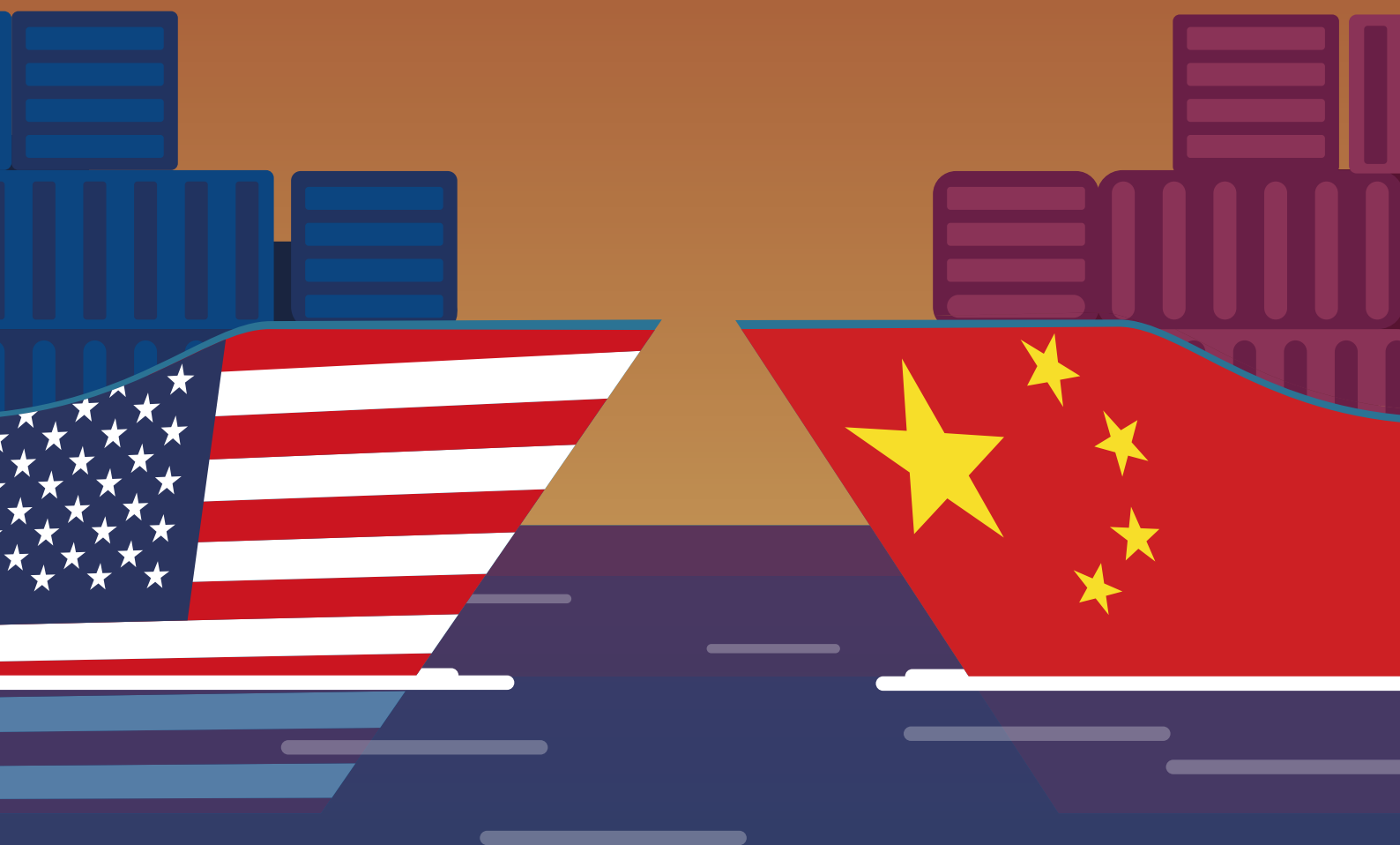


FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 18 - numero 174 - maggio 2025



INVESTIRE IN UN MONDO
MINACCIATO DAI DAZI

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

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

**Scopri eventuali criticità e ricevi in
omaggio una sanificazione gratuita**

Offerta valida solo per il mese di Gennaio

 **Sunrise** Milano
Lab job & Wellness
sunrisemilano.it

**Per maggiori informazioni
e appuntamenti:**

**3927854779
Info@sunrisemilano.it**



SIVEDRÀ CHI HA DAVVERO STOFFA di Giuseppe Riccardi



Finché si parla di dazi, di Iva da abolire in tutto il mondo per i prodotti Usa, di investimenti più o meno forzati nel territorio degli Stati Uniti, sia pure in maniera molto fuori dalle regole e certamente inquietante, restiamo comunque nella politica e nell'economia. E, per fortuna, Donald Trump non è del tutto solo: si è visto che gli interventi di amici con un po' più di buon senso di lui, come il ministro del Tesoro Scott Besent, sono serviti e gli hanno evitato di andare subito fino in fondo nella vicenda tariffe e nel licenziamento in tronco di Powell.

Può anche succedere che si arrivi con la maggioranza dei paesi a un accordo sulle tariffe, Cina compresa: uno scontro fron-

tale con gli Stati Uniti in fondo non conviene a nessuno.

Il vero problema è un altro: da parte dell'inquilino della Casa bianca non ci sono mai certezze e ogni accordo, ogni proposito può essere smentito nel giro di poche ore. Non ci sono più alleati e nemici e, qualunque paese può trovarsi in un batter d'occhio a passare da un ruolo all'altro e poi di nuovo a quello precedente. E per i mercati è difficile che ci possa essere una situazione peggiore.

A questo punto, per chi lavora in finanza, dai responsabili delle maggiori società di asset management del mondo al piccolo consulente finanziario che si trova di fronte il cliente che chiede come muoversi in questa fase, prendere decisioni di

investimento diventa molto molto difficile. Occorrerà una professionalità ai massimi livelli per creare portafogli resilienti in un momento già di per sé difficile, ma nel quale è praticamente impossibile fare affidamento esclusivamente su logica e razionalità.

Dopo il Covid e le guerre (sperando che non ne arrivi un'altra terribile dalle parti dell'India) si presenta un'altra prova durissima per chi investe, per sé e per gli altri. E a questo punto si vedrà chi ha davvero stoffa, basata su una profonda conoscenza dei mercati.



OTTANT'ANNI di Pinuccia Parini

Quest'anno si celebra l'80° anniversario della fine della Seconda guerra mondiale, una ricorrenza che cade in uno scenario globale diviso e alla ricerca di nuovi equilibri, nel quale i populismi sembrano mettere in discussione alcuni valori che hanno guidato sino a oggi le democrazie nel mondo occidentale. Le immagini che sono arrivate dalla piazza Rossa il 9 maggio, con la parata della Vittoria, hanno mostrato plasticamente questa situazione: sul palco la presenza dei leader che rinsaldano le loro alleanze, in piazza 10 mila soldati che ricordano il sacrificio di 27 milioni di russi nella lotta contro il nazifascismo. Il tutto si è celebra-

to in un contesto in cui il continente europeo è diviso dal conflitto in Ucraina, che rimane una minaccia inquietante perché simboleggia il ritorno di quanto si pensava fosse stato oramai sepolto.

Xi Jinping e Putin erano seduti uno a fianco all'altro: un'immagine che racconta più delle parole la vicinanza dei due paesi. È un messaggio chiaro, inviato a Washington, che forse si è persa qualche tassello di strategia nel negoziare con Putin. In questi giorni, si parla di prossime nuove trattative per cercare un accordo sulla guerra nel cuore del Vecchio continente e qualche speranza si riaccende, soprattutto in Europa, ma è indubbiamente difficile essere ottimisti. Donald Trump, nel frattempo, è stato in viaggio nel Medio Oriente. Non è escluso che la guerra a Gaza e la questione palestinese siano stati temi discussi, ma

l'impressione è che sia stato un viaggio di puro business. Solo con l'Arabia Saudita è stato annunciato un accordo da 600 miliardi di dollari per la difesa, l'intelligenza artificiale e altre attività.

In questo scenario, i mercati finanziari continuano a muoversi nell'incertezza: una fine della guerra in Ucraina allenterebbe i prezzi dell'energia, così come una diminuzione dei corsi del greggio, auspicata dall'amministrazione Usa, sarebbe positiva, soprattutto per il consumatore americano. Ma le vere incognite continuano a essere i dazi e le altalenanti decisioni della Casa bianca che, sicuramente, non aiutano gli investitori.

In questi giorni si sono molto ammorbiditi i toni tra Usa e Cina, ma, vista l'imprevedibilità delle decisioni prese, è forse meglio attendere le evoluzioni future.

SOMMARIO

Numero 174
maggio 2025
anno 18

editore
Giuseppe Riccardi

direttore
Giuseppina Parini

vice direttore
Boris Secciani (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione
Elisa Terenzio, Stefania Sala

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

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

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

direttore responsabile
Alessandro Secciani

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

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

immagini usate su licenza di
Shutterstock.com

3 EDITORIALE

6 **GEOPOLITICA**
Algeria, non più solo petrolio e gas

8 **OSSERVATORIO ASIA**
Giappone, in attesa di trattare

10 **FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE**
Marco Piersimoni, co-head euro multi asset, Pictet Asset Management
«Meno rischio nei portafogli»

Matteo Ramenghi, chief investment officer, Ubs Wealth Management Italia
«L'incertezza è peggio dei dazi»

14 **INVESCO**
Privilegiamo gli asset europei

16 **RIFLESSIONI DAL SALONE DEL RISPARMIO**
Travis Spence, global head of Etf, J.P. Morgan Asset Management
«Gestire attivamente gli Etf»

Gianluca Ungari, head of hybrid portfolio management, Vontobel
«La fine dell'eccezionalismo americano»

*Giulia Culot, senior portfolio manager e co-manager,
comparto Generali Investments Sicav Sri Ageing Population*
«Longevity economy: non solo sanità e crociere»

22 **INVESTIRE IN UN MONDO
MINACCIATO DAI DAZI**
Azioni nella tempesta, ma qualche
nicchia c'è

30 La fredda controllata forza di Pechino

36 **INVESCO RACCONTA**
Dazi, formule e la legge di Pareto

38 **FLOSSBACH VON STORCH**
«L'oro è la più apolitica delle asset class»

40 **OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE**
Biotech 2025, una grande trasformazione in corso

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

46 **OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA**
Occhio a chi lo dice!

48 **LA FINANZA E LA LEGGE**
Le crypto-attività classificate come quote di organismi di investimento collettivo

50 **BG FML**
Bg Fml, alla ricerca di tanti mattoni di grande qualità

51 **ARTE**
Il mercato dell'arte cambia, ma non crolla

53 **CONSULENTI&RETI**
Federico Gerardini

59 **INCHIESTA**
Previdenza, solida competenza e grande maturità



FONDI&SICAV

conoscere per investire al meglio

ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER

Per scoprire le tendenze di mercato
e rimanere aggiornato sulle novità
del risparmio gestito.

seguici



www.fondiesicav.it

Algeria, non più solo petrolio e gas

a cura di Mark William Lowe

Sia in termini di crescita economica, sia per quanto riguarda le relazioni internazionali, la diversificazione è oggi un concetto molto importante ad Algeri. L'importanza degli idrocarburi per il Paese lo rende pericolosamente esposto agli shock dei prezzi globali: la sfida principale è, quindi, liberare l'economia dalla dipendenza dal petrolio e dal gas per concentrarsi sulla transizione verso un'economia più diversificata. Un'altra priorità è il riallineamento delle relazioni politiche e commerciali. Puntando sugli obiettivi di un'economia più diversificata e di relazioni più forti con i partner stranieri, il presidente Abdelmadjid Tebboune, che ha ottenuto un secondo mandato nel settembre 2024 con una vittoria schiacciante e un consenso dell'84,3%, ritiene che l'Algeria possa raggiungere risultati molto significativi.

UN OBIETTIVO AMBIZIOSO

Durante il suo discorso al secondo incontro nazionale degli operatori economici, tenutosi ad Algeri lo scorso aprile, il capo del governo ha dichiarato che l'obiettivo a breve termine della nazione è diventare «la seconda, o addirittura la prima, economia africana» e ha quantificato il traguardo da raggiungere invitando i delegati a lavorare per arrivare a un prodotto interno lordo di 400 miliardi di dollari entro la fine del 2027. È un obiettivo molto ambizioso, se si considera che, secondo i calcoli del Fondo Monetario Internazionale, il valore aggregato di tutti i beni e i servizi finali prodotti è previsto in circa 265 miliardi di dollari. L'e-

conomia algerina ha registrato un tasso di crescita del 4,1% nel 2023 e i dati provvisori per il 2024 stimano un aumento del 3,9%. Le previsioni del Pil reale fino al 2027 sono caute: il Fmi calcola attualmente un aumento del 3,5% per il 2025, del 3,0% per il 2026 e del 2,8% per il 2027.

UN POTENZIALE SIGNIFICATIVO

Sebbene gli analisti rimangano prudenti sulla crescita economica, la maggior parte concorda sul fatto che, affrontando le barriere strutturali, rafforzando le capacità istituzionali e migliorando la competitività, l'Algeria ha un potenziale significativo per diversificare la sua base di esportazioni e aumentare notevolmente il suo commercio di prodotti non idrocarburi. Un altro fattore chiave della diversificazione economica sarà una maggiore collaborazione con i partner stranieri, uno scenario facilitato dalla storica politica estera di non allineamento del Paese. E, nel contesto di un nuovo ordine mondiale emergente, l'Algeria intende rimanere neutrale e basare le proprie relazioni su considerazioni pratiche più che politiche: è una strategia che permetterà ad Algeri di sviluppare ulteriormente i legami commerciali ed eco-

nomici con nazioni diverse come l'Italia, la Turchia, la Cina, gli Stati Uniti e la Russia. Oltre alle relazioni commerciali, un aumento degli investimenti diretti esteri (Ide) sarà fondamentale, se la nazione vuole sviluppare la propria economia fino a superare l'Egitto che, con un Pil di circa 380 miliardi di dollari, è attualmente la seconda economia africana.

Oggi, gli Usa rappresentano il partner più importante dell'Algeria per gli Ide. I dati sul 2024 indicano che quasi il 30% di que-

 **L'economia algerina ha registrato un tasso di crescita del 4,1% nel 2023 e i dati provvisori per il 2024 stimano un aumento del 3,9%. Le previsioni del Pil reale fino al 2027 sono caute: il Fmi calcola attualmente un aumento del 3,5% per il 2025, del 3,0% per il 2026 e del 2,8% per il 2027** 

sti ultimi proviene da aziende americane e la maggior parte degli investimenti è stata effettuata nel settore degli idrocarburi. Potenzialmente, sebbene gli investimenti esistenti non siano considerati a rischio, ulteriori sviluppi del rapporto con gli Stati Uniti potrebbero essere messi in difficoltà dai



legami dell'Algeria con Cina e Russia. Per contrastare questa eventualità, Algeri si sta adoperando con determinazione a incoraggiare gli investimenti europei, in particolare quelli incentrati sul trasferimento di know-how e tecnologia. Da quando il presidente Tebboune si è impegnato, alla fine del 2020, ad «aprire l'economia al mondo», sono stati compiuti notevoli progressi nel passaggio da un'economia chiusa a una aperta. Un'iniziativa particolarmente importante, nello sforzo di incoraggiare gli Ide, è stata l'abolizione di una serie di restrizioni sugli investimenti esteri e, in particolare, della regola del "51/49", che vietava agli stranieri di detenere una partecipazione superiore al 49% in una società algerina.

La decisione è stata una sorta di rivoluzione che ha portato a un notevole aumento dei capitali provenienti da oltre confine e a un maggiore interesse per l'esame delle joint venture. In particolare, visti i bassi prezzi dell'energia, i settori caratterizzati da un elevato consumo energetico, come ad esempio la produzione di cemento, hanno espresso il desiderio di valutare la possibilità di avviare joint venture in Algeria.

APERTURA ALL'ITALIA

In termini di scambi commerciali, l'Italia è attualmente il primo mercato per le esportazioni algerine e il terzo fornitore del Paese. Nonostante il calo degli scambi rispetto al 2023, i numeri per il 2024 indicano che nella Penisola arriva quasi il 25% dell'export algerino. I dati provvisori per lo scorso anno evidenziano un volume totale di scambi di circa 12,5 miliardi di euro, mentre quello del 2023 era più alto: 15,5 miliardi di euro. Con esportazioni italiane per 2,57 miliardi di euro e importazioni dall'Algeria per 9,95 miliardi di euro, il deficit commerciale è 7,37 miliardi di euro. Con un totale di 8,48 miliardi di euro, la principale esportazione algerina in Italia è il gas naturale, seguito in valore dai derivati dal petrolio, dalla chimica di base, dal ferro e dall'acciaio. Tenendo conto di ciò, sia Roma, sia Algeri ritengono che vi siano ampie possibilità di incrementare la collaborazione in altri settori e a questo scopo il ministro degli esteri italiano Antonio Tajani si è recato in visita ufficiale nel Paese all'inizio di marzo di quest'anno.

Gli incontri con il presidente Tebboune e

con i ministri del governo si sono concentrati sulla collaborazione strategica in aree quali le energie rinnovabili, l'agricoltura, le infrastrutture e i trasporti. Si è discusso anche del potenziale di collaborazione nei settori dello spazio e della difesa. Commentando i suoi incontri, Tajani ha dichiarato che le discussioni sono state molto costruttive e che, come nazione, «siamo pronti a fare nuovi investimenti in Algeria e a offrire le nostre competenze». Sebbene non siano disponibili dati affidabili per il 2024, gli investimenti diretti esteri italiani in Algeria nel 2023 sono calcolati in circa 8,53 miliardi di euro. Durante gli incontri con Tajani non sono stati discussi obiettivi precisi per gli Ide, ma è stato più volte ribadito il concetto di aumentare la collaborazione. In seguito all'incontro con il ministro degli esteri italiano, il titolare del dicastero dell'energia algerino Mohamed Arkab ha dichiarato che Roma e Algeri si trovano in «un contesto caratterizzato da una forte volontà di sviluppare ulteriormente la collaborazione e il forte partenariato tra i due Paesi in diversi settori». Oltre a sostenere fermamente gli investimenti e la collaborazione al di fuori del settore energetico, il ministro ha suggerito che l'Italia potrebbe anche fungere «da ponte per gli investimenti tra Africa ed Europa». Da parte sua, Tajani ha annunciato che «vogliamo fare di più e su questo punto c'è una forte convergenza tra Italia e Algeria» e ha poi reso nota la decisione di organizzare un vertice intergovernativo a Roma.

CONCLUSIONI

Per garantire una stabilità a lungo termine e ridurre la dipendenza dagli idrocarburi e da un ristretto numero di partner internazionali, l'Algeria deve diversificare la propria economia e ricalibrare le proprie relazioni estere. Dal punto di vista economico, ciò significa incoraggiare maggiori investimenti stranieri in settori differenti dagli idrocarburi, come le energie rinnovabili, l'agricoltura e le infrastrutture. Dal punto di vista diplomatico, la nazione può espandere i suoi legami con l'Europa e impegnarsi in modo più pragmatico con gli stati del Golfo e le potenze asiatiche come Cina e India. Un approccio multipolare rientra nelle capacità dell'Algeria e potrebbe offrire flessibilità strategica in un ordine globale sempre più frammentato.

Giappone, in attesa di trattare

a cura di **Pinuccia Parini**

Nel Tankan di marzo, ossia la pubblicazione trimestrale della Bank of Japan (Boj) sullo stato di salute dell'economia del Paese, l'indice di fiducia delle imprese per tutti i settori è rimasto positivo e invariato rispetto alla precedente indagine di dicembre e si è attestato sul valore di 15. Anche l'indice di fiducia delle imprese per il settore manifatturiero è rimasto pressoché identico rispetto all'indagine precedente. Al contrario, l'indicatore che misura il livello di fiducia delle aziende manifatturiere di grandi dimensioni è peggiorato, passando da 14 dello scorso dicembre a 12 di fine marzo.

Gli effetti della politica commerciale statunitense probabilmente non si sono ancora pienamente riflessi nei risultati della rilevazione, che è stata realizzata durante la prima di metà marzo, ma non è da escludere che le preoccupazioni a tale proposito abbiano cominciato a manifestarsi proprio nella categoria di imprese più esposte alle esportazioni. Infatti, appare netto il contrasto tra questo dato e la componente non manifatturiera appartenente allo stesso segmento il cui indice è passato da 33 a 35.

Per quanto riguarda gli utili aziendali, è previsto un trend in diminuzione, soprattutto per il manifatturiero, mentre gli investimenti fissi delle imprese sono attesi in calo dal +8,2% per l'anno fiscale 2024 al +2,7% per il 2025. Successivamente, secondo la Boj, «con una ripresa degli utili aziendali, è probabile che la crescita degli investimenti fissi delle imprese aumenterà gradualmente, poiché si prevede che una riduzione delle incertezze li spingerà al rialzo insieme a quelli per l'espansione della capacità produttiva e per la ristrutturazione delle catene di approvvigionamento diventeranno più attivi».¹

CRESCITA MODERATA

Sempre l'Istituzione centrale ritiene che la crescita economica del Giappone sia più contenuta nell'anno in corso a livelli vicini al potenziale (0,5%) rispetto alle precedenti previsioni dell'1,1%, per le incertezze che ancora permangono nel contesto globale. Infatti, se l'aumento del Pil reale previsto per l'anno fiscale 2024 è leggermente più alto, i tassi di crescita per il 2025 e il 2026 sono più bassi a causa soprattutto degli effetti delle politiche commerciali. L'indice dei prezzi al consumo (tutte le voci meno gli alimenti freschi) atteso per gli anni fiscali 2025 e 2026 è più basso, principalmente a causa del calo dei prezzi del petrolio greggio e della revisione al ribasso dei tassi di crescita del Pil. Ma, nonostante un quadro con luci e ombre, la Boj rileva che le imprese continuano a essere orientate maggiormente verso l'aumento dei salari e, nello scenario di base, prevede che questa tendenza venga mantenuta, nonostante la decelerazione dell'economia. Tuttavia, è indubbio che un periodo prolungato di elevata incertezza potrebbe indurre le società a concentrarsi maggiormente sulla riduzione dei costi.

L'IMPATTO DEI DAZI

Sono diverse le cifre e le ipotesi che vengono fatte sul potenziale impatto dei dazi imposti dall'amministrazione americana al Giappone. Secondo il Nomura Research Institute, una tariffa del 24% ridurrebbe il Pil nominale e reale del Giappone dello 0,59% in un periodo relativamente breve. Se al dazio reciproco venisse aggiunto il 25% sulle automobili, come annunciato da Trump, il Pil nominale e reale del Giappone potrebbe diminuire dello 0,7%. Sempre secondo lo stesso istituto di ricerca, l'aliquota

“ Nel Tankan di marzo, ossia la pubblicazione trimestrale della Bank of Japan (Boj) sullo stato di salute dell'economia del Paese, l'indice di fiducia delle imprese per tutti i settori è rimasto positivo e invariato rispetto alla precedente indagine di dicembre ”

tariffaria media del Giappone si aggira intorno al 3%, nonostante l'arbitrario calcolo fatto dall'amministrazione Trump abbia calcolato il 46%, perché probabilmente comprende gli standard ambientali e di sicurezza automobilistici, i sussidi nazionali per l'industria delle auto, l'imposta sui consumi e le politiche valutarie. Tuttavia, se gli attuali dazi reciproci dovessero essere ritenuti insufficienti a eliminare il surplus commerciale di 86 miliardi di dollari

con gli Stati Uniti nel 2024, l'amministrazione Trump potrebbe spingere per ulteriori aumenti tariffari o imporre misure volte ad aumentare le importazioni del Sol Levante. Dazi del 60% su tutte le esportazioni giapponesi verso gli Stati Uniti potrebbero eliminare il surplus commerciale, riducendo però il Pil dell'1,4%, mentre un livello del 10%, secondo altre stime di mercato, lo farebbe diminuire solo dello 0,3%. È pur vero che prevedere l'effetto delle imposizioni tariffarie è estremamente complesso, perché molto dipende anche da quale livello verrà deciso per gli altri paesi e gli effetti, di conseguenza, sull'economia globale.

LE AZIENDE RIVEDONO GLI UTILI

Nel frattempo, alcune importanti aziende giapponesi hanno annunciato le loro previsioni al ribasso degli utili netti per l'anno fiscale 2025. Mitsubishi Corporation e Mitsui Corporation si attendono rispettivamente un calo del 26,4% e del 14,5% dell'utile netto per l'esercizio finanziario fino a marzo 2026, rispetto al dato dell'anno precedente. Le due principali trading company giapponesi hanno affermato che uno dei motivi è il calo dei prezzi delle risorse naturali a causa del timore che l'imposizione dei dazi Usa abbia fatto aumentare le preoccupazioni di un rallentamento economico globale.

La compagnia di navigazione Mitsui O.S.K. Lines ha dichiarato di prevedere un calo dell'utile netto del 60%, poiché il rischio di rallentamento dei flussi globali di merci legato alle misure tariffarie statunitensi diventa sempre più evidente. Anche Toyota Motor ha rivisto gli utili operativi da 4,69 trilioni di yen a 3,8 trilioni, tenendo conto appunto dell'impatto negativo del regime tariffario americano.

