capitale di circa 190.000 euro che può essere convertito in rendita vitalizia (circa

8.500 euro all'anno) o rendita reversibile, in aggiunta alla rendita del fondo pensione. I plus da considerare, nella scelta di questa ulteriore opzione, sono le coperture assicurative insite, quali la garanzia di completamento del piano o la maggiorazione sul capitale caso morte in base a quanto previsto dalle condizioni contrattuali, nel caso di scomparsa prematura.

**c.** Sottoscrivere un prodotto d'investimento assicurativo a premio unico, utilizzando il risparmio accumulato negli anni precedenti (Fv Futura a premio unico) per un importo di 200.000 euro, per investire e rivalutare il capitale accumulato negli anni. Questa soluzione permette di riscattare anticipatamente il capitale assicurato e di disporre di liquidità in caso di necessità oppure di mantenere in essere il contratto per tutta la vita, in una logica di passaggio generazionale a favore degli eredi/beneficiari da lui designati. In questa maniera si ha a disposizione la copertura assicurativa della maggiorazione caso morte e la dilazione dell'applicazione della fiscalità al momento della liquidazione del capitale (sia in caso di riscatto anticipato, sia di liquidazione del capitale caso morte) con compensazione totale di plus e minus maturati sull'investimento.

## «L'errore più grave è rimandare»



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



Anche da parte di Copernico sim sono stati portati tre casi reali estremamente tipici. Vediamo quale strategia concreta è stata adottata per ciascuno di essi.

### Caso 1

Affrontiamo per prima la richiesta previdenziale di un 30enne che ha un'aspettativa di vita lavorativa residua verosimilmente superiore a 40 anni. Come noto l'attuale sistema previdenziale "automatizza" un allungamento della vita lavorativa al crescere della speranza della vita. Il trend costante che abbiamo di fronte, salvo importanti eventi bellici che coinvolgano direttamente la nostra popolazione e/o la recrudescenza di eventuali pandemie, è segnato da un allungamento della vita media: da qui ai prossimi 40 anni, nel 2065 l'aspettativa di vita alla nascita avrà un sensibile incremento. E ancora più rilevante sarà l'aumento della speranza di vita residua una volta raggiunta l'età pensionabile: tra 40 anni raggiungere la soglia del secolo di vita sarà assolutamente normale.

Alla luce di ciò è impensabile ritenere che nei prossimi decenni non venga messa mano al sistema pensionistico. E avverrà in modo, né marginale, né indolore. Tutte le analisi e le simulazioni che oggi possiamo costruire dovranno essere riviste nel tempo e probabilmente essere adeguate alle mutate condizioni che avremo davanti. Tuttavia, in termini generali, il grande punto di forza del nostro 30enne è il tempo. Gli anni che ha a disposizione lo aiuteranno a creare e alimentare un piano che possa colmare il gap previdenziale. In base all'attuale quadro normativo, il tasso di sostituzione, cioè il rapporto tra l'ultimo stipendio e il primo assegno pensionistico per il 30enne, non sarà superiore, bene che vada al 50/60%, ma, alla luce delle considerazioni fatte finora è probabile attendersi un tasso di sostituzione sensibilmente inferiore.

Considerando lo scenario più ottimistico (tasso di sostituzione al 60% e necessità di integrare il 40% di scopertura) si può pensare di destinare non meno di 3.600 euro annui per riuscire a integrare sulla soglia dei 70 anni il tasso di scopertura. Se vi fossero le condizioni per accedere alla pensione attorno a 65 anni (scenario francamente poco verosimile), l'importo da accantonare dovrebbe essere addirittura prossimo a 6.000 euro annui. Lo strumento preferibile è un fondo pensione, e, visto il lunghissimo orizzonte temporale a disposizione, è preferibile optare per una linea totalmente azionaria. Nel caso in cui il nostro 30enne fosse un lavoratore dipendente, il consiglio è inoltre di destinare il Tfr alla previdenza complementare, sfruttando, quindi, anche la fiscalità riservata ai fondi pensione rispetto all'accantonamento del Tfr, e di mantenerlo sino all'età pensionabile: questa scelta consente di liberare risorse e di ridurre l'accantonamento individuale al fondo pensione rispetto ai 3.600/6.000 euro previsti in assenza di destinazione del Tfr alla previdenza complementare. L'accantonamento del Tfr gioca di

conseguenza un ruolo determinante.

### Caso 2

La richiesta di un progetto previdenziale ad hoc viene, in questo caso, da un funzionario di 45 anni con uno stipendio di 3.500 euro che vuole mantenere al momento della pensione un reddito equivalente a quello attuale. Fatte salve le considerazioni generali della situazione precedente, per cercare di mantenere inalterato il reddito nel tempo è opportuno destinare alla previdenza complementare non meno di 8.000 euro annui, che, di fatto grazie alla deducibilità sui versamenti, garantiscono un risparmio fiscale di quasi 2.000 euro all'anno, riducendo l'onere effettivo a circa 6.000 euro nei 12 mesi. La destinazione sarà un fondo pensione. Visto l'orizzonte temporale di quasi 25 anni, sarà preferibile l'allocatione nella componente azionaria con una quota di circa il 60/65% della posizione. Questa esposizione andrà ridotta nel corso del tempo, con l'approssimarsi all'età pensionabile, aumentando di conseguenza il peso della componente obbligazionaria.

### Caso 3

L'ultima analisi riguarda un professionista di 55 anni, con un reddito di circa 5.000 euro mensili, che finora si è totalmente disinteressato del suo avvenire dopo la cessazione del lavoro e che chiaramente non si trova in una posizione particolarmente felice. Per potere mantenere inalterato il proprio reddito dovrebbe destinare alla previdenza complementare circa 20.000 euro all'anno con un'allocatione azionaria con un peso del 30% e con il 70% nella componente obbligazionaria, che dovrà essere portata al 100% con l'approssimarsi dell'età pensionabile.

Un elemento spicca tracciando una linea comune nei tre casi analizzati: più passa il tempo più è difficile e oneroso porre rimedio.

Rimandare il momento delle scelte è il più grave errore che si possa fare.

 **Emergenza  
Sorrisi**  
Doctors for Smiling Children

CON IL TUO **5x1000**  
**CI AIUTI A CURARE**

**Dona il tuo 5x1000 a Emergenza Sorrisi ETS**  
una cura che arriva dove serve

CODICE FISCALE

**9 7 4 5 5 9 9 0 5 8 6**

Vienici a trovare al  
**SALONE DEL  
RISPARMIO 2025**

Milano  
15 – 17 aprile 2025

# Indipendenti, per convinzione

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

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



**Flossbach von Storch**