Ai dazi va poi aggiunta la ripresa dello yen, che sembra destinata a ridurre i profitti delle aziende giapponesi di 2 mila miliardi di yen (14 miliardi di dollari), secondo il Nikkei Journal, in base ai dati raccolti di 79 importanti società quotate. Queste aziende prevedono in media tassi di cambio nell'ordine di 143 yen rispetto al dollaro nell'anno fiscale 2025. La valuta giapponese si è attestata, sempre in media, a circa 152 yen per dollaro nell'anno fiscale 2024. Se si considera l'indice Topix, le attese degli utili per azioni sono scese da 192 yen, prima del 2 aprile, a 181 yen, con possibilità di ulteriore revisione al ribasso.

NULLA DI FATTO A WASHINGTON

Il Giappone è stato tra i primi paesi a recarsi a Washington per negoziare l'aliquota dei



dazi, ma l'incontro tra il capo negoziatore nipponico Ryosei Akazawa e i suoi omologhi dell'amministrazione Trump, tra cui il segretario al Tesoro Scott Bessent, non ha prodotto alcun risultato. Le attese sono che ci sarà un'intensificazione dei colloqui tra maggio e giugno, quando sul tavolo è possibile che ci sia una serie di proposte per ridurre il surplus giapponese nei confronti degli Stati Uniti a fronte di una serie di concessioni sui dazi; inoltre c'è chi specula sul fatto che potrebbero essere esercitate pressioni anche sul cambio. Curiosa è stata la dichiarazione alla televisione nazionale del ministro delle Finanze, Katsunobu Kato, sulla contromisura che il Giappone potrebbe usare: oltre 1.000 miliardi di dollari di titoli del Tesoro statunitensi detenuti dal Paese sono visti come una "carta" nei negoziati commerciali con l'amministrazione Trump. Questo è il maggiore ammontare di Treasury detenuto da una nazione straniera. La sensazione è che le parole di Kato siano un invito più o meno surrettizio a trovare un accordo: brandire un'arma senza volere veramente utilizzarla.

L'economia giapponese è dimensionalmente molto più piccola di quella americana, dalla quale dipende l'approvvigionamento di una serie di beni essenziali: una guerra commerciale con gli Stati Uniti potrebbe rivelarsi paralizzante. Inoltre, per problemi di sicurezza, è opportuno che Tokyo continui a mantenere buoni rapporti con Washington. Gli Stati Uniti sono l'unico alleato formale del Giappone in materia di sicurezza, tanto da essere descritti nella Strategia per la Sicurezza Nazionale (Nss) giapponese del 2022

come la «pietra angolare della politica di sicurezza nazionale del Giappone». Al ritorno della delegazione giapponese da Washington, è emersa anche la possibilità che, nel caso gli Usa rimanessero fermi sulle proprie posizioni, il governo potrebbe lanciare un budget supplementare a sostegno di un'economia che rischia di scendere sotto potenziale, se non in territorio negativo, se gli effetti pesanti subiti dal settore manifatturiero intaccassero anche la domanda di servizi. Nel frattempo, la Boj ha assunto una posizione attendista, aumentando però la liquidità sul mercato.

DIVERSIFICARE

Tuttavia, benché il primo ministro Ishiba Shigeru, all'indomani del "Liberation day", abbia definito la situazione «una crisi nazionale, la delicata e complessa fase con gli Stati Uniti potrebbe aprire altre opportunità a un paese esportatore come il Giappone. È proprio questa situazione di crisi che dovrebbe spingere Tokyo a elaborare nuove strategie che vadano oltre gli Stati Uniti, rilanciando una serie di accordi regionali e transregionali, come nel caso del Rcep o del Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership. Lo stesso stimolo dovrebbe riguardare anche le imprese del Paese, spingendole sempre più a continuare il processo di digitalizzazione, di consolidamento e di continua riforma della corporate governance per essere pronte ad affrontare uno scenario che potrebbe anche peggiorare. L'auspicio, ovviamente, è che l'accordo di Mar-a-Lago rimanga una semplice speculazione.

1. <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outlook/gor2504b.pdf>

MARCO PIERSIMONI

CO-HEAD EURO MULTI ASSET
PICTET ASSET MANAGEMENT

Meno rischio nei portafogli

a cura di Pinuccia Parini

Siamo in una guerra commerciale?

«La guerra commerciale è iniziata in maniera fragorosa, ma sembra che il desiderio di andare speditamente verso una tregua sia preponderante. Gli accordi di Ginevra tra Cina e Stati Uniti confermano questo andamento: l'impianto dei dazi comunicato dall'amministrazione Usa il 2 aprile è stato di fatto smantellato. Dal lato Usa, restano in vigore il 10% di reciprocal tariff, livello minimo e applicato a tutti i paesi, e il 20% di tassazione sulle importazioni dalla Cina stabilito come misura punitiva per il mancato controllo del traffico di Fentanyl. Vale comunque la pena di ricordare che siamo in un regime sospensorio: ciò è vero sia per la Cina, sia per gli altri partner commerciali».

Quali sono stati i motivi dietro al repentino cambiamento dei toni?

«Già prima degli accordi di Ginevra erano state identificate alcune categorie di beni

escluse dai dazi, pari a circa il 23% dell'export verso gli Usa. Questo era già un dato ragguardevole: si tratta di quei manufatti il cui trasferimento di produzione sarebbe impensabile in un arco di tempo limitato. Il caso di Apple è emblematico, visto che l'80% della sua attività produttiva ha sede in Cina. Probabilmente, la processione dei vari ceo delle multinazionali americane dei settori del retail ha spinto l'amministrazione verso un ammorbidimento ulteriore. Si può dire che l'intransigenza cinese sul fronte delle trattative, confortata dalla strettissima interconnessione tra le filiere produttive delle società americane e il tessuto industriale cinese, abbia centrato l'obiettivo di aprire un tavolo negoziale equilibrato. La pressione dei mercati ha avuto un ruolo tutt'altro che secondario. Ci sono state alcune sessioni in cui le attività finanziarie americane si sono comportate come quelle dei paesi emergenti: dollaro debole, tassi in salita e borsa in discesa. Nel me-



dio lungo termine, Stati Uniti e Cina hanno il comune interesse di ridurre la dipendenza reciproca, ma nel breve non c'è nessuna volontà, soprattutto da parte Usa, di andare verso la pericolosa strada dell'"unmanaged decoupling", per citare le parole del segretario del tesoro Bessent».

L'arma dei Treasury americani potrebbe essere sfoderata dai cinesi come strumento negoziale?

«Probabilmente non ce n'è stato bisogno. La Cina ha diminuito in maniera massiccia il possesso di titoli di stato americani all'interno delle sue riserve negli ultimi anni. Lo sganciamento programmato dall'integrazione economica e finanziaria tra le due potenze sta avvenendo, ma c'è bisogno di tempo. Se comunque l'amministrazione Usa lo avesse fatto, in base alle teorie di Stephen Miran, nominato da Trump presidente del Council of economic advisers, non sarebbe stata una decisione così invisa. Secondo questo pensiero, infatti, i dazi e l'abbandono del dollaro forte potrebbero portare a rimodellare il commercio globale e i sistemi finanziari, rendendo anche meno attraenti per gli esteri i titoli di stato statunitensi. Si è anche parlato della possibilità che questi ultimi potrebbero essere poi scambiati con emissioni a zero cedola e scadenza 100 anni. È uno scenario che definirei eversivo per il mercato».

Gli investitori giapponesi, che detengono circa un trilione di dollari di Treasury, potrebbero decidere di diminuire la loro esposizione?

«Per quanto riguarda il Giappone, ci sono due temi da tenere in considerazione: il commercio e la sicurezza. Il Sol Levante, insieme alla Corea del Sud, ha bisogno che gli Stati Uniti continuino a garantire la loro sicurezza militare. Potrebbe essere proprio il Giappone a mettere sul tavolo delle trattative la rivalutazione della propria divisa in modo concordato, magari anche attraverso la vendita dei titoli governativi americani e nuovi accordi commerciali».

Come si declinano, all'interno di questo contesto, le scelte d'investimento?

«La questione di fondo, indipendentemente da quale sarà l'evoluzione della situazione sul fronte della guerra commerciale, è capire quanto sia il danno fatto dal "Liberation day" e dalle contromisure successive: il colpo è stato

accusato, sia dalla fiducia dei consumatori, sia da quella delle imprese; ci sono ferite che si dovranno rimarginare. Quindi, per un investitore in euro, ci sono alcuni caposaldi da ricordare. Il primo è non assumere rischio eccessivo nei portafogli e, poi, costruirli in modo diverso».

Significa avere meno azionario in portafoglio?

«In questo momento, probabilmente, sarebbe opportuno avere una quota inferiore di azioni, ma ciò vuole dire anche considerare attentamente le valutazioni dei titoli in cui si investe. Ci sono alcune azioni cinesi, ad esempio, che meritano di essere considerate, indipendentemente dal livello dei dazi. Il Dragone, di fatto, ha capacità di risposta in materia di politica fiscale, economica, monetaria e di supporto al mercato che è imparagonabile rispetto ad altre aree del mondo. In piccolo, una simile considerazione vale anche per la Germania, che ha dimostrato di avere le risorse per implementare misure di stimolo. Nell'orizzonte di breve termine e dopo il notevole rimbalzo, gli attivi perdenti sono quelli americani ed è per tale ragione che sarebbe opportuno ridurre il peso degli asset Us nel loro complesso. Anche il dollaro soffre per la crisi di fiducia a causa dei continui cambi di fronte dell'amministrazione e delle varie teorie che, come quella di Miran, se dovessero essere implementate (cosa che non ritengo probabile), avrebbero un impatto decisamente consistente. Il biglietto verde non è così più visto come bene rifugio e, alla stessa stregua, i Treasury. Quindi, il secondo caposaldo è diversificare al di fuori degli Usa».

In ambito azionario, quale stile d'investimento state adottando?

«Prevalgono le logiche difensive, quindi ci concentriamo su titoli che hanno una minore sensibilità al ciclo economico e ai dazi, soprattutto appartenenti al settore dei servizi, poiché, per il momento, la guerra commerciale riguarda i beni. All'interno, le aziende più difensive sono quelle di pubblica utilità e le telecomunicazioni».

Quindi perché non investire nel settore dei servizi in Usa?

«Il settore dei servizi americano comprende anche società di fatto tecnologiche. Quindi attenzione, perché se le trattative commerciali con l'Europa dovessero incepparsi e provocare un peggioramento delle relazioni,

non è escluso che possano essere applicate tasse alle grandi società del web. Fatta questa osservazione, come portfolio manager non posso ignorare che alcuni di questi titoli americani stanno raggiungendo valutazioni interessanti e nel lungo termine rimango bullish sul corporate America. Credo, infatti, che la capacità di generare stabilmente, utili da parte di queste imprese non sia scalfita».

La difesa è un tema d'investimento?

«Non credo lo sia: è un universo di titoli molto limitato e i criteri Esg potrebbero porre dei vincoli agli investimenti in quest'area».

Ma non ritiene che la realizzazione di un piano di difesa europeo, in senso lato, potrebbe fungere da rilancio per il Vecchio continente?

«Le sperimentazioni tecnologiche in ambito militare sono molto interessanti, perché la difesa è spesso un campo di innovazione. Da questo punto di vista, il piano di difesa potrebbe essere un volano per la tecnologia, le cui applicazioni, come si è visto nel passato, hanno anche un utilizzo nel mondo civile».

Come si costruisce un portafoglio più difensivo?

«E questo è il terzo caposaldo. Per un investitore in euro, può essere fatto con un'esposizione al rischio tasso di qualità in Europa, alias il Bund, ed, eventualmente, attraverso l'oro, anche se ha già raggiunto livelli elevati. Per difendere i portafogli, invece del dollaro, nel nostro caso, abbiamo utilizzato il franco svizzero e lo yen, ipotizzando un possibile rafforzamento della divisa nipponica anche nei confronti dell'euro. I titoli del credito europeo rimangono interessanti, grazie anche all'allargamento degli spread, e i fondamentali delle imprese rimangono solidi per i rating di alta qualità e in ambito finanziario. Il dollaro debole è vento in coda per il reddito fisso emergente, soprattutto in quei paesi dove i tassi d'interesse reali sono elevatissimi, come nel caso del Brasile».

È però difficile investire nel contesto attuale...

«Per questa ragione, il quarto caposaldo da non dimenticare è evitare di rincorrere le notizie. È pericoloso apportare grandi cambiamenti al portafoglio in base al flusso di informazioni giornaliero: bisogna ignorare i movimenti di brevissimo perché portano a compiere degli errori».

MATTEO RAMENGHI

CHIEF INVESTMENT OFFICER

UBS WEALTH MANAGEMENT ITALIA

L'incertezza è peggio dei dazi

a cura di Pinuccia Parini

L'amministrazione americana sta esercitando una serie di pressioni sull'Europa. Qual è la sua lettura a tale proposito?

«Le politiche di Trump, nonostante le modalità non abbiano aiutato, sono state accolte forse con troppa preoccupazione in merito alle loro potenziali ricadute. Di fatto, ci sono due fattori che colpiscono negativamente l'Europa: i dazi e la richiesta di investire maggiormente nella difesa. Per quanto riguarda l'introduzione delle tariffe, bisogna distinguere tra impatto diretto e indiretto. Nel primo caso, gli effetti sono nella realtà piccoli: il Vecchio continente esporta negli Usa il 3% del proprio Pil e, se si ipotizzassero dazi del 25% (superiori al 20% annunciato e poi congelato), la conseguenza negativa sarebbe pari allo 0,3% del Pil, così come calcolato dalla Bce. La Banca d'Italia, dal canto suo, ha stimato che il dato per il nostro Paese, che ha una maggiore inclinazione alle esportazioni, dovreb-

be essere dello 0,5% spalmato su tre anni. Per quanto riguarda, invece, l'impatto indiretto, che deriva dalla possibilità che le merci cinesi, non potendo più andare in America, possano riversarsi in Europa, potrebbe avere un effetto deflativo, per il basso prezzo dei beni, e porre così pressione sulla Banca Centrale Europea per tagliare in misura più consistente i tassi d'interesse. In sintesi, credo che le conseguenze della politica commerciale di Trump potrebbero non essere così drammatiche».

Come viene calcolato lo 0,3% d'impatto?

«La Bce non fornisce i numeri dietro questa stima, l'ammontare corrisponde al 10% delle esportazioni europee negli Usa, che equivalgono al 10% del Pil. Ma possiamo immaginare che vengano presi in considerazione anche i servizi che l'Europa importa dagli Usa, pari al 2% del nostro Pil. Spesso si tratta di attività



delle quali l'Eurozona non può fare a meno e, per questo motivo, andare allo scontro commerciale con l'America sarebbe rischioso, sarebbe come staccare il cavo dell'energia elettrica. Molti dei servizi che noi utilizziamo sono made in Usa (internet, cavi sottomarini, sistemi operativi per i Pc, Gps, satelliti, etc) e concernono ambiti in cui l'Europa non ha investito a sufficienza».

E sul tema della difesa?

«La richiesta che l'Europa dovrebbe spendere di più in questo ambito non è una novità: era già stata fatta in precedenza. Attualmente si sta assistendo a una reiterazione dell'invito con percentuali non ancora esattamente definite. Inoltre, è opportuno fare una riflessione: ciò che l'Ue spende in difesa economicamente ha un moltiplicatore molto basso, stimato meno dello 0,5%, visto che più della metà degli armamenti è importata, soprattutto dagli Usa e, in quanto tale, viene dedotta dal Pil. Si tratta, quindi, di una spesa consistente che, in questo modo, crea disavanzo e, come conseguenza, ha un effetto leva sul debito pubblico».

Colgo una nota di disappunto in questa sua considerazione...

«Il piano annunciato dalla Commissione Europea con RearmEurope è basato sul debito nazionale. Ai membri dell'Unione viene detto di spendere aumentando il debito, senza che quest'ultimo rientri nel disavanzo che viene tenuto sotto osservazione dalla Commissione. Sulla carta il piano vale fino a 800 miliardi di euro, di cui 650 sono le emissioni dirette dei Paesi e 150 dell'Unione Europea, che dovranno però essere poi restituiti. Il non contabilizzare questo ammontare nel deficit è tuttavia poco rilevante per i mercati finanziari: le agenzie di rating lo prendono comunque in considerazione e altrettanto viene fatto dai bond vigilantes. In sostanza, il piano Rearm Europe va bene per la Germania, che ha margini di bilancio, ma non così tanto per le altre nazioni. In aggiunta, non sembra al momento che ci sia un vero e proprio programma di spesa comune nel senso stretto del termine: cumulativamente la Ue occupa già il terzo posto al mondo per quanto riguarda le spese per la difesa, ma ciò che manca maggiormente sono investimenti comuni e coordinati. Forse sarebbe stato meglio se ci fosse stata l'ambizione di proporre un modello simile al Recovery Fund anche in questo ambito e fare investimenti più tecnologici, quali lo scudo spaziale, la cybersecurity, la sicurezza energetica».

Non è detto che ciò non succeda...

«Potrebbe essere un primo passo, ma per il momento non si intravede concretamente un progetto unitario, soprattutto per un tema così delicato quale la cessione da parte di un paese della propria autonomia. Basterebbe pensare che la questione di una difesa comune è datata: il primo tentativo fu fatto nel 1954, quando venne presentata la proposta dalla Francia di creare la Comunità europea di difesa. Il progetto fallì per l'opposizione politica della stessa Francia, dovuta a un successivo ripensamento. Da allora, sono passati oltre 70 anni e, invece, si sono progressivamente rafforzati i legami con la Nato. È indubbio che, se si guarda a quanto successo negli Usa, la spesa per la difesa è stata un volano per l'innovazione, da internet al microonde e al Gps, solo per citare alcuni esempi. Ma le dimensioni degli investimenti erano diverse e la difesa era anche diventata temporaneamente un collettore di idee di sviluppo che poi avrebbero avuto vita propria».

Un'altra idea forte del programma di Trump durante la campagna elettorale è stata la deregolamentazione, accolta positivamente dai mercati. Che cosa ne pensa e intravede dei rischi?

«Per il momento il focus è sull'energia, cui farà seguito il mondo delle banche, di cui però al momento non si parla. Personalmente, credo che concentrarsi su gas e petrolio sia legato al discorso sull'inflazione, cavallo di battaglia di Trump contro Biden, e serva come strumento per compensare dinamiche inflative provocate da dazi, dollaro debole e riduzione dell'immigrazione. Trump ha chiaramente mostrato di volere un prezzo del greggio più basso con una serie di iniziative, non ultime la decisione di uscire dagli Accordi di Parigi e le pressioni sull'Opec per aumentare la produzione».

Cosa pensa del piano tedesco?

«La Germania ha deciso un piano consistente: 550 miliardi di euro di infrastrutture, cui si aggiunge il deficit dei lander e quello per la difesa. Il totale potrebbe oscillare tra gli 800 e i 1.000 miliardi nell'arco di 10 anni: sono stimoli veri a sostegno di un'economia che non cresce dal 2019. Cionondimeno, credo che ci siano alcuni tasselli mancanti all'interno di questo progetto: le modalità della sua approvazione da parte di un parlamento sfiduciato e la mancanza di riforme, che caratterizzano solitamente i piani di stimolo fiscale. Ed è proprio per questa

seconda ragione che alcuni sostengono possa essere inflativo a causa dell'inefficienza che potrebbe creare. A ciò aggiungerei la considerazione che, se la Germania mette a terra un'iniziativa così corposa, non ha forse così tanto appetito per iniziative europee».

Gli stimoli della Germania potrebbero diventare vento in poppa per l'Italia?

«In teoria dovrebbe essere un fattore moderatamente positivo, ma dipende da come saranno spesi i soldi, perché si potrebbero creare distorsioni competitive se alcuni settori ne fossero avvantaggiati in modo particolare».

C'è qualche aspetto della politica di Trump che potrebbe produrre risultati positivi per l'Europa?

«La prima cosa è la fine del conflitto in Ucraina, anche se la pace al momento non sembra imminente, ovviamente c'è molta attesa per i colloqui che si terranno in Turchia. Se si arrivasse alla cessazione della guerra, ci sarebbero tre aspetti positivi: la riduzione dei costi energetici, la ricostruzione (500 miliardi di dollari secondo la Banca Mondiale) e l'apertura dei mercati di sbocco per alcuni settori che hanno visto sparire una parte della loro attività nel 2022. Secondo diverse stime, la fine della guerra in Ucraina potrebbe avere un effetto positivo tra lo 0,2% e lo 0,5% sul Pil per l'Eurozona, che il mercato non sta ancora prendendo in considerazione. È stata ventilata anche l'idea che questa fase di incertezza permetta all'Ue di rafforzarsi e compattarsi, ma per il momento non sembra che sia questo il caso».

È preoccupato per il rallentamento dell'economia negli Usa?

«L'incertezza porta le aziende a rimandare gli investimenti in nuove iniziative. Ciò potrebbe avere bruciato anche un punto di Pil americano. Nelle nostre stime, la crescita per quest'anno si fermerà poco sopra l'1%. Ci aspettiamo un dollaro debole, sul quale peseranno anche le speculazioni dell'accordo di Mar-a-Lago che, se dovesse diventare qualcosa di più concreto, potrebbe indebolire anche i titoli governativi. In generale, però, all'interno di un posizionamento neutrale sull'azionario, siamo sovrappeso Usa. Sul reddito fisso, invece, privilegiamo titoli di buona qualità, quindi investment grade e superiori, sia corporate, sia governativi».

Privilegiamo gli asset europei

a cura di **Pinuccia Parini**



LUCA SIMONCELLI
investment strategist
Invesco

Le piazze finanziarie continuano a essere travolte da un turbinio di notizie che pongono continui quesiti agli investitori. Fondi&Sicav ha chiesto a **Luca Simoncelli**, investment strategist di **Invesco**, quale strategia adottare sui mercati.

È finito l'eccezionalismo degli Usa?

«Non direi che sia terminato, ma senz'altro non è più così spiccato come lo era in precedenza. Non sono così pessimista sull'economia americana e, nonostante possa essere facile in questa fase avere un pregiudizio negativo in merito, è ancora presto per dare per scontati i potenziali effetti negativi delle politiche dell'amministrazione Usa. È indubbio, però, che i corsi degli indici di borsa stanno riflettendo un aumento delle probabilità di recessione in America e i flussi di mercato mostrano che si sta assistendo a una maggiore diversificazione degli investimenti. L'interesse nei confronti dell'Europa è un'evidenza di questa inclinazione».

Si aspetta una recessione negli Stati Uniti?

«A oggi, non è questo lo scenario di base, ma quando le probabilità si avvicinano al 50% è inevitabile che le piazze finanziarie ne prendano atto. Per essere più preciso nel rispondere alla domanda, ci sarebbe bisogno di una serie di dati quantitativi pertinenti che rivelino una recessione alle

porte. Il cambiamento di strategia dell'amministrazione americana e la riduzione sostanziale, anche se temporanea, delle tariffe reciproche tra Stati Uniti e Cina riducono in maniera sensibile quel rischio di recessione. Gli indicatori macroeconomici posticipatori (lagging indicator), quali il mercato del lavoro, le vendite al dettaglio, la produzione industriale, non incorporano ancora gli effetti negativi della guerra commerciale, anzi, in alcuni casi ci potrebbe essere anche l'effetto inverso».

In che senso?

«Potremmo avere, per esempio, dati sulle vendite al dettaglio o sugli ordinativi più forti per un'anticipazione degli acquisti di beni prima dell'introduzione dei dazi. Siamo in una situazione complicata che, francamente, non è il terreno ideale per formulare delle certezze. Non si può però negare che gli indicatori anticipatori (leading indicator), quali gli indici di fiducia, siano deteriorati in modo rilevante, ma non sono una cartina tornasole per affermare che si sta andando verso una recessione in America».

Il dollaro si è indebolito contro l'euro e i titoli di stato Usa sono andati sotto pressione. Si è dinanzi a una crisi?

«Innanzitutto, anche se l'eccezionalismo americano ha perso il suo smalto, ciò non

significa considerare gli Usa alla stregua di un mercato emergente: c'è attualmente instabilità sulla curva dei rendimenti dei Treasury a lunga scadenza, ma non si è in una situazione che possa preludere a un disastro. Non si può tuttavia ignorare che la piazza finanziaria Usa sia stata colpita nelle sue fondamenta e, sia i titoli governativi, sia il dollaro non sono più considerati un bene rifugio. Se questa situazione si protrasse per diverso tempo, creerebbe un inasprimento delle condizioni finanziarie tale da innescare il meccanismo di una potenziale recessione, cui si aggiungerebbero gli effetti negativi della guerra commerciale e una perdita generalizzata di fiducia. Per ora, in attesa che alcune incognite si dissolvano, si è in una condizione in cui sarebbe opportuno avere un atteggiamento di cautela nei confronti degli investimenti negli Usa».

Che si espliciterebbe in quali scelte d'investimento?

«Segmenti difensivi sull'azionario Usa, qualità elevata degli emittenti e, per un investitore in euro, tenendo conto dell'andamento del dollaro, il tutto si tradurrebbe nel privilegiare i mercati europei, un'alternativa che è diventata più interessante. Per quanto riguarda i flussi di capitali, crediamo nel guadagno di credibilità del Vecchio continente».

È perché le valutazioni sono attrattive o perché l'Europa è meno peggio degli Usa?

«No, questa volta le considerazioni che ci rendono positivi sull'Europa non sono il risultato di un confronto relativo tra le due nazioni, bensì la constatazione di un cambiamento che si manifesta in tre aspetti. Analizzando la situazione macroeconomica, sono tanti gli elementi che si stanno allineando per una crescita più alta delle attese e vicina ai livelli potenziali. C'è poi un cambiamento di direzione della politica economica, con in testa la Germania; infine le valutazioni sono sicuramente appetibili, anche al netto di una politica monetaria più leggibile. La Bce sembra in una posizione più facile nel prendere delle decisioni rispetto alla Fed. Credo che l'Europa possa diventare un'opportunità d'investimento più sostanziale e in termini assoluti. E poi, come dicevo, c'è da considerare la debolezza del biglietto verde».

A questo proposito, non sembra che l'amministrazione Usa sia

molto preoccupata del deprezzamento della propria divisa. Pensa che possa essere una manovra concertata?

«Bisogna prestare molta cautela. Un dollaro più debole può fare comodo, ma non sono così sicuro che ciò valga nel caso che sia il risultato di una crisi di fiducia. Un conto è affrontare alcune difficoltà con la convinzione che la situazione si riassetti tra qualche trimestre, aiutata dalla politica monetaria, ma oggi mi sembra che si stia mettendo a rischio pesantemente l'economia. Se tutto ciò fosse concertato, saremmo di fronte a una manovra mai vista prima. La notizia positiva è che ci sono spiragli di apertura da parte della Casa bianca e la possibilità di iniziare dei negoziati sui dazi. Le tariffe non scompariranno, ma se si trovasse un compromesso a un livello del 10% con la possibilità di esenzione per alcuni prodotti, la situazione potrebbe essere più gestibile a livello globale. Se così non fosse, ci aspettano tre anni e mezzo complessi e, per quanto riguarda le borse, volatili».

C'è il rischio di una recessione globale?

«Per il momento questo rischio è molto più basso, se raffrontato a quello americano, ma c'è sempre la possibilità che si stia sottovalutando l'impatto di uno stop improvviso dello scambio commerciale tra le più grandi economie del mondo. I Pil di Europa, Giappone e Cina, che sono previsti in crescita, costituiscono un buon sostegno per la crescita globale. Innegabilmente, dazi elevati contro il Dragone estenderebbero il loro riflesso negativo sui paesi della regione e anche i piani di stimolo all'attività economica di Pechino dovrebbero essere efficaci nel perseguire il proprio intento. Occorre, infatti, che il capitale sia dispiegato in modo efficiente, non più allocato solo sul lato della produzione, e, soprattutto, che si rafforzi la domanda interna attraverso misure e riforme del welfare e di revisione del mercato del lavoro. Mi rendo conto che, per fare sì che ciò si realizzi, occorrono investimenti e tempo, ma se accadesse, allora la pressione che gli Usa stanno mettendo sulla Cina potrebbe diventare una scintilla per un cambiamento del Paese».

Se traducesse le considerazioni fatte in una strategia d'investimento, come si caratterizzerebbe?

«Una premessa: non siamo in una condizio-

ne nella quale è necessario ridurre drasticamente il rischio del portafoglio. Preferiamo gli asset europei in ambito, sia azionario, sia obbligazionario. In merito al reddito fisso, le curve dei rendimenti, Bund in primis, si sono irripidite: finalmente in Europa si è realizzato un contesto che genera carry per l'investitore e sta funzionando come "safe heaven". Alla luce di ciò, si potrebbe allungare anche la duration di portafoglio (5-7 anni), investendo la liquidità a disposizione. Inoltre, la qualità del credito in Europa è superiore a quella degli Usa e preferiamo l'Ig all'Hy. Anche la sovraperformance dell'azionario dovrebbe continuare e, sull'onda di questa nostra aspettativa, consigliamo agli investitori di verificare l'effettiva esposizione agli Usa, visto che il peso di questo mercato all'interno degli indici di borsa è ancora elevato».

Ci sono alcuni Paesi che preferite in Europa?

«Non facciamo distinzioni regionali, ma ci concentriamo sui singoli titoli. Comunque, devo rilevare che, in questo contesto, la situazione dell'Italia potenzialmente potrebbe rafforzarsi, sia dal punto di vista degli investimenti, sia per i benefici che la manifattura potrebbe godere dal piano tedesco e da Rearm Europe».

A tale proposito, che cosa vuole dire investire nella difesa?

«Parlare di difesa ai nostri tempi significa identificare un processo che può trovare celermente realizzazione, se non ci si ferma alla produzione dei semplici armamenti tradizionali. Mi riferisco in particolar modo all'ambito tecnologico, alla cybersecurity, ai sistemi di controllo e di comunicazione dove gli investimenti possono essere fatti in tempi rapidi. Inoltre, la linea di contrasto tra difesa e infrastrutture è sempre più labile e mi auguro che siano le seconde a diventare un moltiplicatore della crescita potenziale».

Altre aree di diversificazione di un portafoglio?

«Il Giappone è, insieme a quello europeo, il mercato più interessante. È positivo il giudizio anche sul resto dell'Asia, sebbene ancora non sia chiaro sino a quale punto si spingerà lo scontro tra Usa e Cina. Se si affermasse l'idea che i toni si smorzano, allora lo scenario diventerebbe più favorevole, con addirittura il rischio che la Cina sproni troppo la propria economia».

TRAVIS SPENCE

GLOBAL HEAD OF ETF

J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT

Gestire attivamente gli Etf

a cura di Boris Secciani

J.P. Morgan Asset Management vanta una posizione di preminenza nell'ambito degli Etf attivi. Come avete raggiunto questo traguardo?

«Innanzitutto vorrei ricordare che il nostro gruppo può contare su oltre 4 trilioni di dollari di attivi in gestione. Si tratta di un ammontare molto considerevole, che testimonia il valore dell'expertise che offriamo su diverse asset class e la fiducia che i clienti ripongono in noi. Abbiamo iniziato a essere presenti sul mercato degli Etf circa 10 anni fa, con il preciso intento di diventare i leader nella versione attiva di questi prodotti. All'epoca, l'uso di strategie attive sotto forma di Etf era agli albori e per cogliere le opportunità di sviluppo ci siamo orientati su un approccio

che si è rivelato decisamente apprezzato. Innanzitutto, il nostro obiettivo, fin da subito, è stato rendere disponibile il meglio del nostro know-how tramite il veicolo degli Etf. Diverse strategie sottostanti i nostri fondi che vantano un lungo track-record sono state rese disponibili in questo wrapper e ciò ha consentito agli investitori di avere accesso a una buona serie storica di dati anche per Etf con meno di tre anni di vita. Non abbiamo dunque cambiato stile di investimento rispetto ai fondi attivi che tradizionalmente offriamo. A ciò si accompagna una completa integrazione di tutto il nostro team di gestione: non abbiamo infatti creato il business degli Etf come una divisione separata dal resto delle attività che costituiscono J.P. Morgan Asset Management».



Uno degli approcci sul quale contate è il cosiddetto Rei (Research Enhanced Index); in che cosa consiste?

«Lo stile Rei consiste nel costruire portafogli azionari sulla base di una profonda ricerca di tipo fondamentale, che è alla base del processo di generazione di alfa. Grazie alla qualità e all'ampiezza del nostro team di analisti, siamo in grado di selezionare i titoli migliori secondo una metodologia proprietaria risk-adjusted. Allo stesso tempo, però, il tracking error di questi portafogli è decisamente contenuto. Riusciamo a combinare questi due pilastri, apparentemente inconciliabili, perché per ciascun benchmark di riferimento manteniamo gli stessi pesi dell'indice per quanto riguarda settori e paesi. Nell'alveo di questi vincoli, però, scegliamo le occasioni più interessanti. Si tratta di un approccio che vanta 30 anni di storia e che per noi costituisce un ambito ideale per gli Etf, in quanto rappresenta una valida alternativa all'allocazione puramente passiva su listini core altamente efficienti, dove è difficile fare la differenza attraverso lo stock picking».

Un altro approccio sul quale puntate è l'Epi (Equity Premium Income); quali sono gli elementi fondanti di questi fondi azionari?

«La logica che sta alla base di questi strumenti di tipo income deriva da due necessità fondamentali per chi investe in portafogli azionari: contenere la volatilità e operare con un valido stock picking. Ciò appare particolarmente veritiero in una fase come quella attuale. Infatti, da una parte, il mondo è oggi altamente incerto, mentre dall'altra ci troviamo alla fine di un ciclo dominato da pochi titani della tecnologia statunitensi, il che richiederà in futuro elevate skill in termini di selezione delle singole azioni. La strategia Epi si prefigge di raggiungere entrambi gli obiettivi: essa, infatti, si avvale delle nostre metodologie proprietarie di analisi azionaria, mentre la volatilità viene ridotta grazie alla vendita di opzioni call out of the money: si tratta, dunque, di strategie che si basano su posizioni covered call. Esse limitano il potenziale di rendimento a circa il 70% dei rialzi, ma



il flusso di denaro generato dall'incasso dei premi viene regolarmente distribuito agli azionisti. In questo modo, ad esempio, sullo S&P 500, a fronte di un dividend yield dell'indice intorno al 2%, chi investe tramite la strategia Epi su tale mercato ottiene rendimenti intorno al 7% dei propri attivi. Il tutto senza dovere aggiungere rischi di duration e di tipo creditizio. A seconda degli ambiti nei quali la strategia Epi è applicata, è possibile ricevere da tre a cinque volte il normale flusso di dividendi. Tutti questi fattori permettono di limitare il rischio al 60% del calo dei listini. Questa filosofia di investimento ha finora generato un responso decisamente positivo: gli Aum complessivi superano 60 miliardi di dollari a livello globale e di recente abbiamo lanciato un Etf Equity Premium Income sul Nasdaq. Nel complesso, dunque, è possibile costruire un portafoglio utilizzando per la componente core i nostri Etf azionari Rei, aggiungendo anche gli Etf Equity Premium Income e i nostri Etf obbligazionari».

Per quanto riguarda quest'ultimo, quali prospettive prevedete?

«Pensiamo che, dopo il rialzo dei rendimenti del 2022-2023, oggi le prospettive di derisking offerte dall'obbligazionario siano ottime, a patto di operare con il giusto metodo di selezione delle singole emissioni. È curioso, peraltro, notare che due terzi dell'insieme dei flussi verso gli Etf fixed income siano diretti a strumenti passivi. Per questa ragione riteniamo che vi sia un potenziale enorme di crescita che vogliamo sfruttare: attualmente 14 dei 64 Etf attivi obbligazionari Ucits sono stati lanciati da J.P. Morgan Asset Management. Nel complesso, l'intero insieme degli Etf appare destinato a incrementare le proprie masse in misura considerevole: l'industria in totale vanta circa 15 mila miliardi di dollari di Aum e si prevede che da qui al 2030 tale cifra raddoppierà; nello stesso periodo le masse degli Etf attivi dovrebbero passare da circa 60 a 400 miliardi».

GIANLUCA UNGARI

HEAD OF HYBRID PORTFOLIO MANAGEMENT
VONTOBEL

La fine dell'eccezionalismo americano

a cura di Boris Secciani

Come funziona il vostro approccio alla costruzione di portafogli multi-asset che definite "hybrid"?

«Il termine ibrido nasce dal fatto che la nostra metodologia di investimento si prefigge di coniugare al meglio sistemi di tipo quantitativo, in particolar modo incentrati su modelli big data, con le capacità umane del nostro team che controlla ogni fase del processo. Nello specifico, la capacità computazionale della macchina ci aiuta a creare la cosiddetta preference matrix. Si tratta, in pratica, di evidenziare gli asset più promettenti nella fase del ciclo che si sta attraversando. L'apporto dell'essere umano a questo approccio ha un doppio valore aggiunto. Innanzitutto, è in grado di reagire molto più velocemente a rapidi e repentini cambiamenti di paradigma: pensiamo, infatti, a quanto si è visto nelle ultime settimane con lo scoppio della guerra commerciale e alla necessità di con-

statare che lo scenario può cambiare in maniera radicale nel giro di pochi giorni se non di ore. Prima che gli algoritmi possano incorporare all'interno di database enormi simili mutamenti, occorre inevitabilmente un certo lasso di tempo che un investitore potrebbe non permettersi di attendere. In secondo luogo, nella nostra analisi utilizziamo una grande mole di dati qualitativi da contestualizzare: è un'attività che il cervello umano per il momento è ancora in grado di svolgere meglio dell'intelligenza artificiale».

Che cosa suggerisce per questo periodo di incertezza la vostra preference matrix?

«Il passaggio più radicale sperimentato di recente può essere sintetizzato nel concetto di fine dell'eccezionalismo americano. Nel periodo post-Covid, infatti, gli Usa sono riusciti a



crescere grazie a una forte domanda endogena e il tutto si è tradotto in una forte sovraperformance degli asset Usa. In questa fase, preferiamo diminuire l'allocazione azionaria in generale, a causa dell'incremento della volatilità che ci porta a scalare il risk budget dell'equity. Per quanto riguarda il posizionamento geografico, abbiamo ampliato le nostre posizioni sull'Europa e diminuito quelle sull'America. Si tratta di una scelta derivante in buona parte da un delta che va in direzione opposta per quanto riguarda i due blocchi economici. A nostro avviso, gli Stati Uniti continueranno a mostrare un andamento del Pil più robusto rispetto all'Ue, ma i primi stanno rallentando, mentre l'Unione potrebbe mostrare un'accelerazione grazie ai piani di spesa della Germania. A questi fattori va aggiunto lo sconto a livello di valutazioni, tuttora ampio, delle azioni europee rispetto a Wall Street. Nel passato, corsi più economici non erano sufficienti a giustificare una rotazione al di fuori degli Usa, ma oggi il discorso è diverso».

Per quanto riguarda il reddito fisso, cosa suggeriscono i vostri modelli?

«Allo stato attuale è ancora presto per parlare di recessione, ma un rallentamento economico, sembra decisamente probabile. Per questa ragione si sta cominciando a vedere un ritorno della correlazione negativa fra bond e azioni, in particolar modo per quanto riguarda il fixed income a maggiore duration. Peraltro, la volatilità che si è materializzata di recente sul mercato dei Treasury rappresenta un campanello d'allarme di cui tenere conto. Pare infatti che il segretario al Tesoro Scott Bessent sia riuscito a convincere Trump a mettere in pausa le tariffe a causa del repentino aumento dei rendimenti dei governativi Usa. Un'azione dei bond vigilantes in questo ambito rappresenta una prospettiva che sicuramente le autorità cercheranno di evitare in ogni modo».

Che cosa ci si può ragionevolmente aspettare dalla Federal Reserve?

«Lo stesso Bessent ha parlato di strumenti a disposizione della Fed e del Tesoro per controllare la volatilità aprendo la possibilità di un buy back del debito pubblico statunitense. Non è al momento chiaro che cosa significhi questa espressione: si potrebbe trattare di una nuova fase del Qe o magari di un programma mirato a controllare la struttura della curva. Ciò che appare più probabile è che la Banca centrale, pur prudente e in attesa dell'impatto dei dazi sull'inflazione, non lascerà che il

quadro economico si deteriori oltre un certo punto. Non va peraltro dimenticato che, inizialmente, le tariffe potrebbero spingere al rialzo il costo della vita, ma, successivamente, avere un effetto opposto, poiché ci sarebbe il pericolo di dare il la a una recessione. Inoltre, anche il credito rischia di venire impattato dall'avversione al rischio attuale. Gran parte degli emittenti aziendali ha navigato con successo il precedente biennio di tassi alti, in quanto avevano raccolto in precedenza ingenti quantità di denaro. Oggi, però, la necessità di ricorrere al mercato primario sta aumentando, proprio mentre l'incertezza è cresciuta enormemente. Di conseguenza, anche se non nell'immediato, prevediamo che Powell dovrà abbassare il costo del denaro».

Quali altre soluzioni potrebbero rivelarsi efficaci per diversificare il proprio portafoglio?

«A tale scopo, oltre a puntare sui governativi core, c'è ancora bisogno di oro e valute al di fuori del dollaro. Infatti, anche l'indebolimento della divisa statunitense è parte di quel processo di fine dell'eccezionalismo americano che, negli ultimi anni, ha spinto notevolmente al rialzo la moneta Usa. Valute come il franco svizzero, lo yen giapponese e l'euro oggi presentano prospettive di rafforzamento e non possiamo infatti dimenticare che l'influenza di Washington a livello geopolitico sta calando a fronte di conti pubblici in forte deterioramento: in meno di 20 anni il rapporto debito pubblico/Pil è passato da circa il 60% a oltre il 120%. Allo

stesso modo l'oro ha attirato e continuerà ad attirare un vasto ammontare di liquidità (in buona parte asiatica) allo scopo di diversificare al di fuori del tema dominante degli ultimi anni».

Le prospettive statunitensi sono davvero decisamente grame?

«Come abbiamo visto, i multipli dell'equity locale erano giustificati da prospettive di crescita elevate. In mancanza di una forte espansione, è chiaro che si apre un problema di valutazioni. Allo stato attuale è estremamente difficile riuscire a quantificare l'impatto delle tariffe sul ciclo locale e in particolar modo sui profitti dei giganti della tecnologia. Detto ciò, sarebbe eccessivo ridurre a zero la propria esposizione verso un Paese che rappresenta il 26% del Pil globale e un pilastro ineludibile della domanda di consumi. Né la Cina, né tanto meno l'Europa, nonostante gli sforzi in atto, oggi possono immaginare una totale indipendenza delle loro economie dall'America. Sul mercato locale continuano a esserci moltissime occasioni e per questa ragione, molto probabilmente, per affrontare il futuro prossimo sarà ancora più necessario ricorrere a un approccio prettamente bottom-up, in cui ogni società scelta viene valutata rigorosamente. La rotazione al di fuori delle "magnifiche sette" potrebbe essere vista come un'occasione. Infatti, ad esempio, un calo dei corsi del 10% dell'azione di Nvidia da 3 trilioni di capitalizzazione porta a rilasciare 300 miliardi di dollari pronti a essere investiti altrove».



GIULIA CULOT

SENIOR PORTFOLIO MANAGER E CO-MANAGER

COMPARTO GENERALI INVESTMENTS SICAV SRI AGEING POPULATION

Longevity economy: non solo sanità e crociere

a cura di Boris Secciani

Qual è il vostro approccio all'investimento nella longevity economy, che rappresenta l'asse portante della strategia del fondo che gestite?

«Questo prodotto, della cui gestione sono responsabile da 10 anni, è incentrato sul concetto che le trasformazioni generate dall'aumento della speranza di vita a livello globale e dall'invecchiamento del genere umano non si limitano al comparto dell'healthcare, ma toccano molti settori e temi, con conseguenze sociali molto vaste. Il nostro obiettivo è generare rendimenti elevati grazie a questo fenomeno, utilizzando un approccio olistico. Per ottenere ciò, dobbiamo partire da una semplice considerazione: a livello mondiale, il numero di persone definibili come senior (dai 65 anni in su) aumenta a un ritmo tre volte superiore rispetto al trend generale della popolazione del pianeta. Questo fatto rappresenta

una sfida demografica epocale, perché diverse potenze economiche sono già arrivate o stanno per giungere al proprio picco di popolazione. Inoltre, si sta assistendo a una diminuzione delle persone in età da lavoro ancora più intensa: nei prossimi anni, viene stimato un ulteriore calo del 20% in Italia e in Cina e del 12% in Germania. Gli Stati Uniti, per il momento, sono caratterizzati da un profilo demografico migliore, sostenuto dalla forte immigrazione».

Come si può investire per cavalcare i tre sviluppi appena descritti?

«Sicuramente il tema della salute è fondamentale, dato che mediamente un anziano costa ai sistemi sanitari circa cinque volte la somma che viene spesa per un bambino. Vi è, dunque, un problema di sostenibilità dei servizi garantiti: in particolar modo, in ambito farmaceutico l'innovazione ha visto i costi gonfiarsi a dismisura.



Di conseguenza, l'applicazione dell'intelligenza artificiale lungo tutto il processo di creazione di nuove medicine rappresenta un campo di applicazione fondamentale per queste tecnologie, poiché offrono un potenziale enorme di aumento della produttività e di riduzione dei costi. L'AI, peraltro, mostra risultati estremamente promettenti anche nella diagnostica: basti pensare che, secondo uno studio statunitense, vi sono errori da parte degli esseri umani nell'11% dei casi, mentre con l'AI questa percentuale si riduce, ad esempio nel caso della lettura di una mammografia, all'1%».

Lei ha affermato che la longevity economy non si riduce all'healthcare. Quali altri settori ne costituiscono un pilastro?

«Un'altra area cruciale per il nostro fondo è costituita dalle pensioni e dal risparmio gestito. In Europa, ad esempio, fra 30 anni ci saranno 60 pensionati ogni 100 lavoratori: chiaramente, si tratta di un quadro completamente insostenibile. Per questa ragione, oltre all'inevitabile allungamento della vita lavorativa, la previdenza complementare necessita di un ulteriore balzo in avanti. Gli individui avranno sempre più bisogno di una gestione professionale e di servizi di consulenza finanziaria avanzata in grado di indicare le soluzioni migliori per ridurre il cosiddetto longevity risk. Da questo punto di vista, c'è ancora molto da fare, specialmente in Italia. Infatti, una recente ricerca dell'Aipb mostra che la maggior parte degli investitori interpellati è conscia di questi

sviluppi, ma solamente il 13% ha già adottato il giusto approccio per mitigare i rischi legati all'aumento della speranza di vita».

Anche il tema dei consumi delle persone più anziane sta aumentando la propria importanza. Si tratta di un comparto importante della vostra strategia?

«Il ruolo giocato dai cosiddetti consumatori silver rappresenta la terza grande colonna del fondo ed è una fetta dell'economia che sta crescendo moltissimo, anche in termini di sofisticazione. Spesso, infatti, si fa fatica a uscire dallo stereotipo del mero crocerista: in realtà le fasce senior sono caratterizzate spesso da una buona disponibilità economica e da una sempre maggiore voglia di godersi la vita e invecchiare bene. Ciò ha anche alcune importanti ricadute dal punto di vista sanitario: è infatti ormai assodato che mangiare bene e fare attività fisica regolare riducono il pericolo di contrarre malattie croniche in età senile. Ricordiamo, infatti, che mediamente i cittadini dei paesi avanzati passano 10 anni della propria vita malati, con ovvie conseguenze sulle spese dedicate alla cura della salute. Anche la Cina si è accorta del potenziale dei consumatori silver sui quali sta puntando molto per fornire sostegno alla domanda domestica e continuare a espandere la propria economia, nonostante un andamento demografico preoccupante».

Lei ha evidenziato che, ancora più del calo della popolazione, il restrin-

gimento della forza lavoro rappresenta un elemento di rottura fondamentale rispetto al mondo che abbiamo conosciuto. Come è costruita la vostra esposizione a questi sviluppi?

«Per rispondere alla domanda vorrei citare qualche altro dato, particolarmente drammatico. Alcune stime, infatti, indicano che per la fine del secolo la forza lavoro dell'Ue si restringerà di un terzo, mentre in Cina la discesa sarà addirittura del 70%. A fronte di un cataclisma di questa portata, produttività è la parola chiave: per questo motivo, già da anni investiamo in robotica, cui si è aggiunto, anche in questo caso, il tema dell'intelligenza artificiale con lo scopo di ridurre la dipendenza delle attività economiche dagli input umani. Non è un caso che la Corea del Sud, la nazione con il più basso tasso di nascite al mondo, sia anche il Paese con la maggiore densità di robot industriali».

Come è definito il vostro processo di investimento su questi grandi temi?

«Sycomore Asset Management, parte del gruppo Generali, è leader da oltre 20 anni nel campo degli investimenti sostenibili per affrontare i quali abbiamo definito una nostra metodologia proprietaria che ci permette di operare uno screening di azioni investibili da parte del fondo che gestisco. In questo insieme, selezioniamo le aziende con i fondamentali migliori e il cui fatturato legato ai temi della longevity economy, esposti in precedenza, aumenta più velocemente. Non andiamo, dunque, a prendere necessariamente gruppi che già operano esclusivamente o quasi in questi campi. Tutto ciò porta a costruire un portafoglio high conviction di 40-50 nomi».

Come tende a comportarsi il vostro prodotto nelle varie fasi del ciclo?

«Rispetto ad altri fondi tematici, sicuramente noi tendiamo a investire in un range più variegato di società. Infatti, siamo esposti sia a comparti più difensivi, come il pharma e l'health nutrition, sia a segmenti più ciclici, quali i viaggi e i servizi finanziari: ciò ci permette di generare alfa, sia nelle fasi di rialzo, sia di ribasso dei mercati. Detto ciò, gli ultimi tre anni hanno visto un ritorno di fiamma del value, con una forte sovraperformance di settori quali le banche più dipendenti dal margine di interesse, gli industriali, le commodity e altri. Il nostro approccio, per quanto diversificato, presenta, comunque, un profilo complessivo orientato al growth».



Azioni sulle montagne russe, ma qualche nicchia c'è

di Boris Secciani



Il “liberation day” ha plasticamente cambiato il mondo: l'annuncio dei dazi da parte della Casa bianca, nonostante fossero già stati preannunciati, ha avuto un consistente impatto politico ed economico in tutto il mondo. I listini delle borse sono crollati per poi ricomporsi all'annuncio di una moratoria di 90 giorni delle tariffe e del successivo accordo con la Cina. Però a innervosire ulteriormente le piazze finanziarie hanno contribuito anche i continui strali lanciati da Trump nei confronti di Jerome Powell, presidente della Federal Reserve. Come evolverà la situazione d'ora in avanti è difficile prevederlo, viste le diverse e anche contraddittorie dichiarazioni di Washington, ma è plausibile supporre che si assisterà comunque a un rallentamento della crescita americana. Ciò potrebbe condurre gli investitori a trovare delle alternative alle azioni di Wall Street, le cui valutazioni non sono a sconto,

per diversificare i portafogli in altre aree geografiche, come l'Europa e i mercati emergenti

Il mondo, dopo lo scorso 2 aprile, non è più lo stesso. La deflagrazione della guerra dei dazi da parte di Trump ha dato il via a uno scenario di quasi impossibile lettura in cui si sono alternati aspetti terrorizzanti per la stabilità dei mercati, ma anche decisioni che segnalano l'uscita dalla fase delle mattane. Dopo una prima settimana di aprile di autentica follia, i listini di tutto il mondo si sono ripresi con vigore sull'onda di una sorta di marcia indietro rispetto agli scenari più estremi ipotizzabili nelle prime due settimane del secondo trimestre. L'S&P 500, di conseguenza, è risalito da un minimo di 4.835 (sotto la soglia del bear market) a oltre 5.844 (un livello grosso modo equivalente a quello registrato prima del giorno della liberazione) lunedì 12 maggio. Il 47esimo presidente americano ha infatti sospeso per 90 giorni le tariffe più brutali, lasciando comunque in essere una tassa del 30% sulle merci cinesi e del 10% su quelle provenienti dal resto del Pianeta. Anche i bellicosi propositi di rimuovere anzitempo Jerome Powell



Nel breve, l'imposizione di dazi del 10% dovrebbe avere conseguenze negative, a causa dello shock commerciale, e causare una flessione della crescita del Pil dello 0,5%



OMBRETTA SIGNORI
head of macroeconomic
research and strategy
Ofi Invest Am



dalla Federal Reserve sono sfumati, mentre è ripresa la trattativa con la Repubblica Popolare Cinese.

IL RUOLO DI BESSENT

Un ruolo sempre più preponderante, peraltro, sta assumendo il segretario al Tesoro Scott Bessent, autentico eroe dei mercati e voce della moderazione all'interno di un gruppo di potere estremamente ideologico. Dopo una simile altalena, viene spontaneo domandarsi se il peggio non sia in effetti passato e si stia avviando una sorta di processo di romanizzazione dei barbari, foriero di un prosieguo di 2025 più tranquillo. Come accennato, azzardarsi in previsioni è allo stato attuale una causa persa. Ciò che conviene fare è limitarsi a osservare gli elementi concreti a disposizione per potere in qualche modo tarare la propria

allocazione di investimento in maniera adeguata a obiettivi di mitigazione del rischio comuni a imprescindibili.

Infatti, a meno di non pensare a un completo voltafaccia da parte di Trump, anche le ipotesi meno pessimistiche non tratteggiano certo grandi prospettive di crescita. In pratica, se va di lusso, i prossimi mesi dovrebbero vedere un'economia globale piatta, anche a causa di consumatori americani che sembrano cominciare a mostrare segni di sfiducia e paura; si tratta di una novità assoluta dai tempi della Grande recessione (Covid a parte). Tuttavia la tregua con l'arcirivale cinese potrebbe fare pensare che in effetti la visione di fondo a Washington possa essere mutata sostanzialmente. È interessante la sintesi sulle prospettive future descritta da **Ombretta Signori**, head of macroeconomic research and strategy di **Ofi**

Invest Am: «Alla luce di quanto visto, non sorprende la notizia che, da inizio anno, le famiglie americane hanno iniziato a risparmiare di più per tutelarsi dalla crescente incertezza e che le imprese, sempre più preoccupate, stiano rivedendo le loro decisioni sugli investimenti in chiave più prudente. Infine, è curioso notare che, se lo scopo dei dazi è ridurre il deficit commerciale con l'estero, attualmente sta succedendo l'opposto, dato che le aziende hanno acquistato grandi quantità di beni fuori dai confini Usa, allo scopo di accumulare scorte qualora gli aumenti dei prezzi tornassero in vigore. Tutto ciò dovrebbe causare un notevole balzo all'indietro dell'economia statunitense, in forte controtendenza con quanto osservato per tutto il 2024. Ma, oltre alle conseguenze delle politiche di Trump per il suo stesso paese, è importante capire quali saranno i contraccolpi nel Vecchio continente e nell'Eurozona. In questo caso, è importante distinguere tra il breve e il medio-lungo termine. Nel breve, l'imposizione di dazi del 10% dovrebbe avere conseguenze negative, a causa dello shock commerciale, e provocare una flessione della crescita del Pil dello 0,5%. Ovviamente, a tariffe maggiori corrisponde una flessione proporzionalmente più alta, tanto che, se si dovesse arrivare al 20%, la crescita dell'area euro diverrebbe sostanzialmente nulla».

NUMERI CONCRETI

L'intervento di Ombretta Signori è di particolare rilevanza proprio perché inserisce numeri concreti in uno status quo che potrebbe alla fine trasformarsi in un poco entusiasmante e alquanto precario compromesso. Un nuovo mondo in cui non è più giustificato il premio che negli ultimi anni gli investitori hanno attribuito agli asset statunitensi. Anche in questo caso, conviene abbinare qualche numero al ragionamento complessivo, cosa che fa in maniera molto chiara **Bert Flossbach**, co-fondatore di **Flossbach von Storch**: «Dopo la correzione registrata nel primo trimestre, la capitalizzazione di mercato delle società statunitensi è diminuita, mentre le previsioni sugli utili sono rimaste invariate. Ciò implica che, almeno secondo le stime degli analisti, l'azionario Usa è diventato "più conveniente". Tuttavia, con un rapporto prezzo/utili di poco inferiore a 21, per l'S&P 500 le valutazioni rimangono ben al di sopra della media storica, che si aggira intorno a 18. Ma un ritorno ai livelli di valutazione storici medi collocherebbe l'indice S&P 500 intorno a 4.860 punti, circa il



GIANNI PIAZZOLI

cio

**Vontobel Wealth Management
Sim**



Negli ultimi 20 anni, il mercato equity elvetico è stato uno dei più performanti al mondo, secondo solo a quello statunitense. Uno dei motivi principali è l'elevata qualità delle società quotate. Molte aziende locali soddisfano i criteri del "fattore qualità", una caratteristica che ha garantito una sovraperformance costante



13% in meno rispetto alla fine del trimestre e il 21% al di sotto del picco di febbraio. Se il P/E scendesse a 16, un livello comunemente considerato come un punto di ingresso interessante, l'indice arriverebbe a 4.320 punti, segnando una flessione del 30% rispetto al picco. Se però gli utili aziendali deludessero le aspettative, a causa di interruzioni legate ai dazi commerciali o di una successiva recessione, la soglia di valutazione considerata "di base" potrebbe abbassarsi ancora di più».



MENO AMERICA, PIÙ EUROPA

Queste parole sottolineano un fatto davvero inquietante, ossia che sarebbe sufficiente una normalissima recessione per dare il via a Wall Street a un bear market di non indifferenti proporzioni. Se poi si aggiunge il fatto che i profitti dei colossi della tecnologia sono stati sì elevatissimi negli ultimi anni, a fronte però di free cash flow più modesti per via degli enormi investimenti in Ai, le ragioni di inquietudine si moltiplicano ulteriormente. Alla cautela invita, ad esempio, **Marco Pirondini**, cio di **Amundi Us**: «Ci aspettiamo che l'era del dominio del mercato statunitense da parte di una manciata di aziende diminuisca nei prossimi anni. Per i titani della tecnologia, gli ingenti investimenti potrebbero comportare una crescita più lenta dei profitti in una fase di spesa per certi versi speculativa: non tutti i grandi progetti si riveleranno vincenti». Vista la concretezza di tali pericoli, l'atteggiamento delle principali banche centrali, che appaiono avviate (pur non del tutto convinte) a ritornare a politiche monetarie molto lassiste, e il livello ancora decente dei rendimenti lungo lo spettro del reddito fisso, sembra innanzitutto inevitabile ridurre un po' l'esposizione azionaria nel suo complesso. Anche se va detto che sarebbe insensato rimanere troppo scarichi di equity dal momento in cui vi è il fondato rischio di mancare la successiva ripresa, che potrebbe rivelarsi rapida. In questo stretto sentiero, una possibile soluzione è senz'altro da ricercare in Europa, anche se la diversificazione su questo lato dell'Atlantico va operata in maniera prudente e intelligente. Sicuramente oggi la narrazione sull'economia e le aziende del Vecchio continente è mutata in maniera radicale rispetto al cupo pessimismo di qualche mese fa.

Resta, però, il fatto che si sta pur sempre parlando di listini notevolmente ciclici, che peraltro hanno già registrato nell'ultimo biennio un

buon rimbalzo. In questo complesso contesto, la parola d'ordine sembra essere "qualità", un concetto mai definibile al 100%, ma che si potrebbe rendere concreto rivolgendosi a quelle aziende in grado di coniugare una forte capacità di imporre prezzi elevati (derivante da un marcato vantaggio competitivo) con la presenza di un management efficiente che trasla tutto ciò in utili solidi e strutturalmente in crescita.

IL RIFUGIO SVIZZERO

Azioni di questo tipo non solo permetterebbero agli investitori di sopravvivere in qualche maniera all'ignoto contingente, ma anche di essere ben posizionati nella realtà in nuce di molto parziale de-dollarizzazione in senso lato. Interessante appare la proposta di **Gianni Piazzoli**, cio di **Vontobel Wealth Management Sim**: «Oltre alla valuta, meritano attenzione le azioni svizzere. Negli ultimi 20 anni, il mercato equity elvetico è stato uno dei più performanti al mondo, secondo solo a quello statunitense. Uno dei motivi principali è l'elevata qualità delle società quotate. Molte aziende locali soddisfano i criteri del "fattore qualità", una caratteristica che ha garantito una sovraperformance costante su scala globale per oltre 30 anni. A nostro avviso, gli asset svizzeri di qualità, inclusi i titoli azionari, rimangono interessanti per gli investitori stranieri, soprattutto alle attuali valutazioni valutarie eque».

Il caso delle società della Confederazione è emblematico, poiché si tratta di gruppi basati in un'economia aperta, di piccole dimensioni e circondata da un colosso come l'Eurozona strutturalmente in stagnazione o quasi. L'apertura dei mercati dei capitali locali ha poi generato un notevole afflusso di denaro che ormai da un quindicennio posiziona il franco svizzero come una delle divise più forti del

pianeta. Tutto ciò per dire che le multinazionali presenti nel Paese hanno dimostrato di sapere prosperare in una moltitudine di scenari non dei più facili. Si tratta di caratteristiche certamente da non disprezzare nel paradigma relativamente deglobalizzato ormai dato per scontato, qualità peraltro che si trovano in quasi tutto il Continente, Italia inclusa. Dall'altra parte, allo stato attuale, non può mancare neppure una componente più squisitamente difensiva nel proprio portafoglio equity. Rendimenti obbligazionari in calo e nubi nere macroeconomiche ovviamente favoriscono vari gruppi che potrebbero essere definiti come bond-proxy, ovvero aziende in grado di generare flussi di cassa stabili magari accompagnati da solidi dividendi. Anche in questo caso, però, le necessità immediate si possono coniugare con una prospettiva di più lungo periodo.

INFRASTRUTTURE RESILIENTI

Un esempio calzante di strategia azionaria difensiva viene fornito da **Saira Malik**, head of equity and fixed income, chief investment officer di **Nuveen**: «Tra le asset class, le azioni con un profilo più difensivo, che in un contesto come l'attuale sono quelle con minori entrate legate al commercio globale, potrebbero resistere meglio alla tempesta dei dazi rispetto ad altre aree del mercato. Le società dividend grower dovrebbero continuare a beneficiare della flessibilità del capitale e della solidità dei bilanci per contribuire a mitigare le pressioni sui costi. Anche le imprese di infrastrutture sembrano resilienti, poiché i loro ricavi provengono da contratti a lungo termine o concessioni che utilizzano i loro asset materiali per fornire servizi essenziali per i quali la domanda è generalmente stabile anche in contesti economici difficili». L'esempio delle infrastrutture appare particolarmente pregnante, perché si tratta di un ambito che oggi presenta un profilo sia difensivo, sia growth. Molte delle maggiori economie del mondo stanno infatti puntando su un nuovo ciclo di ammodernamento del proprio stock di capitale fisico per innescare un circolo virtuoso di crescita endogena. Se questo approccio finora aveva riguardato soprattutto grandi economie emergenti, oggi la Germania è uno dei fulcri.

UN RUOLO PER GLI EMERGENTI

Dunque, l'investitore in equity europeo dovrebbe puntare soprattutto su nomi dominanti a livello internazionale ed esposti a temi di ri-localizzazione dei driver di generazione del Pil; meglio ancora, poi, se entrambe le caratteristi-



SAIRA MALIK
head of equity and fixed income,
chief investment officer
Nuveen



Tra le asset class, le azioni con un profilo più difensivo, che in un contesto come l'attuale sono quelle con minori entrate legate al commercio globale, potrebbero resistere meglio alla tempesta dei dazi rispetto ad altre aree del mercato



che sono presenti. E, non del tutto sorprendentemente, questa tesi può essere adattata anche ad alcuni protagonisti dell'universo in via di sviluppo. L'ottica è sempre quella della (parziale) ridefinizione di un sistema America-centrico in cui commerci regionali e spinte endogene allo sviluppo coesistono e si alimentano a vicenda. **Qian Zhang**, investment specialist di **Baillie Gifford**, oltre a questi aspetti, rimarca anche che diversi protagonisti dell'insieme degli emerging si stanno muovendo lungo una triplice direzione: oltre ai due fattori appena enumerati, il gestore sottolinea anche l'importanza del ruolo di connector economies fra i grandi blocchi rivali: «Nonostante le preoc-

cupazioni per i dazi e le tensioni geopolitiche, le prospettive a lungo termine per i mercati emergenti restano interessanti. Molti di questi paesi stanno raddoppiando gli scambi commerciali tra loro e con entrambi i lati delle divisioni geopolitiche. I commerci intraregionali sono ai massimi storici. Il modo per gestire l'incertezza sui dazi è riconoscere che le notizie principali hanno spesso un impatto a breve termine sul sentiment e astenersi dal fare trading sulle news. L'importante è rimanere concentrati sulle tendenze strutturali di lungo periodo che si stanno verificando e detenere società di alta qualità in grado di trarne beneficio. Sebbene i dazi e le restrizioni commerciali possano spostare il flusso delle merci, raramente bloccano del tutto gli scambi: le aziende si adattano, le catene di approvvigionamento si evolvono ed emergono nuove opportunità».

IL COEFFICIENTE DI RAZIONALITÀ

Zhang, inoltre, sottolinea che tutto questo ben di Dio quota a valutazioni tuttora fortemente a sconto: «Il potenziale di rivalutazione del capitale nei mercati emergenti rimane significativo, soprattutto dopo che anni di deflussi hanno lasciato molte piazze sottoinvestite. Grazie al miglioramento della resistenza economica, all'espansione dei consumi della classe media e alle aziende che competono a livello globale, questi paesi sono posizionati per una nuova era di crescita sostenibile. Per gli investitori disposti a guardare oltre il breve termine, le opportunità emergenti non sono mai state così interessanti».

Il discorso sui multipli dell'equity Em permette di considerare le diverse analisi come un ammonimento: con il mondo che si è dischiuso nelle ultime settimane, è probabilmente nata anche una nuova metodologia di valutazione delle attività di vari paesi che, fra il serio e il faceto, potremmo chiamare coefficiente di razionalità. Per inquadrare tutto ciò, vale la pena volgere lo sguardo a due grandi nazioni in via di sviluppo: il Brasile e l'Indonesia, i cui asset hanno sofferto di recente sprazzi di intensa volatilità, perché le politiche messe in essere in entrambi i contesti sono state considerate eccessivamente populiste, irrazionali e insostenibili. Ecco: siamo entrati in un paradigma in cui l'intero budget di tolleranza verso atteggiamenti pittoreschi (lungo tutto lo spettro ideologico) è stato abbondantemente esaurito da Trump. Tutti i concorrenti degli Usa, se intendono attirare capitali, è meglio che si comportino seriamente mostrando un robusto coefficiente di razionalità al mondo.

Tanti bond a prova di Trump

Nonostante la volatilità dei mercati finanziari, le obbligazioni, in un contesto di riduzione del costo del denaro, fungono da buon diversificatore all'interno di un portafoglio. Allungare la duration dei titoli di stato core ed essere cauti sui titoli a spread è una strategia che trova ragione d'essere in uno scenario difficile da leggere. Il vero punto di domanda è come evolverà la situazione negli Stati Uniti, dove i Treasury si sono ripresi molto meno dell'azionario dopo la parziale marcia indietro di Trump, e se il rallentamento economico avverrà con una discesa dei prezzi al consumo o se, al contrario, si sarà risucchiati da una dinamica stagflativa. In questo secondo caso, le banche centrali si troverebbero a gestire una situazione estremamente complicata. Ciò che appare però evidente è che gli investitori, in particolare nell'ambito del reddito fisso, sono diventati sempre più guardinghi nei confronti di misure politiche governative che non siano state debitamente ponderate

Prima di delineare l'approccio migliore per

costruire un portafoglio fixed income in grado di ben performare nei prossimi mesi (possibilmente a fronte di un ammontare ragionevole di volatilità), è necessario analizzare l'atteggiamento di Fed e Bce. La Banca centrale che governa la valuta di riserva del pianeta sta finora mantenendo un atteggiamento estremamente prudentiale o, come si usa dire oggi, data-driven. Jerome Powell, che per questo motivo si è attirato le pesanti ire del presidente Trump, appare tutt'altro che convinto della fine della minaccia inflativa. Dall'altra parte, Francoforte ha invece operato l'ennesimo taglio del tasso di riferimento lo scorso aprile, che attualmente si posiziona al 2,25%. Visto il recente annuncio di politiche da keynesismo di guerra da parte della Germania, non pochi osservatori pensavano che Lagarde e soci avrebbero messo in pausa il processo di normalizzazione della politica monetaria in corso da mesi. La dicotomia cui siamo di fronte, invece, continua a perpetrare il mondo degli ultimi anni in cui l'America faceva festa e l'Europa tirava la cinghia.

RITORNO AL PASSATO

Probabilmente, però, anche su questo punto si sta arrivando al rush finale di questi anni di eccezionalismo statunitense: come si è visto nell'analisi sull'azionario, infatti, una sostanzia-



Nel breve termine, i timori sulla crescita potrebbero pesare sulla direzione dei tassi d'interesse più dell'impatto inflazionistico dei dazi. Per questa ragione, passiamo a una duration leggermente più lunga sui paesi core dell'Europa, restando più prudenti sui semi-core e i periferici



LAURENT DENIZE
global co-cio
Oddo Bhf

le stagnazione globale è quasi da mettere in conto in questo 2025. In un normale contesto di economia scadente, per quanto generato da circostanze pazzesche, alcuni segmenti del reddito fisso si trovano nelle condizioni di offrire una robusta correlazione negativa rispetto ad asset più rischiosi. Si tratterebbe, peraltro, di un ritorno a uno scenario comune in passato, come ricorda **Roberta Gastaldello**, managing director, head of financial intermediaries Italy di **Capital Group**: «Anche se si potrebbe evidenziare un potenziale di crescita inferiore rispetto a quello delle azioni, i titoli obbligazionari hanno dato

spesso prova nel passato di buona tenuta nelle fasi di ribasso dei mercati azionari. Il sell-off di mercato del 2022 si è differenziato dagli altri, perché molti bond non hanno svolto il loro ruolo tradizionale di bene rifugio. Ma nelle cinque flessioni precedenti al 2022, le obbligazioni rappresentate dall'indice Bloomberg Us Aggregate sono salite per quattro volte e non hanno mai perso più dell'1%». D'altronde, il processo di riduzione del costo del denaro (per quanto, come visto in apertura, non privo di contraddizioni), unito a rendimenti dei governativi core ancora decenti, sicuramente rappresenta un punto di partenza favorevole

per diversificare tra questi titoli di stato. Avere la possibilità di proteggere il proprio portafoglio, allungando la duration e stando cauti sulle attività a spread, sicuramente costituisce una calda e familiare possibilità in un quadro globale impazzito.

Non sorprende, dunque, il posizionamento di un money manager come **Laurent Denize**, global co-cio di **Oddo Bhf**, che sembra seguire un paradigma classico: «Nel breve termine, i timori sulla crescita potrebbero pesare sulla direzione dei tassi d'interesse più dell'impatto inflazionistico dei dazi. Per questa ragione, passiamo a una duration leggermente più lunga sui paesi core dell'Europa, restando più prudenti sui semi-core e i periferici. Considerando l'impatto inflazionistico a lungo termine dei programmi di stimolo e dei dazi, preferiamo la parte intermedia della curva rispetto a quella lunga. Restiamo cauti sul rischio di credito, sia in Europa, sia negli Usa. Poiché i livelli di spread sono ancora bassi, in termini assoluti, il compenso per un'incertezza sostanzialmente aumentata, per la volatilità dei mercati e per il rischio di recessione è insufficiente, in particolare per l'high yield a duration lunga. Al contrario, l'investment grade e l'high yield a duration breve dovrebbero continuare ad approfittare di rendimenti ancora allettanti».

Il tutto, però, si regge sull'assunto che, magari dopo qualche mese di accaparramenti da parte di consumatori nel panico, il protezionismo statunitense dovrebbe in realtà spingere i prezzi al ribasso dal momento che fiducia e propensione agli acquisti delle famiglie americane stanno già mostrando una certa fragilità. L'effetto potrebbe poi venire ulteriormente amplificato dalla debolezza dei corsi delle materie prime. Se così non fosse, però, e finissimo, invece, a dovere gestire un grave deterioramento macro e contemporaneamente uno shock inflativo esogeno, in pratica la famigerata stagflazione, per le banche centrali si aprirebbe una realtà di difficilissima gestione.

PAURA STAGFLAZIONE

Questa ipotesi viene considerata più che realistica da diversi investitori istituzionali. Indicativo al riguardo il commento di **Anthony Willis**, investment manager di **Columbia Threadneedle Investments**: «Quindi, se non stiamo ancora assistendo a una recessione negli Stati Uniti, che cosa ci dobbiamo aspettare? Riteniamo che l'esito più probabile sia la stagflazione. Ciò si tradurrebbe in una crescita economica statunitense molto lenta, intorno





FLAVIO CARPENZANO
investment director
reddito fisso
Capital Group



Nel complesso, i bilanci aziendali sono stati generalmente gestiti in modo prudente, il che dovrebbe significare che le società sono ben posizionate per superare le sfide poste da un contesto macroeconomico più incerto



allo 0,5%, e in un'inflazione tra il 3,5% e il 4%, con un aumento del tasso di disoccupazione dall'attuale 4,2% a circa il 4,7%. In questo scenario, la Fed sarebbe probabilmente molto più preoccupata dell'inflazione (e del mantenimento delle aspettative di inflazione) che del rallentamento della crescita o dell'aumento della disoccupazione a un livello, comunque, ben inferiore alla media trentennale». Dunque non bisogna assolutamente dare per scontato che la politica monetaria globale, per quanto in via di allentamento, riprenda il ruolo di salva-tutto assunto lo scorso decennio.

Vi è inoltre un'altra considerazione da tenere a mente: oggi i mercati stanno mostrando una



sempre minore tolleranza verso atteggiamenti balordi da parte delle autorità politiche. Questo ammonimento sembra particolarmente calzante anche per il complesso del fixed income, nel quale vi sono già chiari segnali di bond vigilantism all'opera. E, pure in questa gigantesca classe di attivi, l'Europa è tornata a splendere rispetto agli Stati Uniti, come sottolinea in maniera netta **Nicolas Forest**, cio di **Candriam**: «Restiamo ottimisti sulla duration europea, soprattutto perché crescono gli interrogativi sullo status di bene rifugio dei Treasury statunitensi». Sarebbe però errato pensare che vi sia un brutto clima solo sul debito pubblico americano: basti ricordare che qualche settimana fa il Bund decennale ha perso 20 punti base in una sessione dopo l'annuncio dei piani di investimento da parte di Merz. Si tratta di un movimento che non si vedeva sul benchmark dei governativi tedeschi dal 1990. Si torna, dunque, al concetto di qualità che in qualche maniera taglia trasversalmente il tradizionale spettro di rischio.

OPPORTUNITÀ NEL CREDITO

Ed eccellenti opportunità si possono identificare anche nel credito, qualora si tengano a mente alcuni principi di buon senso. Innanzitutto, l'idea di Laurent Denize di tenersi cauti sul fronte della duration, nei casi in cui sia già presente un rischio creditizio rilevante, non si può non considerare ragionevole. Infatti, lo spettro della stagflazione rende comunque più elevato il rischio di errori nelle scelte di politica monetaria e, secondo **Mark Dowding**, fixed income cio di **Rbc BlueBay Am**, la possibilità di incorporare aspettative più alte di inflazione sul lungo periodo è reale: «Vorremmo anche sottolineare che tagliare i tassi quando l'inflazione è troppo alta rischia solo di aumentare la pressione al rialzo sui rendimenti delle obbligazioni a lungo termine e di causare l'irripidimento delle curve». Visti i chiari di

luna, infilare troppe incognite in un'equazione già complicata, allo scopo di ottenere alla fine un extra-rendimento non tanto alto, non costituisce una scelta particolarmente saggia.

Per quanto riguarda, poi, i fondamentali degli emittenti, vale la pena sottolineare che in tutto il mondo sta proseguendo un trend di rafforzamento dei bilanci delle aziende. In questo 2025, infatti, il paradigma appare opposto rispetto a quello del 2008. All'epoca privati e società venivano da anni di uso spropositato della leva, mentre nella condizione attuale sono gli stati a offrire un quadro finanziario piuttosto sgangherato. È interessante notare che il fenomeno è rilevante anche in un'economia notoriamente aggressiva come quella Usa. Un'analisi interessante sull'argomento viene proposta da **Flavio Carpenzano**, investment director reddito fisso di **Capital Group**: «Nel complesso, i bilanci aziendali sono stati generalmente gestiti in modo prudente, il che dovrebbe significare che le società sono ben posizionate per superare le sfide poste da un contesto macroeconomico più incerto. Lo dimostra, ad esempio, la leva finanziaria. Sia negli Stati Uniti, sia in Europa, il rapporto debito netto/Ebitda è ancora inferiore alla mediana post-Cfg (crisi finanziaria globale). Quello attuale è un periodo molto diverso dalla Cfg, quando il settore privato era indebitato e il debito pubblico era inferiore. Oggi la situazione è cambiata: le imprese e le famiglie hanno ridotto l'indebitamento, mentre i governi hanno incrementato i livelli di leva. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, la crescita del debito a lungo termine a bilancio delle società ha registrato una ripresa dai minimi del 2022/23, quando la Fed stava incrementando i tassi, eppure i valori complessivi rimangono modesti e rispecchiano il costo più elevato per l'attuale emissione di bond. Anche se la crescita dei tassi significa che le necessità di copertura degli interessi sono aumentate, il

High yield ed emergenti: con qualche precauzione si può

A questo punto viene spontaneo chiedersi che cosa fare degli high yield, dato che la recente volatilità ha allargato un minimo gli spread. Per quanto riguarda questa asset class, forse semplificando un poco, si può affermare che negli scenari più estremi è lecito attendersi un aumento della correlazione con l'equity. Se l'amministrazione Trump dovesse confermare e rafforzare il ritorno alla ragionevolezza non sarebbe implausibile ipotizzare una continuazione del relief rally di fine aprile e inizio maggio.

Al contrario, se si tornasse all'oltranzismo, si darebbe il via a ondate di vendite gigantesche. In entrambi i casi, i corporate di minore qualità mostrerebbero sviluppi molto simili a quelli delle azioni. Nello scenario intermedio, caratterizzato da un pesante rallentamento economico privo però di risvolti apocalittici, l'andamento con ogni probabilità mostrerebbe aspetti più idiosincratici. Il tutto però, non dimentichiamolo, nel contesto di una non strepitosa propensione al rischio generale.

IN CERCA DI NICCHIE

Per tale ragione, appare logico andare in cerca di nicchie che offrono ragionevoli prospettive di contenimento della volatilità. Un'interessante soluzione viene offerta da **Mark Munro**, gestore obbligazionario di **aberdeen Investments**: «Riteniamo particolarmente utile concentrarsi sulle obbligazioni corporate con rating BBB e BB. Questo sweet spot ha fornito alcuni dei migliori rendimenti aggiustati per il rischio nei mercati globali del credito. Negli ultimi 25 anni, un'allocazione 50/50 alle obbligazioni investment grade globali con rating BBB e alle obbligazioni high-yield globali valutate BB ha garantito rendimenti simili alle emissioni high-yield globali, ma con livelli di rischio più vicini alle obbligazioni Ig globali. Attualmente, un portafoglio 50% in BBB e 50% in BB fornirebbe un rendimento coperto dal dollaro Usa di circa il 5,8%, che si confronta positivamente con quello della liquidità del 4,3%».

EM, CORRELATI INVERSAMENTE AL DOLLARO

Un discorso non enormemente distante può essere applicato ai mercati emergenti: ovviamente in questo ambito bisogna muoversi con molta cautela, data l'importanza delle esportazioni negli Usa per diverse nazioni e la debolezza dei corsi delle materie prime, fondamentali per tante altre.

Allo stesso tempo, però, il debito Em è forse l'asset class più correlata (inversamente) all'andamento del dollaro. La fine di una lunghissima era, grosso modo 15 anni, di progressiva forza degli asset made in Usa indubbiamente presenta risvolti di opportunità quasi unici per le obbligazioni emerging. Peraltro, oggi si tratta di un complesso di bond dimensioni gigantesche, nel quale a prevalere sono i titoli in valuta locale, come specifica **Colin Graham**, co-head of sustainable multi asset solutions di **Robeco**: «Negli ultimi 20 anni l'asset class del debito emergente è cresciuta notevolmente, arrivando a una capitalizzazione di mercato superiore a 8 mila miliardi di dollari alla fine del 2024. Oggi rappresenta l'11% del mercato obbligazionario globale, con una crescita trainata soprattutto dalle emissioni in valuta locale, più che da quelle emesse in valute forti come il dollaro».

NO AGLI USA E AGLI ASPIRANTI VENEZUELA

In mezzo a questi asset è dunque possibile pescare il reddito fisso core del futuro, quello proveniente da economie e aziende responsabilmente gestite e dedite alla crescita, che questa volta avverrà soprattutto sulla base dell'integrazione regionale e di driver endogeni. È il caso di ribadire che il rispetto più rigido possibile dei fondamentali è di rigore nella propria selezione: il fatto che gli investitori obbligazionari non si fidino degli Stati Uniti orientati attualmente a destra non comporta certo un'apertura di credito nei confronti di aspiranti Venezuela.

loro livello rimane relativamente solido: esclusi i servizi di pubblica utilità, le società statunitensi presentano una copertura degli interessi superiore a 10,5x».

UNIVERSO AMPIO

Scegliendo emittenti caratterizzati da una gestione prudente e con un profilo di business meno esposto alla guerra commerciale, è possi-

bile, quindi, costruire un portafoglio investment grade che offra carry e rendimenti discreti. La buona notizia è che si tratta, tutto sommato, di un universo investibile relativamente ampio. Qualche numero interessante sul mercato Usa viene fornito dal Global credit research team di **Pgim Fixed Income**: «Oltre al punto di partenza favorevole per i fondamentali, la migrazione positiva del credito statunitense è

continua nel quarto trimestre del 2024, con un rapporto di upgrade/downgrade di 2,1 volte rispetto a 2,6 nel terzo trimestre del 2024. Per tutto il 2024, il rapporto è stato di 4,7. Ci aspettiamo che le tendenze continueranno a variare a seconda del settore e rimaniamo vigili sui segmenti più ciclici e dei consumi discrezionali, nonché sui comparti che potrebbero essere colpiti dai dazi in misura spropositata».



MARK MUNRO
gestore obbligazionario
aberdeen Investments



*Riteniamo particolarmente
utile concentrarsi sulle
obbligazioni corporate con
rating BBB e BB*



La fredda controllata forza di Pechino

Nel primo trimestre del 2025 il Pil cinese è cresciuto del 5,4%, un dato che è stato superiore alle attese, ma sulle prospettive dell'economia locale pesa la spada di Damocle dei dazi americani. Pechino ha risposto facendosi trovare pronta alle misure annunciate da Washington, prima che le due super-potenze si mettessero d'accordo su una tregua di 90 giorni. Quest'ultima lascia comunque in essere tariffe del 30% sulle importazioni provenienti dalla Repubblica Popolare. Nel frattempo, il mercato interno cinese è cresciuto, così come il commercio import-export nella regione, ma l'attività economica del Dragone potrebbe comunque subire dei contraccolpi per l'introduzione di queste misure commerciali. La sensazione è che il governo cinese sia pronto ad adottare una serie di misure a sostegno della propria economia, come è già stato dichiarato nell'ultima riunione del Congresso nazionale del Partito comunista. Le sfide che la nazione deve

affrontare rimangono però enormi: la crisi del settore immobiliare non è ancora alle spalle e la fiducia dei consumatori deve essere riguadagnata

Prima del cosiddetto giorno della liberazione, lo scorso 2 aprile, in cui Trump ha annunciato il varo di diversi dazi a tutto il mondo, la Cina sembrava ben avviata a una forte ripresa. Infatti, si stavano allineando molti elementi favorevoli, grazie soprattutto all'azione del governo, che sembra avere abbandonato le titubanze degli ultimi anni e ha iniziato a sostenere in maniera aperta la domanda delle famiglie. Il risultato di questo cambiamento risulta già visibile dai dati dei primi tre mesi del 2025, riportati nei suoi elementi di sintesi più importanti da **Jean-Marie Mercadal**, ceo di **Syncicap Asset Management** (partecipata di **Ofi Invest**): «Nel primo trimestre di quest'anno, la Cina ha registrato una crescita del 5,4%, al di là delle aspettative e delle previsioni del governo, che voleva raggiungere il 5% annuo. Questo successo si deve al fatto che, se si esclude l'immobiliare ancora un po' in affanno, tutti i settori stanno performando bene, soprattutto i consumi interni. Le



Sebbene i piani di mitigazione possano funzionare per dazi del 50%, aliquote superiori al 100% sono impossibili da mitigare persino per aziende con margini elevati e un forte potere di determinazione dei prezzi



CLAIRE HUANG
senior Em macro strategist
Amundi Investment Institute

vendite di elettrodomestici e di apparecchiature audiovisive ed elettroniche alle famiglie sono molto aumentate, grazie al sostegno governativo denominato “trade in program”, che incentivava la restituzione di vecchi apparecchi in cambio di nuovi).

BUONI NUMERI

In particolare, il commercio al dettaglio ha mostrato lo scorso marzo un incremento su base annuale del 5,9%, una cifra superiore alle attese. Si tratta di numeri che sicuramente inducono all'ottimismo, specialmente se si mettono a confronto con la contrazione dello 0,3% (la prima dal 2022) evidenziata dagli Usa in questo quarto iniziale di anno. Al tempo stesso, però, si sta parlando della fotografia di un passato, sotto molti punti di vista, diventato già remoto.

Infatti, nonostante il disgelo di maggio, il commercio fra le due più grandi economie del mondo rimane in uno stato precario. Nonostante la Repubblica Popolare abbia fatto passi in avanti notevolissimi nell'allargare il proprio mercato interno negli ultimi 15 anni e nonostante l'import-export regionale sia letteralmente esploso nello stesso periodo, rimane difficile per qualunque paese riuscire a immaginare la propria economia caratterizzata da fondamentali solidi compromettendo i rapporti con gli Stati Uniti. **Claire Huang**, se-

nior Em macro strategist di **Amundi Investment Institute**, tratteggia un quadro molto vivido della realtà del mondo, che si dischiuderebbe qualora gli equilibri si spezzassero: «Sebbene i piani di mitigazione possano funzionare per dazi del 50%, aliquote superiori al 100% sono impossibili da mitigare per-

sino per aziende con margini elevati e un forte potere di determinazione dei prezzi. Anche un'adesione temporanea a questa aliquota elevata ha conseguenze strutturali. I produttori cinesi devono sostenere i costi di reindirizzamento e delocalizzazione e le aziende che utilizzano fornitori cinesi devono rivedere le catene di approvvigionamento, sacrificando l'efficienza a favore della sicurezza politica. Nel pianificare gli investimenti per il prossimo decennio, le imprese si trovano di fronte a scelte costose: cambiare fornitori, uscire dai mercati e, in ultima analisi, accettare una riduzione dei margini di profitto».

ANCORA PIÙ CONVINZIONE

Dall'altra parte, non si può non notare un palese atteggiamento di fiducia da parte delle autorità di Pechino, che, a differenza di molti altri governi, non sembra che siano state prese di sorpresa. Sostanzialmente, finora la reazione a livello interno, come ricorda il team di analisti di **KraneShares**, si è limitata a portare avanti con ancora più convinzione scelte già in programma: «Abbiamo già assistito all'aumento del sostegno ai consumi nell'ultima riunione dell'Npc (Assemblea nazionale del popolo- n.d.r.)





JASMINE KANG
gestore del fondo
Comgest Growth China
Comgest



Il 2025 è l'ultimo anno del "Made in China 2025", un piano decennale lanciato nel 2015 per fare progredire la capacità industriale da un basso valore aggiunto a un alto valore aggiunto. Diversi studi indicano che la Cina ha raggiunto la maggior parte dei suoi obiettivi



e prevediamo ulteriori misure in arrivo. Riteniamo che le tariffe abbiano spinto i responsabili politici cinesi a fare ciò che avrebbero fatto comunque, ma in tempi più rapidi e in misura più significativa. In quest'ottica, si inseriscono anche gli incontri di Xi Jinping con gli imprenditori privati cinesi, che complessivamente sono responsabili dell'80% del mercato del lavoro locale. Un segnale dell'impegno del governo di Pechino a sostenere la creazione di nuovi posti di lavoro per supportare l'economia interna». Curiosamente, il caos di questi tempi è



arrivato proprio nel corso di un anno di per sé immaginifico: è infatti al termine il programma decennale "Made in China 2025". Si tratta di un insieme di ambiziosi progetti tesi a fare compiere al Dragone un salto quantico verso la complessità tecnologica e la catena del valore aggiunto. Un veloce consuntivo permette senz'altro di affermare che, pur con qualche contraddizione, i successi hanno superato abbondantemente i fallimenti. L'economia locale produce oggi di tutto, con posizioni di autentico dominio in alcuni degli ambiti più avanzati e strategici del pianeta e, secondo **Jasmine Kang**, gestore del fondo **Comgest Growth China** di **Comgest**, tutto ciò rende senz'altro più facile riportare la fiducia nel sistema: «Il governo cinese ha riconfermato il suo obiettivo di crescita del Pil del 5% circa per il 2025 e ha continuato a implementare misure di stimolo ai

consumi. Il presidente Xi ha incontrato i leader delle aziende per riaccendere lo spirito imprenditoriale. Il 2025 è l'ultimo anno del "Made in China 2025", un piano decennale lanciato nel 2015 per fare progredire la capacità industriale da un basso valore aggiunto a un alto valore aggiunto. Diversi studi indicano che la Cina ha centrato la maggioranza dei suoi obiettivi. Oggi il Paese vanta non solo la più elevata capacità industriale a livello mondiale, ma è anche una capacità altamente avanzata. I consumi interni cinesi sono rallentati negli ultimi anni, ma è sempre più evidente che ciò rientra semplicemente nel ciclo economico del Paese. Con qualche stimolo keynesiano, un rimbalzo è probabile. Strutturalmente, la questione più importante è se la Cina stia generando un maggiore valore aggiunto economico e i dati suggeriscono che sta facendo buoni progressi».

“

Un pacchetto di stimoli più imponente e varato più rapidamente potrebbe in parte attutire l'effetto della guerra commerciale ed è probabile, dunque, che si arrivi all'approvazione di tali provvedimenti

”



JAMES COOK
investment director
for emerging markets
Federated Hermes



SPERANZA DI TRATTATIVE

Dati gli scarsi margini di manovra, non bisogna però dare per scontato che Xi e soci corrano a buttare palate di soldi immediatamente e senza ritegno, perché un simile metodo potrebbe risultare persino controproducente. A parlarne è **James Cook**, investment director for emerging markets di **Federated Hermes**: «Un pacchetto di stimoli più imponente e varato più rapidamente potrebbe in parte attutire l'effetto della guerra commerciale ed è probabile, dunque, che si arrivi all'approvazione di questi provvedimenti. Il fatto che finora non sia stata annunciata nessuna misura di grande impatto non

significa che in futuro non ci saranno. Dopotutto, ci vuole tempo per preparare un pacchetto significativo: nel breve periodo, le probabilità che venga attuato sono limitate, dal momento che un simile passo dipende da una chiara comprensione di quali dinamiche si schiuderanno dopo i meeting bilaterali con l'America e altri paesi che svolgono il ruolo di intermediari».

GUADAGNO DI IMMAGINE

Meglio, perciò, essere cauti, anche perché ai vertici del Partito comunista cinese non è sfuggito l'indubbio guadagno di immagine ottenuto a livello globale mostrandosi calmi e persino spavalidi nei confronti di

Washington. Un atteggiamento di forza che potrebbe innescare una ripresa dell'asset di cui il Paese ha maggiormente bisogno: la fiducia dei cinesi. **Michael Altintzoglou**, portfolio manager presso **Flossbach von Storch**, pone l'accento proprio su questo aspetto e sostiene che molto del futuro dei mercati locali passa per un cambio di mentalità rispetto al cupo pessimismo degli ultimi anni: «Siamo convinti che l'allentamento delle normative e il ripristino della fiducia potrebbero essere uno strumento più efficiente rispetto ad ampie politiche monetarie e fiscali. Tutto ciò potrebbe implicare una riduzione del premio per il rischio politico in Cina, al contrario di quanto molti investitori pensano stia accadendo negli Stati Uniti, dove ritengono che sia aumentato. Soprattutto considerando che molte azioni di importanti aziende tecnologiche cinesi appaiono valutate in modo relativamente economico, rispetto alle loro controparti statunitensi, dopo anni negativi».

QUESTIONI PSICOLOGICHE

Dunque, il ritorno al ruolo di centro globale della crescita, secondo questa visione, dipende da questioni psicologiche più che legate ai numeri. Il problema della Cina attuale non è infatti la mancanza di ricchezza, ma la scarsissima voglia di metterla in gioco. I numeri forniti da **Kévin Net**, fund manager di **La Financière de l'Échiquier**, sono impressionanti: «Pensiamo che la Cina potrebbe implementare ulteriori misure mirate ai consumi, oltre al sostegno che abbiamo visto per elettrodomestici, prodotti elettronici e veicoli elettrici. La Cina, inoltre, ha recentemente cercato di ripristinare la fiducia dei consumatori, che è la chiave per sbloccare i 20 trilioni di dollari di depositi bancari delle famiglie. Per raggiungere questo obiettivo, il governo ha lavorato per rilanciare il sentiment del settore privato, che rappresenta ancora la stragrande maggioranza dell'occupazione urbana e della creazione totale di posti di lavoro». Quella che in teoria è ancora una nazione classificata ad alto medio reddito vanta quasi 15 mila dollari pro capite (inclusi, quindi, i bambini) parcheggiati su semplici conti correnti. Se si considera il fatto che la maggior parte del patrimonio delle famiglie è concentrato negli immobili, si ha un'idea di quanto de-

Growth tecnologico e value tradizionale

«Dal punto di vista tecnologico, il divario con gli Stati Uniti potrebbe chiudersi rapidamente. La Cina ospita quasi la metà del talento mondiale nel campo dell'AI, mentre gli Usa ne detengono meno del 20%. Ci sono più laureati cinesi nei campi della tecnologia, ingegneria e matematica che nel resto del mondo. Inoltre, i robot umanoidi di Unitree hanno fatto notizia quando hanno danzato a un gala di Capodanno: sono stati in grado di adattare i movimenti al ritmo della musica in tempo reale, grazie ad algoritmi avanzati di AI». Queste parole di Michael Altintzoglou, di Flossbach von Storch, costituiscono un valido punto di partenza per costruire una strategia sulle azioni della Repubblica Popolare che sia valida, sia in chiave difensiva, per sopravvivere alla contingenza, sia in un'ottica di maggiore respiro. Il sistema è già un'economia avanzata, che in questi anni ha trovato però sfogo soprattutto in esportazioni a prezzi estremamente contenuti. Ma ciò sta cambiando e vi sono ottime opportunità che la transizione si rifletta in scelte di portafoglio diverse rispetto a quelle che oggi vengono prese in Occidente. In pratica, come ricorda Victoria Mio, di Janus Henderson, la scelta più logica può essere puntare, sia su comparti squisitamente value, che traggono vantaggio dal sostegno pubblico, sia su temi growth: «È importante trovare un equilibrio tra la ricerca di esposizione al potenziale di crescita degli asset cinesi e la gestione della volatilità associata, con un'allocatione bilanciata su titoli cinesi difensivi ad alto rendimento, abbinata a un pacchetto di titoli ad alta crescita nei settori della catena di fornitura dell'intelligenza artificiale, dei consumi e della sanità».

CARATTERI UNICI PER LA TECNOLOGIA

In particolare, la tecnologia cinese presenta tratti pressoché unici rispetto alle controparti statunitensi. Innanzitutto, nonostante la ripresa dell'ultimo anno, i multipli sono ancora decisamente contenuti; inoltre, si tratta di un ecosistema in parte chiuso, sia a livello di servizi offerti, sia di infrastrutture tecnologiche sulle quali si basa. Non sorprendono, dunque, le scelte di **Markus Kronreif**, gestore Cee & global emerging markets di **Raiffeisen Capital Management**: «Le nostre preferenze vanno a settori che verranno supportati dalle misure di stimolo annunciate. Fra questi ricordiamo l'elettronica di consumo e la manifattura high-tech. Anche i leader domestici nel campo dell'intelligenza artificiale, quali ad esempio Alibaba, sono ben posizionati. Sul piano difensivo, ci piacciono le banche cinesi che sono caratterizzate da elevati dividendi. Esse, inoltre, sono rafforzate a livello patrimoniale dal programma di trasformazione in debito governativo delle passività dei cosiddetti Lgfv (Local government financing vehicle). Questi provvedimenti stanno aiutando gli istituti di credito locali a migliorare la qualità degli asset. Gli investitori dovrebbero focalizzarsi in generale su aziende con flussi di cassa stabili ed elevati, oltre che su una limitata dipendenza dagli Usa. Gruppi come Alibaba e Xiaomi corrispondono in maniera adeguata a questa descrizione. Entrambi, peraltro, vantano un comprovato track record di crescita in mercati emergenti caratterizzati da buone relazioni con la Cina. Fra essi, ad esempio, ricordiamo il Sud America e il Sud-Est asiatico».

GRANDE SOLIDITÀ PER I SERVIZI INTERNET

Inoltre, il variegato e gigantesco comparto dei servizi internet cinesi già riflette da un po' di tempo una solidità di risultati che rappresenta una merce preziosissima in questi tempi. Qualche rilevante esempio viene fornito da Jasmine Kang, di Comgest: «Per gli investitori quality growth, il rapido sviluppo della Cina e il mercato azionario dinamico presentano sia opportunità, sia sfide. Alibaba ha registrato una stabilizzazione della sua quota

naro potrebbe potenzialmente finire nei consumi.

PIANI DI EMERGENZA

Dunque, che cosa è lecito attendersi? E quando? Durante l'estate, qualche misura verrà probabilmente varata e **Victoria Mio**, portfolio manager di **Janus Henderson**, ricorda quanto è già stato discusso dalle autorità: «I policymaker hanno esortato a "portare avanti" l'attuazione delle misure di stimolo esistenti e hanno mostrato un certo senso di urgenza. Hanno inoltre chiesto la preparazione di "piani di emergenza adeguati", in modo da potere adottare ulteriori misure di stimolo nella seconda metà del 2025. Il governo ha quindi mantenuto al 5% "l'obiettivo di crescita del Pil per il 2025". Inoltre, Pechino dovrebbe dare priorità all'anticipo del pacchetto da 2.000 miliardi di renminbi annunciato in precedenza



Il governo ha (...) mantenuto al 5% "l'obiettivo di crescita del Pil per il 2025". Inoltre, Pechino dovrebbe dare priorità all'anticipo del pacchetto da 2.000 miliardi di renminbi annunciato in precedenza dall'Assemblea nazionale del popolo nel secondo trimestre



VICTORIA MIO
portfolio manager
Janus Henderson



di mercato nell'e-commerce e la capacità di produrre margini, pur impegnando ingenti investimenti nel business dell'intelligenza artificiale. Anche Tencent ha dichiarato solidi risultati per il 2024, con una buona crescita del fatturato e margini in espansione, e continua a fare evolvere WeChat in un'app per tutti gli usi, con buoni progressi nella monetizzazione di brevi video: l'azienda ha progetti per la ricerca e l'e-commerce e ritiene che l'AI generativa possa favorire una crescita più elevata più a lungo. Bene anche NetEase, che ha chiuso il 2024 con risultati di tutto rispetto, nonostante un anno difficile a causa di una base elevata nel 2023: per il prossimo anno prevediamo una riaccelerazione, alimentata dal lancio sostenuto di nuovi giochi. Infine Trip.com ha dichiarato buoni risultati, ma si aspetta margini più bassi in seguito all'investimento nelle attività all'estero».

ALLARGARE LA BASE DOMESTICA DEGLI INVESTITORI

Un altro aspetto interessante da considerare è il nuovo corso di Pechino, che prevede grande attenzione nei confronti dell'andamento delle borse. Se finora, infatti, la questione era stata trattata con un certo disinteresse da parte delle autorità, oggi il decollo di mercati dei capitali più maturi e partecipati sembra rientrare pienamente nelle strategie locali. Questo cambiamento di paradigma, per Jean-Marie Mercadal, di Syncicap Am (partecipata di Ofi Invest), dovrebbe portare a una maggiore stabilità sui listini domestici rispetto ad altre classi di attività, quali le azioni H: «Riteniamo che per attenuare la volatilità sia consigliabile creare portafogli che presentino un buon bilanciamento tra azioni cinesi scambiate in loco e azioni trattate a Hong Kong. Infatti, queste ultime oggi sono più volatili, perché più esposte ai flussi di capitali internazionali, mentre le autorità cinesi hanno preso molte misure per stabilizzare il mercato di Shanghai. Un esempio è la creazione di un fondo sovrano, interamente incentrato sull'azionario, che può essere periodicamente rifinanziato dalla Banca Popolare Cinese. Inoltre, anche altre istituzioni finanziarie, come le compagnie assicurative, sono incoraggiate a investire per sostenere l'azionario cinese, soprattutto in periodi difficili».

MA NON È TUTTO FACILE

La tesi alla base di tutte le strategie si può definire con le parole di Erik Lueth di L&G: «Il principio della sostituzione domestica già oggi sta guadagnando slancio e crediamo possa essere un trend secolare nei prossimi anni». Ma perché si riveli fruttifera sono necessarie alcune condizioni. Una è che continui il processo di risanamento finanziario allo scopo di mitigare l'impatto di una crisi immobiliare che non è comunque finita. Al riguardo è da valutare con interesse l'analisi di James Cook, di Federated Hermes: «La zavorra costituita dall'immobiliare sta diminuendo; i prezzi sono in via di stabilizzazione, mentre lo stock di immobili è decisamente minore. La quota (diretta e indiretta) di Pil fornita da questo comparto si è dimezzata, passando dal 30% al 15%. La manifattura a più basso valore aggiunto da tempo si sta spostando al di fuori della Cina verso regioni che offrono costi minori. La ristrutturazione delle catene di fornitura ha spinto molte società cinesi a implementare la propria capacità produttiva nel Paese allo scopo di servire il mercato domestico e al contempo di aggiungerne altra all'estero per soddisfare le esigenze della domanda globale».

FONDAMENTALE LA FIDUCIA

Il bicchiere è dunque mezzo vuoto o mezzo pieno? Rispondere a questa domanda riporta al concetto centrale di fiducia di cui hanno parlato molti gestori. Se le famiglie locali torneranno ad aprire i borsellini, accompagnando tale attività con un atteggiamento più maturo nei confronti dell'allocazione dei propri patrimoni, allora i prossimi anni vedranno il definitivo decollo di una Cina potenza mondiale e de facto slegata dall'Occidente. Altrimenti, tornerà a vivacchiare, sperando di rosicchiare quote di mercato nel commercio globale, con gli asset del Dragone destinati a rimanere sulle montagne russe.

dall'Assemblea nazionale del popolo nel secondo trimestre».

Circa 250 miliardi di euro al cambio attuale rappresentano sicuramente un bel gruzzolo, ma non certo un bazooka per un'economia come quella del Dragone. Si tratta però di un test importante per verificare la tesi esposta finora, cioè che il sistema dispone già di risorse più che adeguate senza bisogno di ricorrere a un forte indebitamento delle casse pubbliche. La leva fiscale dovrebbe servire soprattutto a continuare a migliorare un umore diffuso che sicuramente oscilla fra il timore del futuro e la coscienza dei propri mezzi, anche se va considerato che l'impalcatura del ragionamento esposto finora non è priva, né di rischi, né di incognite. La calma olimpica finora ostentata nei confronti dell'aggressività americana non deve fare dimenticare che i problemi endogeni con i quali la

Repubblica Popolare lotta da anni non sono spariti.

NON MANCANO I PROBLEMI

Un ammonimento di grande buon senso viene espresso da **Erik Lueth**, emerging market economist di **L&G**: «È difficile immaginare un'espansione sostenuta e duratura dei consumi interni della Cina senza una ripresa, o almeno una stabilizzazione, del suo comparto immobiliare, dato che la casa rappresenta ancora l'asset principale nel patrimonio di molte famiglie. Tuttavia, questa stabilizzazione sembra che sia stata avviata, perché, sebbene la costruzione di nuove abitazioni si stia ancora contraendo, le vendite mostrano segnali incoraggianti, grazie anche ai prezzi che stanno continuando a scendere. Bisogna aggiungere che anche il mercato del lavoro continua a mostrare segnali poco confortanti e noi di L&G riteniamo che la situazione diffi-

cilmente migliorerà in tempi brevi, vista la guerra commerciale in corso con gli Stati Uniti. Infine, nonostante il positivo andamento del Pil nel primo trimestre, la debolezza della domanda interna è confermata dalle forze deflazionistiche che ancora si osservano: prezzi al consumo, prezzi di produzione e tutti gli altri indicatori in riferimento al prodotto interno lordo su base annua restano in territorio negativo». In definitiva, la Repubblica Popolare è oggi un sistema con sfide enormi davanti e con risorse altrettanto ingenti (finanziarie e tecnologiche) per superarli. Segnali di rinnovato ottimismo, che indicano un quadro molto diverso rispetto a un anno fa, sono innegabili, ma il tunnel non è stato ancora lasciato alle spalle, né lo sarà nel giro di pochi mesi. Gli investitori possono tornare a guardare con fiducia agli asset locali, utilizzando però una prospettiva orientata al medio-lungo periodo.

Dazi, formule e la legge di Pareto

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

Dal 2 aprile sembra passata un'eternità. Sono bastati appena 100 minuti, in una tiepida giornata primaverile, per assistere al ritorno della volatilità. Il Vix sopra la soglia di 52 non si vedeva da oltre cinque anni, così come da tempo non si percepiva il senso d'incertezza che ha accompagnato le giornate dopo il discorso della Casa bianca. A differenza di molte altre volte, però, l'80% degli effetti generati sui mercati poteva essere chiaramente ricondotto a un singolo annuncio: l'introduzione dei dazi.

"Signora mia, tutto cambia e lei sta dietro, chissà per quanto reggerà la legge di Pareto..." cit. Pinguini Tattici Nucleari, CocaCola Zero.

Era il 1896 quando Vilfredo Pareto (economista italiano) teorizzò che l'80% degli effetti spesso è generato dal 20% delle cause.

Nel 1896 il nostro connazionale realizzò che l'80% del territorio italiano era posseduto dal 20% della popolazione. Questa osservazione lo portò a formulare il suo famoso enunciato.

Contestualizzato ai giorni nostri, probabilmente, Pareto avrebbe sottolineato che l'80% della volatilità osservata sui mercati, nel mese di aprile, è riconducibile all'incertezza derivante da chi, nel decile più ricco della popolazione, possiede poco più del 20% della ricchezza mondiale (il 5% della popolazione americana ne detiene a oggi tra il 30% e il 40%).

Tra le principali cause alla base di questa incertezza troviamo la formula applicata per l'introduzione delle tariffe commerciali. Secondo l'amministrazione, tali valori, rappresenterebbero quanto i Paesi esteri "avrebbero già imposto" agli Stati Uniti.

$$\Delta \tau_i = \frac{x_i - m_i}{\varepsilon * \varphi * m_i}$$

Questa formula in lettere può essere riassunta e letta come segue:

X_i = Esportazioni Us verso un paese;

M_i = Importazioni Us da un paese;

Epsilon=Elasticità alla domanda;

Phi=Fattore di aggiustamento.

Come fatto dal governo americano (Reciprocal tariff calculations – United States trade representative), attribuendo a φ il valore dell'elasticità e assegnando a Φ il valore di 0,25, elidendo i termini, si ottiene un calcolo che esprime le tariffe estere come la risultante della divisione tra il deficit commerciale americano (esportazioni –



importazioni) e le importazioni degli Stati Uniti derivanti da quello specifico paese. Proviamo a fare un esempio numerico. Se gli Stati Uniti presentano un deficit di 123 miliardi di dollari verso un paese come il Vietnam, da cui importano 137 miliardi di dollari, allora la barriera commerciale “contraria” agli Usa equivale a una tariffa di importazione di circa il 90%. Come risultante, è stato applicato un dazio reciproco pari ad almeno la metà (45%) di quanto “subito”, con l’obiettivo di dimezzare il deficit bilaterale.

Ciò che ha preso in “contropiede” il mercato e gli investitori è stato ignorare, come ipotizzato nella formula, i due elementi chiave riportati di seguito.

1) I Paesi non hanno veramente tariffe verso gli Stati Uniti dell’entità riportata nelle tabelle pubblicate. Se gli Stati Uniti importano di più dal Vietnam di quanto esportano è in realtà perché quest’ultimo ha un vantaggio comparato nel produrre beni a basso costo che in America sarebbe troppo caro produrre (Teoria degli scambi di Ricardo).

2) Per ridurre i dazi, un paese come il Vie-

tnam avrebbe dovuto aprire sedi produttive negli Stati Uniti (sacrificando i vantaggi comparati) o ridurre l’ammontare delle tariffe non in essere.

Tutto ciò, come già espresso, ha comportato una significativa accelerazione della volatilità, aumentata durante le fasi di inasprimento dei toni, diminuita, successivamente, alla riduzione e alla sospensione delle stesse tariffe pochi giorni dopo gli annunci.

L’incertezza, oggi, non sembra, però, passata. Sebbene i mercati appaiano capaci riprendere fiato, la causa alla base di questi movimenti rimane la possibilità di un rallentamento economico americano, a fronte di migliori indicatori anticipatori al di fuori degli stessi Stati Uniti. È presto per dire se questa tendenza caratterizzerà l’intero 2025, ma oggi rimane possibile attendersi un appetito per il rischio più cauto da parte degli investitori e una preferenza verso quelle aree geografiche e stili azionari più inclini alla crescita di breve periodo.

Abbiamo quindi assistito a un cambio di marcia tra il 2024 ed il 2025. Sappiamo che

la politica può impattare i mercati nel breve periodo, ma sul lungo termine, fondamentali di crescita e valutazioni tendono, generalmente, ad avere la meglio.

“Signora mia, (...) ieri ha visto una frase intelligente sul Facebook, si diceva che le giacche e le cravatte fanno più danni dei tattoo” – Coca Zero, Pinguini tattici Nucleari.

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’uso 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 vengono 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.

«L'oro è la più apolitica delle asset class»

a colloquio con Bert Flossbach

Quando recentemente i mercati azionari e obbligazionari hanno subito un crollo, il prezzo dell'oro ha raggiunto nuovi record. **Bert Flossbach** spiega i retroscena e, soprattutto, per quali motivi il metallo prezioso potrebbe rimanere importante anche in futuro.

Il prezzo dell'oro continua a salire. È un trend che va avanti da tempo. Ultimamente, però, c'è stata una spinta che è iniziata poco tempo dopo le elezioni presidenziali negli Stati Uniti...

«E non è certo una coincidenza. Dopo poche settimane dall'insediamento, Trump ha sconvolto il mondo con una politica caotica in materia di dazi, affari interni ed esteri. Gli alleati sono diventati nemici, i dazi un'arma e l'urgente necessità di ridurre la burocrazia una purga ideologica. Trump sta minando la separazione dei poteri e sembra volere prendere il controllo del Paese con un colpo di stato post-democratico dall'alto. Ciò indebolisce l'economia, l'istruzione e la ricerca e non renderà l'America "great again"».

Qual è il ruolo dell'oro in questa

situazione molto particolare creata dall'amministrazione Usa?

«L'aumento del prezzo dell'oro riflette il crescente potenziale di conflitto nel mondo e la preoccupazione per l'elevato debito pubblico e l'indipendenza della Fed sotto Trump. Il presidente della Banca centrale, Jerome Powell, è costretto a fare da capro espiatorio per gli errori del governo. I dazi elevati indeboliscono l'economia e le aziende particolarmente colpite. In questo contesto, diversificazione e flessibilità sono ancora più importanti per gli investimenti. L'oro è l'asset class più apolitica al mondo: le banche centrali e gli investitori in alcune regioni del pianeta vogliono proteggere le loro riserve valutarie dall'accesso del governo statunitense e l'unico attivo grande e liquido che lo consente è il metallo giallo».

I titoli di stato americani, soprattutto se emessi in dollari, valuta di riferimento mondiale, erano considerati un bene rifugio. È cambiata la situazione?

«I rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi sono aumentati nella fase calda



BERT FLOSSBACH
cofondatore, proprietario
e senior portfolio manager
Flossbach von Storch SE

all'inizio di aprile, quando si sono registrate perdite significative sul mercato azionario. In passato, durante le fasi di turbolenza delle piazze finanziarie, erano diminuiti perché i prezzi erano saliti in seguito a una maggiore domanda. Naturalmente, i titoli governativi statunitensi sono ancora richiesti in tutto il mondo. Tuttavia, i dubbi stanno aumentando».

A che cosa è dovuto?

«È una questione di fiducia. Fiducia nel governo, nell'indipendenza della Fed, che è stata messa in dubbio da un presidente imprevedibile, e contro la quale, quasi ogni giorno, arrivano annunci minacciosi da Washington. Ad esempio, che i titoli di stato statunitensi potrebbero essere confiscati dal governo americano o soggetti a una tassa sulle transazioni, come ha suggerito il presidente degli Stati Uniti nell'ambito di un possibile "accordo di Mar-a-Lago"».

Già prima di Trump i titoli obbligazionari erano al centro dell'attenzione dei mercati...

«Esatto, tutto ciò che stiamo vivendo ora avviene in un contesto in cui i beni reali sono richiesti per ragioni fondamentali. Il debito pubblico è aumentato in modo massiccio e continuerà a crescere in Europa, Cina e Stati Uniti. Allo stesso tempo, i costi dei nuovi prestiti sono in parte notevolmente più elevati rispetto all'epoca dei tassi zero o negativi. Più i vecchi prestiti devono essere rifinanziati a costi elevati e più rapidamente aumenta l'indebitamento complessivo, più diventa costoso per i debitori».

In questo contesto, è aumentato soprattutto il prezzo dell'oro. A cosa è ascrivibile questo apprezzamento?

«È naturalmente dovuto alla domanda di un bene limitato. Un quarto di secolo fa con un euro si otteneva 10 volte più oro di oggi. Si tratta di un massiccio deprezzamento della moneta unica nel giro di una generazione, che mette sempre più in discussione la pratica comune di molti risparmiatori di parcheggiare il denaro in liquidità».

Chi sono oggi i principali acquirenti?

«Nel 2024, gli acquisti netti di oro da parte delle banche centrali hanno superato 1.000 tonnellate per il terzo anno consecutivo. Tra i maggiori acquirenti figuravano le banche centrali cinese, indiana, polacca e turca».

Quali sono le conseguenze di tali acquisti per il mercato dell'oro?

«La domanda strategica da parte delle banche centrali, dei governi, ma anche degli investitori con una visione a lungo termine, riduce in modo permanente l'ammontare di oro disponibile. In altre parole: gli strateghi riducono la quantità (limitata) di oro ancora a disposizione degli investitori tattici. È poco probabile che decidano di rimettere sul mercato il metallo prezioso nel prossimo futuro».

E gli acquirenti privati?

«Naturalmente, il prezzo dell'oro ha recentemente beneficiato anche del sostegno degli investitori finanziari, che per lungo tempo si erano astenuti dall'acquisto. Questi non comprano oro fisico, ma Etc, che nella maggior parte dei casi sono garantiti dalla materia prima in questione. Nel primo trimestre del 2025, le riserve globali di oro degli Etf sono aumentate di circa 160 tonnellate, superando quota 2.700 tonnellate. Già allora si era arrestata la tendenza al ribasso degli anni precedenti, ma in aprile quest'ultima ha subito un'ulteriore accelerazione».

Quindi è iniziato tutto prima degli innumerevoli annunci sui dazi?

«Sembra proprio di sì. L'aumento delle riserve auree degli Etf prima delle turbolenze di mercato può sicuramente essere dovuto anche a un effetto di riequilibrio. L'ottima performance del mercato azionario statunitense negli ultimi anni ha reso gli investimenti in oro poco appetibili per gli investitori orientati al rendimento. Ora, però, il rally delle borse sta rallentando e, allo stesso tempo, la situazione geopolitica si sta aggravando. Inoltre, sono emerse preoccupazioni che Trump possa mettere a rischio l'indipendenza della Fed e indebolire il dollaro

Usa. Ciò ha rafforzato il ruolo del metallo prezioso, che ha pienamente adempiuto al suo scopo durante le turbolenze».

Qual è la funzione dell'oro rispetto ad altre asset class come le azioni o le obbligazioni?

«L'oro è denaro, la valuta di ultima istanza. Serve come riserva di valore e ha svolto questa funzione per migliaia di anni. Per noi questo metallo prezioso è un'assicurazione, una protezione contro i rischi in tempi di crisi, quando la fiducia nel nostro sistema monetario e finanziario viene meno. Nel nostro fondo multi-asset più grande, Flossbach von Storch-Multiple Opportunities II, disponibile anche in Italia, la quota in oro si è recentemente attestata intorno al 10%».

Questo è stato uno dei motivi per cui durante la crisi ha ottenuto risultati nettamente migliori rispetto ai corrispondenti indici azionari?

«Gli ultimi sviluppi dimostrano ancora una volta che diversificazione e flessibilità negli investimenti non sono parole vuote. Ciò vale non solo per l'oro, ma anche per la selezione dei titoli azionari in un portafoglio, dove qualità, resilienza e prospettive commerciali e redditizie prevedibili sono per noi fondamentali».

Lei investe in oro da molti anni. In Germania, dove la sua società è diventata in una generazione il più grande gestore patrimoniale indipendente, è stato uno dei primi a utilizzare sistematicamente l'oro come asset class strategica. Gli ultimi sviluppi confermano questa decisione strategica?

«Gli attuali sviluppi sottolineano la ragion d'essere dell'oro in un portafoglio diversificato. Ovviamente, avremmo preferito uno sviluppo diverso. Stiamo vivendo una crisi, sia politica, sia economica, che si riflette attualmente sui mercati finanziari e il recente rialzo dell'oro non è quindi motivo di gioia. Anche chi detiene questa materia prima dovrebbe guardare all'aumento dei prezzi con sentimenti contrastanti».

Una grande trasformazione in corso

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



Il settore biotech è entrato nel 2025 in una fase di profonda trasformazione. Dopo un lungo periodo segnato da volatilità e incertezza, si osservano segnali concreti di consolidamento, con una crescita strutturale che proietta il valore complessivo del mercato biopharma oltre 600 miliardi di dollari entro il 2026. Il comparto si conferma il motore trainante dell'innovazione, sospinto da un'accelerazione tecnologica senza precedenti, che nasce dalla convergenza tra ricerca scientifica avanzata e applicazione diffusa dell'intelligenza artificiale.

A dominare il panorama competitivo sono i grandi attori consolidati come Vertex Pharmaceuticals, Moderna, Gilead Sciences e BioNTech, mentre una nuova generazione di startup agili e specializzate spinge ulteriormente i confini delle terapie geniche, cellulari e Rna-based. L'approssimarsi del cosiddetto "patent cliff" da 300 miliardi di dollari, con numerose scadenze brevettuali previste nei prossimi anni, sta accelerando il ricorso a strategie aggressive di fusione, acquisizione e collaborazione.

La crescita del settore è alimentata da quattro direttrici fondamentali. In primo luogo, l'innovazione scientifica continua a produrre terapie di frontiera, dal mRNA terapeutico all'editing genomico Crispr fino alle terapie Car-T e apre nuo-

ve prospettive in aree ad alto bisogno clinico. In parallelo, l'adozione estesa dell'intelligenza artificiale sta ridisegnando i paradigmi dello sviluppo preclinico e clinico, riducendo tempi e costi. A ciò si aggiunge una rinnovata spinta verso operazioni di M&A, mirate a integrare pipeline e competenze critiche in modo rapido. Infine, l'espansione nei mercati emergenti, in particolare in Cina e America Latina, rappresenta una leva strategica per ampliare l'accesso e diversificare i rischi geografici.

Tuttavia, il contesto globale presenta anche rilevanti elementi di incertezza. I rischi geopolitici, le pressioni crescenti sui prezzi farmaceutici e la complessità regolatoria in evoluzione potrebbero frenare l'espansione del settore, imponendo alle aziende biotech una crescente capacità di adattamento e resilienza strategica.

ANALISI SWOT

Punti di forza

- **Leadership globale nell'innovazione biologica:** il biotech guida la scoperta di nuove terapie in aree ad alto bisogno clinico.
- **Pipeline robusta:** significativa presenza di farmaci first-in-class in sviluppo.
- **Integrazione di Ai e automazione:**

accelerazione dei tempi di ricerca e riduzione dei costi operativi.

- **Sostenuto interesse da parte degli investitori istituzionali:** sia nel venture capital, sia negli equity public market.

Debolezze

- **Tempistiche lunghe di sviluppo:** il percorso da scoperta ad approvazione resta complesso e rischioso.

- **Dipendenza da politiche pubbliche:** rischi legati a regolamentazioni sui prezzi e rimborsi.

- **Fragilità delle biotech early-stage:** forte esposizione a volatilità di mercato e difficoltà di funding in caso di deterioramento macroeconomico.

Opportunità

- **Espansione nei mercati emergenti:** in particolare Cina e America Latina.

- **Crescita delle biotecnologie platform-based:** ad esempio, mRNA, Crispr e terapia genica.

- **Aumento dei finanziamenti non diluitivi:** royalty financing e debito strutturato in forte crescita.

Minacce

- **Pressione sui prezzi farmaceutici:** aumento dei controlli governativi e negoziazione dei rimborsi.

- **Rischi geopolitici:** instabilità in mercati chiave e tensioni commerciali globali.

- **Concorrenti emergenti:** nuove aziende asiatiche e piattaforme alternative stanno aumentando la competizione.

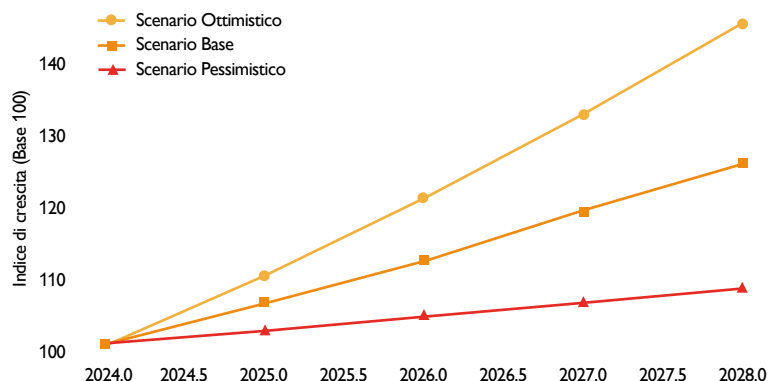
ANALISI DEL RISCHIO GEOPOLITICO

Il 2025 si preannuncia come un anno in cui i fattori geopolitici avranno un impatto significativo sull'industria biotech globale, condizionando strategie di mercato, flussi di investimento e processi regolatori.

Negli Stati Uniti, l'implementazione dell'Inflation Reduction Act (Ira) continuerà a esercitare una pressione crescente sui prezzi dei farmaci innovativi. In particolare, il programma di negoziazione dei prezzi da parte del Medicare rischia di ridurre i margini per le aziende biotech, che storicamente dipendono dalla ca-

FIGURA 1 - PREVISIONI CAGR DEL MERCATO BIOTECH (2024-2028)

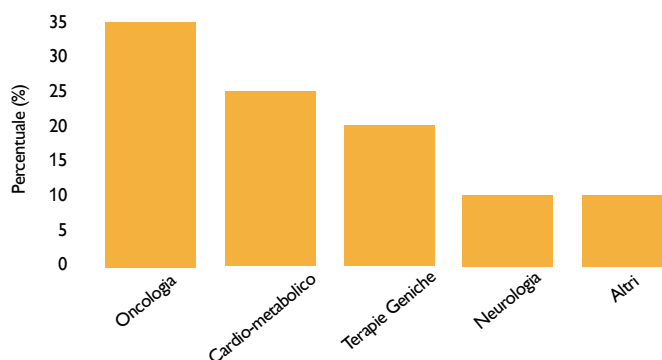
Andamento dell'indice di crescita nei tre scenari (ottimistico, base, pessimistico).



Fonte: I dati sono basati su proiezioni tratte dal report "Biopharma Market Update 2025" di Stifel Financial Corp

FIGURA 2 - DISTRIBUZIONE DEGLI INVESTIMENTI BIOTECH PER AREE TERAPEUTICHE (2025)

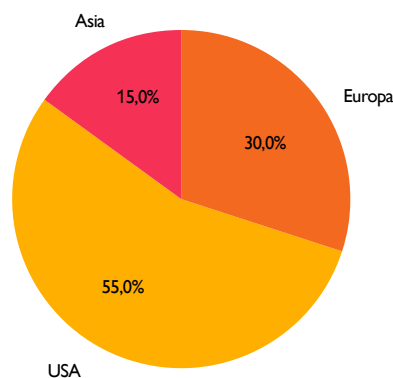
Ripartizione stimata degli investimenti nelle principali aree terapeutiche: oncologia, cardio-metabolico, terapie geniche, neurologia e altri



Fonte: "2025 Global Life Sciences Outlook" di Deloitte e "Biopharma Trends 2025" di Boston Consulting Group

FIGURA 3 - DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DELLE OPERAZIONI M&A BIOTECH (2025)

Analisi della localizzazione geografica delle operazioni di fusione e acquisizione previste per il 2025, con prevalenza di attività negli Stati Uniti



Fonte: "Life Sciences 2025 Outlook" e "Biopharma Market Update 2025"

pacità di commercializzare farmaci ad alto costo per finanziare lunghe e complesse fasi di R&D. Le biotech più vulnerabili saranno quelle con pipeline focalizzate su terapie rivoluzionarie, ma di costo elevato, mentre potrebbero emergere opportunità per le società attive su target ad

ampio accesso o su terapie più economiche. La nuova amministrazione repubblicana potrebbe rivedere alcuni aspetti dell'Ira, ma un'inversione completa delle politiche sui prezzi sembra improbabile.

In Europa, la Commissione Europea ha lan-

TABELLA 1 - COME DETERMINATI EVENTI CHIAVE POSSONO RAFFORZARE O INDEBOLIRE L'ALLINEAMENTO A CIASCUNO SCENARIO (TECNICA ACH, ANALISI DELLE IPOTESI IN COMPETIZIONE)

Indicatore	Scenario Ottimistico	Scenario Base	Scenario Pessimistico
Crescita del Venture Capital Biotech	+1	+1	-1
Accelerazione dell'adozione Ai	+1	+1	0
Stretta regolatoria Usa sui prezzi	-1	0	+1
Condizioni macroeconomiche globali	+1	0	-1
Intensità M&A strategiche	+1	+1	0
Successo delle pipeline innovative	+1	0	-1

(+1 = Coerente, 0 = Indifferente, -1 = Contrario)

ciato l'iniziativa “Boosting biotechnology and biomanufacturing” per affrontare la cronica lentezza dei processi regolatori e stimolare gli investimenti in ricerca, sviluppo e produzione. Le misure previste includono una semplificazione delle procedure di approvazione, incentivi fiscali e un aumento dei finanziamenti per l'early stage. Tuttavia, il problema della frammentazione regolatoria tra i diversi stati membri dell'Ue persiste: l'assenza di un quadro armonizzato continua a ritardare la commercializzazione di nuovi prodotti biotech e a limitare la competitività globale della regione rispetto a Usa e Cina. Senza un effettivo coordinamento, il rischio è che l'Europa rimanga indietro nella corsa globale all'innovazione. La Cina rappresenta un'opportunità ambivalente. Da un lato, l'espansione dei programmi nazionali in biotecnologia, il crescente numero di clinical trial internazionali e il boom delle biotech locali offrono possibilità di partnership, licensing e accesso a un enorme mercato in rapida evoluzione. Dall'altro, permangono rischi significativi: il quadro normativo rimane opaco, il rispetto dei diritti di proprietà intellettuale è ancora incerto e le tensioni commerciali con gli Stati Uniti possono esporre le aziende occidentali a cambiamenti regolatori improvvisi o restrizioni all'export di tecnologie sensibili. Oltre a queste tre macro-aree, altri fattori geopolitici secondari potrebbero influenzare il settore: l'instabilità in alcune zone dell'America Latina, la competizione tecnologica tra blocchi Usa-Europa-Cina e l'emergere di nuove normative globali sulla sicurezza dei dati genetici e biologici potrebbero creare nuove barriere operative per le biotech multinazionali.

Sintesi del rischio geopolitico per il biotech nel 2025:

- **rischio alto** negli Stati Uniti per impatti regolatori sui prezzi;
- **rischio moderato** in Europa per inefficienze procedurali persistenti;
- **rischio variabile** in Cina, dipendente dalla gestione della compliance e della proprietà intellettuale;
- **rischio emergente** a livello globale per nuove regolazioni su dati e tecnologie bio-based.

SCENARI DI EVOLUZIONE DEL MERCATO

Scenario 1 – Ottimistico (probabilità stimata: 40%).

Il settore biotech vive una nuova età dell'oro e registra un tasso di crescita annuale composto (Cagr) superiore al 10% fino al 2028. I principali driver di questa accelerazione sono:

- **innovazioni terapeutiche dirompenti**, in particolare in oncologia, malattie rare e terapie cellulari e geniche, che aprono nuove frontiere nella medicina personalizzata;
- **ampia disponibilità di capitale**, sia in forma di equity (venture capital, Ipo, private equity), sia di debito, sostenuta dalla fiducia degli investitori in un ciclo di innovazione sostenibile;
- **miglioramenti normativi significativi**, con una netta accelerazione nei processi di approvazione di nuovi farmaci da parte di Fda e Ema, grazie a percorsi “fast track” e politiche favorevoli all'innovazione.

Scenario 2 – Base (probabilità stimata: 50%)

La crescita del biotech prosegue a ritmo solido ma più contenuto, con un Cagr intorno al 6% fino al 2028. Questo scenario è caratterizzato da:

- **successi parziali** nello sviluppo della pipeline R&D, con alcune aree terapeutiche che ottengono risultati eccellenti, mentre altre subiscono ritardi o fallimenti clinici;
- **consolidamento settoriale attraverso operazioni di M&A**, prevalentemente di media entità, volto a rafforzare i portafogli prodotti e migliorare le economie di scala;
- **miglioramento graduale del contesto macroeconomico**, che contribuisce a mantenere un livello moderato di investimenti e di accesso ai mercati dei capitali.

Scenario 3 – Pessimistico (probabilità stimata: 10%)

Il settore biotech affronta venti contrari significativi, con una crescita che rallenta drasticamente a un Cagr compreso tra il 2% e il 3%. Le cause principali includono:

- **inasprimento delle politiche fiscali e regolatorie**, con pressioni sui prezzi farmaceutici che riducono la redditività e rallentano l'innovazione;
- **rallentamento dell'economia globale**, che erode la capacità di spesa pubblica e privata nel settore healthcare e limita i budget per ricerca e sviluppo;
- **crollo della fiducia degli investitori**, che si traduce in difficoltà di accesso al capitale, compressione delle valutazioni e un'ondata di ristrutturazioni aziendali.

Topos, logos e techne: ieri, oggi e futuro

Seconda parte

Nel numero precedente, abbiamo esplorato come l'essenza della finanza del futuro, plasmata dall'intelligenza artificiale predittiva, risieda nei "topoi" contemporanei: quei vasti spazi di dati e algoritmi verso i quali le informazioni confluiscono e si trasformano. Abbiamo iniziato a raccontare come questi ultimi stiano ridefinendo il panorama finanziario, tracciando un parallelo tra le loro radici antiche e le loro applicazioni moderne. In questa seconda parte, ci addentreremo nelle implicazioni pratiche e nelle prospettive future di questa rivoluzione.

Dopo avere gettato le basi concettuali, ora è tempo di esaminare come i principi discussi si traducono in realtà nel mondo finanziario odierno. Esploreremo come l'intelligenza artificiale predittiva stia cambiando il modo in cui vengono prese le decisioni di investimento, gestiti i rischi e sviluppati nuovi prodotti finanziari. Analizzeremo casi di studio concreti, mettendo in luce sia i successi, sia le sfide incontrate nell'implementazione di queste tecnologie. Discuteremo anche delle implicazioni etiche e normative, considerando come la società

possa adattarsi a un futuro in cui l'intelligenza artificiale gioca un ruolo sempre più centrale nella finanza. Infine, cercheremo di delineare le possibili traiettorie future, immaginando come i "topoi" finanziari continueranno a evolversi e a plasmare il nostro rapporto con il denaro e gli investimenti.

LE COSTANTI INVARIANTI

La finanza tradizionale ha affidato da sempre il proprio destino a grandi moli di dati passati, facendone la base di regressioni, stime di volatilità e correlazioni. I cambi di regime rappresentano tuttora un osso duro: il futuro non è necessariamente simile al passato e lo abbiamo sperimentato in numerose crisi (dai subprime ai flash crash). Molte tecniche di previsione, inoltre, si fondano su ipotesi di stazionarietà o quasi-stazionarietà che in finanza risultano spesso poco realistiche. Neppure i più moderni algoritmi di machine learning ne sono immuni: per quanto siano sofisticati e capaci di individuare pattern invisibili, possono peccare di mancanza di interpretabilità o di adattarsi troppo ai dati passati (overfitting). Così si rischia di



“catturare” un’illusoria regolarità che, una volta cambiato il contesto, si rivela priva di significato. Lo si è sperimentato anche di recente, quando le tecniche di previsioni finanziarie tradizionali sono state significativamente impattate dalla comunicazione e dall’introduzione di nuove regole commerciali come i dazi dell’amministrazione Trump. Gli impatti specifici sulle previsioni finanziarie sono stati: un aumento della volatilità nei mercati, una rivalutazione degli scenari di rischio, perdite impreviste e di conseguenza approccio prudente. Il mercato è un sistema interconnesso e stratificato. Un movimento iniziale, causato magari dal ribilanciamento di un grande fondo, può nascere in modo circoscritto e crescere a ondate successive, finché non diventa visibile a tutti. 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. L’approccio topologico-categoriale offre un modello matematico per analizzare il mercato finanziario, permettendo di cogliere segnali che i metodi statistici tradizionali potrebbero perdere, specialmente in situa-

zioni anormali. Uno dei vantaggi principali di questo sistema è la sua capacità di monitorare il mercato in tempo reale, invece di basarsi su parametri storici come nei modelli di serie temporali. Mentre questi ultimi utilizzano “finestre temporali” per calcolare medie o varianze e possono ritardare nel riconoscere cambiamenti improvvisi, l’approccio topologico valuta continuamente se certe proprietà fondamentali (invarianti) rimangono stabili. Se queste ultime iniziano a variare, ciò potrebbe indicare un cambiamento significativo imminente, come nel caso di un flash crash. In finanza, le “trasformazioni” includono variazioni di prezzo normali o ribilanciamenti e gli invarianti, come stabilità nei rapporti tra ordini di acquisto e vendita, possono guidare strategie predittive. Se un invariante vacilla, è un segnale di potenziale cambiamento di regime. Mentre i modelli tradizionali si concentrano su grandezze statistiche e possono scoprire ritardi nei cambiamenti, un approccio basato sui “topoi” identifica invarianti più strutturali. In questo modo, è possibile rilevare squilibri significativi prima che diventino evidenti.

Il mercato è un sistema complesso; piccoli cambiamenti possono innescare ondate di movimento che influenzano l’intero siste-

ma. L’analisi categoriale consente di osservare queste micro-alterazioni e di capire come esse possano impattare il mercato nel suo complesso.

Questo è il concetto di “pre-trend”: un movimento di mercato ancora sottotraccia, non rilevabile dagli indicatori convenzionali, che annuncia una futura transizione. Se un invariante comincia a sgretolarsi in un settore specifico (magari quello tecnologico), potremmo assistere a uno spostamento di flussi che, col tempo, investirà tutto il mercato azionario. Il punto cruciale è distinguere il mero “rumore” da un effettivo segnale di “pre-trend”. Qui entra in gioco l’abilità con cui si definiscono le trasformazioni considerate “normali” e la robustezza degli invarianti prescelti.

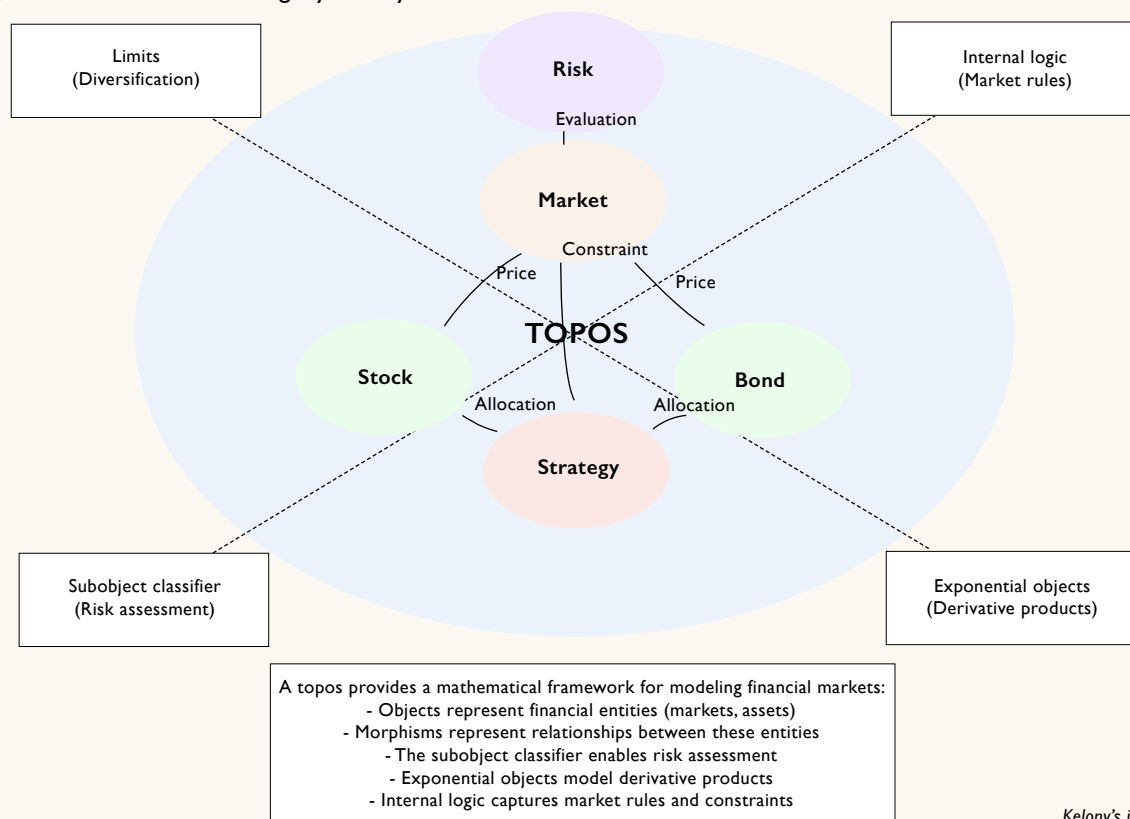
STRUTTURE TOPOS-TEORICHE

Come si passa da queste idee estremamente astratte a un sistema implementabile in un contesto di trading o gestione del rischio? Innanzitutto, occorre definire una categoria base nella quale gli oggetti siano “istantanee locali” di mercato (brevi finestre temporali, o panieri di strumenti) e i morfismi descrivano il passaggio da una finestra all’altra. La teoria dei “topoi” e la topologia di Grothendieck offrono un framework utile per analizzare il mercato finanziario, rappresentando diverse aree di analisi, come intervalli temporali o strumenti specifici, attraverso cosiddetti modelli “aperti”, cioè schemi che si applicano indipendentemente dalle particolarità congetturali del mercato, ai quali associare dati come prezzi, volumi e indicatori economici. Questa coerenza locale-globale permette di garantire che, quando due aree si sovrappongono, le informazioni siano armonizzate, facilitando una migliore comprensione delle dinamiche di mercato.

È fondamentale definire quali cambiamenti siano considerati “normali”, come le fluttuazioni di prezzo all’interno di limiti abituali. Questi mutamenti non devono segnalare un cambio di regime; se certe proprietà rimangono stabili, rappresentano invarianti. Il sistema tiene traccia di questi invarianti in tempo reale: se si registrano violazioni costanti, potrebbe essere un segnale di un cambiamento più profondo. Tuttavia, il concetto di “normale” deve essere adattato alle condizioni di mercato; in contesti di alta volatilità, potrebbe includere variazioni più ampie, mentre approcci troppo restrittivi potrebbero generare falsi segnali.

FIGURA 1 - UN TOPOS APPLICATO ALLA FINANZA

Modeling financial markets via category theory



Per rendere concreto l'approccio, si può considerare il mercato valutario (Forex): ogni intervallo di tempo rappresenta un oggetto con i tassi di cambio tra valute, mentre le transizioni tra intervalli sono modellate da morfismi. I dati raccolti possono indicare, ad esempio, che la stabilità delle relazioni di arbitraggio triangolare è un invariante. Se queste relazioni iniziano a rompersi frequentemente, potrebbero segnalare stress di liquidità. Nel mercato azionario, una struttura simile potrebbe monitorare i flussi tra settori, mettendo in evidenza la stabilità delle quote di mercato. Se queste quote si rompono sistematicamente, potrebbe trattarsi di una rotazione settoriale in arrivo.

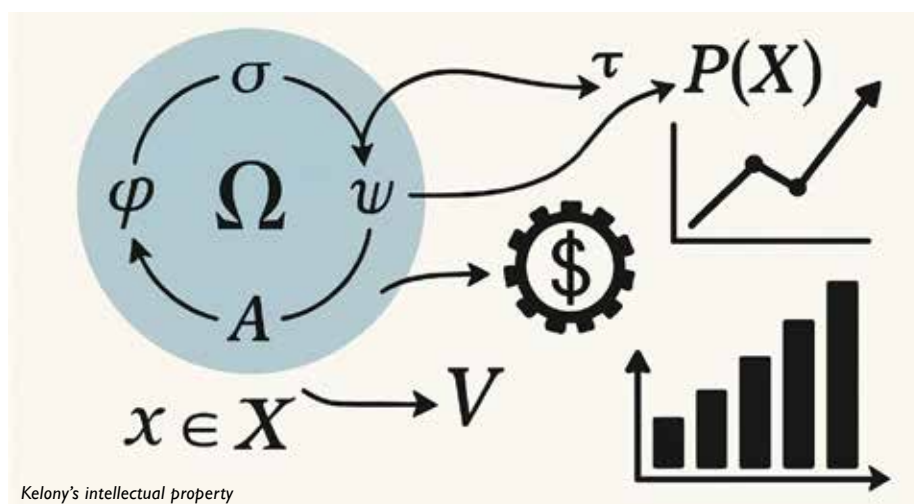
La microstruttura (trading ad alta frequenza) rappresenta un'altra possibile applicazione. Se l'order book di un titolo viene considerato un "oggetto" che varia a cadenza di millisecondi, un invariante potrebbe descrivere l'equilibrio tra il lato buy e il lato sell. Una violazione continuativa e persistente di questo equilibrio, rilevabile in real-time, potrebbe anticipare un flash crash. In sintesi, la teoria dei "topoi" sottolinea l'importanza delle relazioni e delle trasformazioni nel mercato, suggerendo che l'ana-

lisi delle interconnessioni informative può fornire un vantaggio rispetto a tecniche più tradizionali. La finanza, per la sua natura interconnessa e globale, è un campo ideale per applicare questa filosofia, mentre quella 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 "to-

pos" (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. Rilevare segnali di cambiamento strutturale in finanza prima che i modelli statistici tradizionali ne abbiano consapevolezza, segna un'evoluzione di grande impatto e costituisce un'arma competitiva di prim'ordine.

FIGURA 2 - TOPOS APPLICATO ALLA FINANZA



Occhio a chi lo dice!

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

Potrebbe passare ai posteri come uno dei più clamorosi casi di manipolazione dei mercati della storia. Il messaggio «Adesso è un momento grandioso per comprare!» è stato scritto alle ore 9,37 di lunedì 9 aprile 2025 dal presidente degli Stati Uniti, ovviamente su Truth, il social di sua proprietà. Poco più di tre ore dopo, è proprio Donald Trump ad annunciare il rinvio di 90 giorni dei dazi "reciproci" contro tutto il mondo; dazi che hanno sconvolto le borse mondiali per cinque sedute, abbattendone il valore di oltre 10 mila miliardi di dollari. La notizia della sospensione delle tariffe e delle trattative per evitarne l'entrata in vigore, quando arriva, appare come un segnale positivo e gli investitori si precipitano ad acquistare azioni a piene mani, spingendo a un rialzo senza precedenti i tre principali indici azionari. Peccato che in quelle tre ore, fino all'ufficializzazione della decisione, molti abbiano continuato a vendere in perdita, mentre chi ha colto il "suggerimento" ha potuto approfittare del clamoroso rimbalzo. D'altronde, la "profezia" che si è autoavverata proveniva da chi aveva il potere di attuarla!

UN FENOMENO DIFFUSO

Peraltro, già nell'aprile 2013 l'account Twitter dell'Associated Press, una delle più prestigiose agenzie di stampa mondiali, venne hackerato e pubblicò un falso tweet che annunciava esplosioni alla Casa bianca e il ferimento del presidente Obama. In pochi minuti l'indice americano Standard & Poors 500 perse quasi

l'1,5%, cancellando temporaneamente circa 136 miliardi di dollari di capitalizzazione. Naturalmente, dopo la smentita i mercati si ripresero rapidamente, ma chi per il panico aveva venduto subì perdite consistenti. La casistica degli ultimi anni è ampia e variegata. Comunicati stampa falsi, ma spesso verosimili, con annunci di offerte pubbliche di acquisto su un titolo (il caso di Fitbit nel 2015), oppure riguardanti presunti difetti di produzione (i chip di Intel nel 2022), non meglio precisate "voci di acquisizione" da parte di un concorrente (la casa di moda Prada), diffusione di notizie su criptovalute (bitcoin in Italia e Spagna nel 2019, litecoin negli Usa nel 2021) hanno ogni volta provocato movimenti isterici da parte di investitori e risparmiatori, attratti da possibili guadagni o spaventati da prevedibili perdite, prontamente rientrati nell'alveo della normalità una volta ristabilita la realtà dei fatti.

UNA TUTELA DIFFICILE

D'altronde negli Stati Uniti non esiste una normativa particolare che obblighi i media a seguire specifici protocolli di verifica delle notizie fondamentalmente perché il primo emendamento della loro Costituzione protegge fortemente la libertà di stampa da interferenze governative; ci si basa più sull'autoregolamentazione, con un'importante tradizione di separazione molto netta tra notizie e opinioni, anche se ultimamente questa distinzione si sta pian piano attenuando a causa dell'enorme mole di informazioni da analizzare.

In tutti i Paesi sviluppati esistono, sia normative rigorose per evitare fenomeni di distorsione dei mercati, sia autorità preposte a individuarli e a punire chi li mette in pratica. Tutti i princi-

“
*La mancanza
di efficaci strumenti di analisi
può portarci a scelte potenzialmente
dannose*
”

pali media hanno sviluppato protocolli interni piuttosto rigorosi, come l'utilizzo di standard etici e di team dedicati al fact-checking che verificano le affermazioni più delicate: viene usato un sistema che prevede che ogni informazione importante debba essere confermata da altre fonti indipendenti prima di essere pubblicata. È però vero che la velocità richiesta dal flusso costante di informazioni da processare, soprattutto nel caso dei notiziari, diffusi 24 ore al giorno, può portare a volte a errori che, però, solo successivamente possono essere corretti.

IL CASO SOCIAL MEDIA

Per quanto riguarda i social media, che ormai sono diventati fonti di informazione primarie, la situazione è ancora più complessa: piattaforme come Facebook e Twitter hanno iniziato a implementare sistemi di controllo delle informazioni e a etichettare le notizie potenzialmente false, ma anche in questo caso ciò può avvenire soltanto dopo la pubblicazione, non prima. Un sistema imperfetto, insomma, che richiede lettori attenti e critici. In fondo,

* 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.



FABRIZIO PIROLLI

esperto di formazione bancaria e assicurativa

la migliore difesa contro le fake news resta sempre la nostra capacità di non fermarci alla prima fonte e di verificare con cura le informazioni!

In un contesto del genere, è fondamentale adottare un metodo per gestire l'informazione finanziaria: la mancanza di efficaci strumenti di analisi può infatti portarci a scelte potenzialmente dannose. La risposta, secondo noi, è l'elaborazione di una "tassonomia dell'informazione": non solo un semplice sistema di classificazione delle fonti, ma un approccio metodologico che ci consenta di organizzare e valutare i contenuti in base a parametri di qualità e rilevanza. Con una duplice funzione: da una parte orientare gli utenti verso fonti e contenuti attendibili, dall'altra trasformare il flusso di informazioni ricevute in un'opportunità di apprendimento. Ed è ciò che abbiamo sviluppato e che proponiamo nel nostro "L'era della (dis)educazione finanziaria" recentemente pubblicato per i tipi della Guerini Next. Questo modello, denominato Financial information taxonomy (Fit), combina due dimensioni fondamentali: l'autorevolezza delle fonti e il livello di specializzazione dei contenuti.

UTILIZZARE LA PIRAMIDE

Come si può vedere nello schema, si tratta di una piramide suddivisa in tre blocchi: il blocco A è composto dalle fonti qualificate, che comprendono le informazioni istituzionali, accademiche, societarie e professionali e il giornalismo specializzato; nel blocco B ci sono le fonti divulgative, cioè il giornalismo non specializzato e l'informazione commerciale indipendente; il blocco C, infine, contiene le fonti artificiali, generate da sistemi algoritmici istruiti dall'uomo. I primi due blocchi, poi, si suddividono in tre ulteriori livelli di apprendimento: base, intermedio ed esperto. L'intersezione



PIER TOMMASO TRASTULLI

consulente finanziario

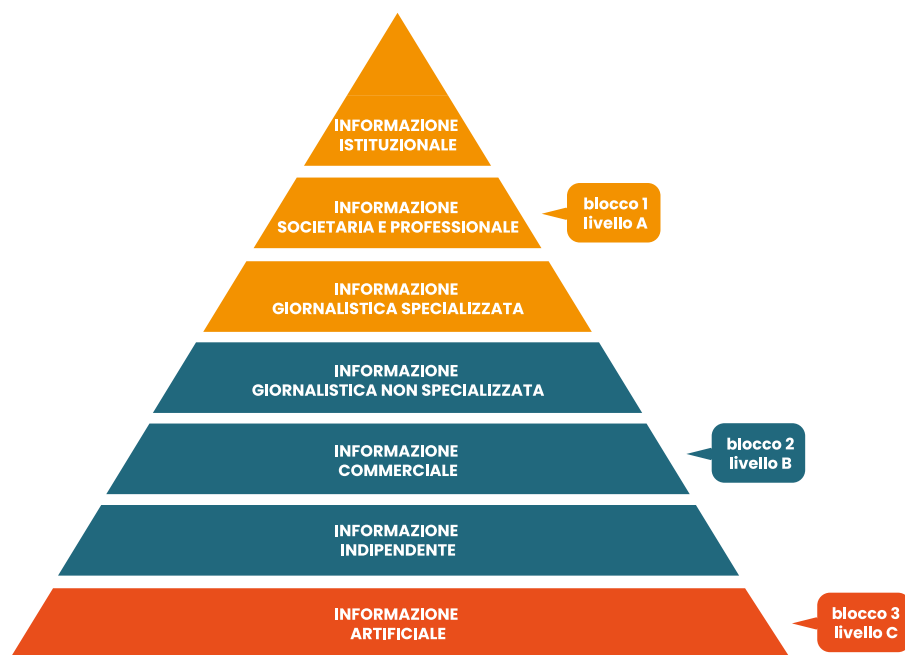
delle due dimensioni permette di identificare, anche visivamente, non solo l'affidabilità di ciò che viene riportato, ma anche il loro grado di approfondimento e di individuare dove si collochi una notizia o un'informazione, consentendo all'utente di utilizzarla (o meno) per le proprie decisioni, a seconda delle sue competenze ed esigenze.

SE PARLA IL GOVERNATORE...

Per dare un'idea del suo funzionamento, un comunicato sui tassi d'interesse del governatore di una banca centrale, caratterizzato dalla massima autorevolezza e validità, si troverà certamente nella parte più alta del primo blocco della piramide. Quanto alla "complessità", il suo sarà un livello base, poiché si tratta di una comunicazione essenziale su conoscenze alla portata di tutti. Mentre in fondo alla struttura

ci sarà tutta l'informazione finanziaria "artificiale", frutto della "meta-elaborazione" fatta da algoritmi, particolarmente difficile da valutare, soprattutto riguardo all'autenticità dei contenuti. Tra questi due poli si collocheranno tutte le altre ipotesi. Così, sempre per portare alcuni esempi, uno studio sul mercato azionario di Bloomberg sarà situato nel primo blocco (informazione professionale) con un livello esperto, il materiale promozionale su prodotti finanziari ricevuto da una banca sarà al livello base del secondo blocco (informazione commerciale), mentre la strategia di investimento proposta in rete dallo youtuber o dal tiktokker di successo sarà classificabile come di livello intermedio nel terzo blocco (informazione indipendente).

Il nostro è un primo tentativo di organizzazione dell'informazione finanziaria, certamente suscettibile di ulteriore sviluppo e di validazione da parte delle autorità competenti. Operativamente si potrebbe immaginare un sistema di identificazione visiva immediato, simile alla classificazione energetica degli elettrodomestici: badge di diversi colori indicherebbero il livello di autorevolezza, mentre simboli dedicati segnalerebbero il grado di complessità dei contenuti. Infine un Qr code ne certificherebbe la validazione delle autorità preposte. In un mondo in cui un singolo messaggio può spostare miliardi, la piramide Fit può essere un filtro pratico per distinguere tra fonti qualificate e rumore di fondo. Perché l'educazione finanziaria oggi non è più una scelta: è l'unica difesa contro chi manipola l'informazione.



Fonte: elaborazione a cura degli autori

Le crypto-attività classificate come quote di organismi di investimento collettivo

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



Le crypto-attività, fin dall'inizio della loro diffusione nel panorama mondiale, hanno visto un'accesa discussione sulla loro natura e qualificazione giuridica, sia da parte della dottrina giuridica ed economica, sia da parte degli organi legislativi, amministrativi e delle autorità di vigilanza nazionali e sovranazionali.

Il legislatore europeo è intervenuto solo di recente a regolare la diffusione di questa tipologia di strumenti con il regolamento sul mercato delle crypto-attività (Regolamento Ue 2023/1114 - cosiddetto Regolamento Mica). Lo stesso legislatore definisce in maniera ampia il concetto di crypto-attività, inteso come una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito o memorizzato elettronicamente, utilizzando una specifica tecnologia.

TOKEN FINANZIARI E NON FINANZIARI

Il Regolamento Mica tiene distinti, da una parte, i token non finanziari, come i token di moneta elettronica, i token collegati ad attività e la categoria residuale delle crypto-attività diverse dai citati token (tra questi ultimi rientrano anche gli utility token), dall'altra parte, i token elettronici rappresentativi di strumenti finanziari che non sono compresi nel perimetro oggettivo del citato framework normativo.

Anche se la definizione di "strumento finanziario" è fornita attraverso un elenco tendenzialmente chiuso presente all'interno dell'Allegato I della direttiva 2014/65 (Mifid 2), alcuni problemi applicativi possono presentarsi soprattutto in relazione all'individuazione dei criteri per determinare quando una crypto-attività possa essere qualificata come strumento finanziario.

LE LINEE GUIDA

Nel dicembre 2024 l'Esma ha emanato alcune linee guida (tradotte in lingua italiana nel marzo successivo) volte appunto a fornire degli orientamenti comuni sui requisiti per la qualificazione delle crypto-attività come strumenti finanziari. Di particolare interesse è la potenziale classificazione di alcune crypto-attività come quote di un organismo di investimento collettivo.

L'autorità di vigilanza precisa, coerentemente con la diffusa interpretazione della nozione di Oicr, riassunta negli orientamenti sui concetti chiave della direttiva Gefia del 13 agosto 2023, che

“ Lo stesso legislatore definisce in maniera ampia il concetto di crypto-attività, inteso come una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito o memorizzato elettronicamente, utilizzando una specifica tecnologia ”

il progetto connesso alla emissione delle crypto-attività dovrebbe prevedere:

- (i) l'aggregazione di capitali provenienti da una pluralità di investitori;
- (ii) la finalità di investire i capitali raccolti conformemente a una politica di investimento predeterminata;
- (iii) l'obiettivo di generare un rendimento aggregato a vantaggio dei suddetti investitori.

L'Esma ci tiene a precisare che la classificazione del fondo come crypto-attività non è legata al fatto che i partecipanti al fondo apportano al patrimonio collettivo moneta legale o crypto-attività. Secondo l'Esma, ad esempio, dovrebbe essere considerata una quota di un Oicr una crypto-attività che consenta ai possessori di:

- (i) investire in fondi di investimento digitali, in virtù dei quali i sottoscrittori hanno diritto a una quota proporzionale dei rendimenti generati dal portafoglio gestito;
- (ii) riscattare i token per una quota del valore del portafoglio.

L'AUTONOMIA DEL GESTORE

Inoltre, dovrà essere garantito il rispetto del principio dell'autonomia del gestore del fondo. In altre parole, ai possessori dei token (gruppi o parti di essi) non può essere conferito alcun potere decisivo o il controllo su questioni operative che riguardano la

gestione ordinaria delle attività incluse nel patrimonio collettivo. Peraltro, ci tiene a precisare l'Esma, che per essere classificata come quota di un fondo, una crypto-attività dovrebbe avere lo scopo di fornire agli investitori un rendimento aggregato, che è generato dal rischio condiviso che deriva dall'acquisto, dalla detenzione o dalla vendita delle attività di investimento sottostanti. Questo criterio garantisce il diritto degli investitori a una quota

dei profitti o delle perdite in ragione della loro partecipazione. Infine, un altro aspetto chiave da considerare è lo scopo commerciale o industriale generale del progetto connesso alle crypto-attività. Affinché l'emittente di una crypto-attività possa essere classificato come organismo di investimento collettivo, il progetto connesso alla crypto-attività non deve avere uno scopo commerciale o industriale generale.



Bg Fml, alla ricerca di tanti mattoni di grande qualità

a cura di Arianna Caviglioli

Bg Fund Management Luxembourg (Bg Fml) è la società di gestione lussemburghese, forte di quasi 20 anni d'esperienza, del gruppo Banca Generali, che si è affermata grazie a un modello basato su un approccio multi-manager che combina primari asset manager internazionali e competenze gestionali interne. A parlare delle strategie di asset management e degli sviluppi all'interno della società è **Luigi Capezzone**, co-chief investment officer, head of investment strategies and solutions di **Bg Fml**.

La Sicav Lux Im è uno dei pilastri più importanti del business di Bg Fml e conta ormai quasi 20 miliardi di asset in gestione in circa 80 comparti. Qual è la sua strategia?

«Partiamo dal presupposto che il mercato del risparmio gestito è incredibilmente ampio e, in questo panorama, Lux Im si fonda sulla volontà di mettere a disposizione di consulenti e clienti le migliori strategie. La nostra è una proposizione molto semplice: selezionare e aggregare le eccellenze della gestione attiva a livello globale, in base a principi di competitività, trasparenza, diversificazione e costanza nella generazione di alfa. L'obiettivo è coprire tutte le principali asset class che si usano per costruire portafogli diversificati e completi. In questo senso, Lux Im è una piattaforma nella quale i vari comparti funzionano come mattoni, "building block", per costruire e adattare i portafogli alle necessità dei clienti e di ogni fase di mercato, in modo rapido e flessibile. Ciò per-

ché crediamo che la gestione attiva, con la sua capacità di costruire e adeguare strategicamente e tatticamente l'asset allocation dei portafogli e di estrarre il maggiore valore dalle singole asset class, sia fondamentale in un contesto di mercato volatile come quello che ci troviamo ad affrontare. A questo ruolo di catalizzatore delle migliori competenze globali dei nostri partner nell'asset management affianchiamo un'elevata competenza in un selezionato gruppo di fondi azionari tematici».

La gestione azionaria tematica è uno stile d'investimento ormai diffuso. Qual è il vostro approccio?

«Al cuore del nostro modello c'è l'utilizzo dell'advisory industriale. Il comitato di gestione dei vari fondi si compone, sia dei nostri portfolio manager, con le migliori competenze finanziarie di analisi macro e dei fondamentali, sia di partner tecnici e scientifici con l'expertise specifica necessaria a identificare le tendenze fondamentali nei mercati reali. Un esempio è il fondo Lux Im Medtech, in cui i nostri advisor, in questo caso medici e ingegneri, aiutano i gestori a identificare in anticipo le innovazioni destinate ad avere successo. Alla costruzione di portafoglio e allo stock picking si affiancano così le conoscenze industriali: un modo per unire Wall Street a Main Street e alla real economy. È un modello che ci ha permesso di essere pionieri in alcuni temi poi diventati trainanti a livello globale. È il caso della soluzione Ai & Data, su cui il lavoro di analisi è iniziato nel 2018, mentre il fondo vero e proprio è



LUIGI CAPEZZONE
co-chief investment officer,
head of investment strategies
and solutions
Bg Fml

stato lanciato a metà 2021, più di un anno prima che ChatGpt portasse l'intelligenza artificiale sotto i riflettori in tutto il mondo».

Parlando di intelligenza artificiale, avete in programma di usarla anche nell'attività di gestione?

«Sì, al momento stiamo lavorando per implementare strumenti di analisi dei big data potenziati dall'intelligenza artificiale nella nostra attività di gestione del portafoglio. In generale, siamo sempre orientati a utilizzare la tecnologia per migliorare la qualità del nostro servizio. Un esempio è la reportistica, un ambito che permette di garantire un'interazione sempre migliore con i private banker della rete di Banca Generali. A fianco di questo lavoro di innovazione negli strumenti e nei servizi c'è, ovviamente, quello costante sul prodotto».

Attualmente su quali soluzioni state lavorando?

«Nel caso di Lux Im siamo continuamente al lavoro per migliorare costantemente la nostra gamma di strategie, implementando nuovi comparti che rappresentino eccellenze distintive nel campo della gestione e possano garantire "building block" sempre più numerosi e di qualità ai consulenti. Siamo anche impegnati nello sviluppo dell'offerta in private market, sempre in collaborazione con i migliori partner globali in questo segmento del mercato. Infine, sono allo studio nuove soluzioni attive sistematiche e fondi strutturati con approccio tattico per sfruttare le opportunità offerte dai vari contesti di mercato».

Il mercato dell'arte cambia, ma non crolla

a cura di Emanuela Zini



Se ci si fermasse ai titoli, si potrebbe pensare che il mercato dell'arte sia in crisi. "In calo le vendite globali", "Crollano le aste dei capolavori", "Il mercato perde appeal". Ma chi si prende il tempo per leggere i numeri e interpretarli con attenzione scopre un panorama molto più ricco e dinamico. Il recente Global Art Market Report 2025, pubblicato da Art Basel e Ubs, offre una fotografia in chiaroscuro, che smentisce la narrazione del declino e apre scenari decisamente più stimolanti.

Nel 2024, le vendite globali di arte si sono attestate su 64,7 miliardi di dollari, con una flessione del 4% rispetto all'anno precedente. Un dato che, preso da solo, può sembrare allarmante, soprattutto per chi guarda al mercato dell'arte con l'occhio di chi ne attende solo i record. Ma, in realtà, ciò che sta accadendo è una trasformazione strutturale, che tocca non solo il valore delle opere, ma il senso stesso del collezionismo oggi.

MENO FUOCHI D'ARTIFICIO

La flessione riguarda principalmente il comparto ultra-high-end, quello delle opere milionarie e delle grandi aste internazionali. È il segmento più spettacolare, ma anche il più sensibile alle turbolenze economiche e geopolitiche. In questa particolare area, le vendite sono diminuite, le aste si sono fatte più caute e i collezionisti più selettivi.

Ma il resto del mercato? È tutt'altro che immobile. Le opere sotto i 50 mila dollari continuano a circolare con grande vitalità, sostenute da un pubblico in cre-

scita: collezionisti giovani, appassionati, attenti alla qualità, ma anche ai valori e alla narrazione che un'opera può offrire.

L'ARTE TORNA COMUNITÀ

Questo cambio di rotta è profondamente culturale. Sempre più acquirenti non cercano status symbol, ma esperienze autentiche. L'arte diventa un modo per dialogare con il presente, per interrogarsi sul mondo, per sostenere pratiche etiche. In ciò, le gallerie medie, i progetti indipendenti e gli spazi alternativi giocano un ruolo cruciale, proponendo nuovi modelli di relazione tra artista e pubblico. In parallelo, il canale digitale si conferma una componente strutturale del mercato. Le vendite online, ormai stabilizzate a 11,8 miliardi di dollari (il 18% del mercato), non sono più considerate un ripiego, ma un'opportunità: per raggiungere nuovi pubblici, per raccontare meglio le opere, per garantire trasparenza. E la fiducia nel digitale è cresciuta anche tra i collezionisti più tradizionali. Le piattaforme ibride, che uniscono fisico e online, sono oggi la norma: dalle viewing room delle fiere internazionali alle aste in streaming, l'esperienza dell'arte si sta reinventando.

NUOVI VALORI

A trainare questo cambiamento sono soprattutto i millennial e la gen Z, che stanno ridisegnando il profilo del collezionista contemporaneo. Non solo per ragioni anagrafiche, ma per il diverso modo di vivere l'arte. Più aperti alla sperimentazione, più attenti alla so-

stenibilità, più inclini a scoprire nuovi nomi (spesso tramite i social), questi nuovi acquirenti vogliono opere che parlino al loro tempo, che rappresentino temi urgenti: inclusione, giustizia sociale, cambiamento climatico, memoria collettiva.

E non è un caso se il report evidenzia che molte vendite avvengono oggi in contesti "fuori dai radar": fiere locali, piattaforme emergenti, gallerie indipendenti, spesso situate in regioni del Sud globale, sempre più protagoniste di una geografia dell'arte decentralizzata.

UN CAMBIO DI PARADIGMA

Chi si ostina a leggere questi segnali come una crisi, rischia di perdere il punto. Il mercato dell'arte sta mutando pelle: da luogo di élite esclusiva a sistema più aperto, dinamico e partecipativo. Ciò non significa che tutto sia più semplice. Al contrario: è un momento complesso, in cui le vecchie regole non valgono più e quelle nuove sono ancora in via di definizione. Ma è anche una fase fertile, piena di possibilità. Le gallerie che sapranno investire in relazione e contenuto, gli artisti che esploreranno nuovi linguaggi, le istituzioni che accoglieranno il cambiamento senza paura sono coloro che disegneranno il futuro. Dunque, il mercato non sta crollando. Sta evolvendo e, forse, sta ritrovando una dimensione più autentica, meno dipendente dai riflettori, più vicina alle persone. In un'epoca in cui tutto sembra effimero, questa ricerca di durata, senso e connessione è una buona notizia.



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



disponibile su:

Spreaker★

Spotify

Podcast Addict

deezer

Google Podcasts

CONSULENTI & RETI



«Puntiamo a crescere rapidamente lungo quattro direttrici: lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi, l'innovazione digitale, la creazione di un modello sempre più data-driven e il recruiting di nuovi consulenti, sempre affiancato da un supporto costante allo sviluppo dei talenti interni. In particolare, il reclutamento sarà uno degli strumenti principali della crescita, con un obiettivo di inserimento di almeno 50 nuovi professionisti all'anno per i prossimi cinque anni. Da sottolineare che la banca sarà completamente gestita in digitale, ma offre ai propri clienti più di 150 uffici su tutto il territorio nazionale. Il piano strategico di Zurich Bank prevede un ambizioso obiettivo di crescita, puntando quasi a raddoppiare le masse gestite e amministrate entro il 2030 da 18 a 30 miliardi di euro».

FEDERICO GERARDINI
direttore commerciale
Zurich Bank

«Vogliamo diventare la migliore rete del Paese»

a cura di **Alessandro Secciani**

Per certi versi la rete di circa 1.100 consulenti di Zurich Bank è una delle più recenti, dato che la società svizzera opera nella consulenza finanziaria da soli due anni e mezzo. Ma, dall'altra parte, si tratta anche di una struttura che ha alle spalle molti anni di vita, visto che quando ancora si chiamava Dws, è stata acquistata in blocco da Deutsche Bank. Si è trattato di un vero e proprio trapianto. E l'acquisto di questo team di consulenti non è certo avvenuto per caso: il gruppo Zurich ha infatti grandi ambizioni sul mercato italiano e nel nuovo piano industriale ha programmato di passare dagli attuali 18 miliardi di euro di masse gestite a 30 in un quinquennio. Anche la crescita degli advisor dovrebbe essere sulla stessa linea.

A parlare di questa nuova (vecchia) rete, della filosofia alla base di tutta l'operazione e delle linee di sviluppo è **Federico Gerardini**, direttore commerciale di **Zurich Bank**.

La vostra rete, almeno con la bandierina di Zurich Bank, ha una storia recente. Può raccontare come è nato questo progetto e, soprattutto, come si è evoluto nei due anni e mezzo che nel frattempo sono trascorsi?

«Zurich Bank nasce dalla consolidata collaborazione tra il Gruppo Zurich e Deutsche Bank, attiva in Italia dal 2006 e resa possibile dalle rispettive expertise in campo assicurativo e finanziario. Nell'agosto del 2021, Zurich ha annunciato l'acquisizione della rete dei consulenti finanziari Deutsche Bank Financial Advisors, perfezionatasi poi il 17 ottobre 2022, in seguito all'ottenimento della licenza bancaria nell'ambito di un processo autorizzativo svolto da Banca d'Italia; Zurich Italy Bank, infatti, è stata costituita da zero, partendo da una newco, cui ha fatto seguito la creazione di una banca. Dal 1986 la rete è tra i protagonisti del mercato finanziario italiano e rappresenta un punto di riferimento per ogni esigenza di investimento. Zurich Bank nasce per affrontare le sfide del mercato attuale. Ci troviamo, infatti, in una fase macroeconomica complessa e in continuo cambiamento, nella quale si amplificano le sfide per la gestione dei patrimoni. I bisogni dei clienti evolvono rapidamente e lungo più direttrici, favorendo sempre più modelli di business capaci di integrare elevate competenze, digitalizza-



zione e sostenibilità. Nell'attuale contesto, si accentua la necessità di consulenza qualificata, come testimonia nel nostro Paese la costante crescita del modello di banca con rete di consulenti finanziari. Questo approccio consulenziale, fortemente apprezzato dagli investitori italiani, ha visto una crescita importante delle masse complessive con ancora ampi spazi di sviluppo e consolidamento e Zurich Bank ha continuato a investire in modo importante su due particolari filoni: l'offerta di prodotti e servizi sulla quale possono contare i no-

stri consulenti finanziari e la piattaforma informatica a disposizione di tutta la rete e dei nostri clienti. Siamo oggi una realtà moderna, agile e con un'offerta ampia e diversificata, in grado di soddisfare le esigenze più complesse di chi si rivolge ai nostri consulenti e di proporre la soluzione più adatta. Zurich Bank può contare su 150 anni di esperienza nel mondo assicurativo e 38 nella consulenza finanziaria. Con circa 1.100 consulenti, oltre 18 miliardi di euro di masse in gestione e più di 120 mila clienti, si configura già come una realtà solida e

sicura, un modello di advisory d'eccellenza, evoluto e multicanale, grazie a una rete altamente qualificata, attrattiva e performante, in grado di valorizzare l'appartenenza a un gruppo assicurativo leader a livello mondiale».

Le reti di vendita sono organismi abbastanza fragili, con equilibri interni complessi e una storia alle spalle che li caratterizza. Spesso un'acquisizione in toto, come la vostra, è molto difficile e comples-

sa da gestire, proprio sul piano dei rapporti umani. Com'è andata per voi?

«È vero, le reti di vendita sono strutture complesse, con dinamiche consolidate, storie importanti e identità forti. Proprio per questo motivo, sin dal primo momento, abbiamo scelto di approcciare questa acquisizione con grande rispetto per le persone, per la cultura organizzativa esistente e per il valore relazionale costruito nel tempo. Abbiamo lavorato con ascolto, dialogo e attenzione costante alla qualità delle relazioni, convinti che l'integrazione non debba mai essere imposta, ma costruita insieme. Oggi possiamo dire che il percorso è stato sfidante, ma estremamente positivo: abbiamo trovato una rete professionale, motivata e pronta a cogliere le opportunità che Zurich Bank ha portato con sé. Il risultato è un equilibrio nuovo, fondato sulla fiducia reciproca e su una visione comune di crescita e innovazione. Siamo molto orgogliosi di come sta evolvendo questa integrazione».

A questo punto, quali sono i vostri obiettivi futuri più importanti? Avete un piano industriale?

«Il nostro obiettivo è diventare la migliore rete di consulenti finanziari del Paese, valorizzando l'appartenenza a un gruppo assicurativo leader a livello globale, offrendo alla clientela soluzioni tailor made, focalizzate sulle sue priorità: dalla gestione oculata dello sviluppo del patrimonio alla pianificazione della vita dopo il ritiro dal lavoro, dalla protezione del reddito e del patrimonio dagli imprevisti fino al delicato momento del passaggio generazionale. Zurich Bank guarda alle sfide e alle grandi opportunità del nostro mercato con fiducia e preparazione, puntando a crescere rapidamente lungo quattro direttrici: lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi, l'innovazione digitale, la creazione di un modello sempre più data-driven e il recruiting di nuovi consulenti, sempre affiancato da un supporto costante allo sviluppo dei talenti interni. In particolare, il reclutamento sarà uno degli strumenti principali della crescita, con un obiettivo di inserimento di almeno 50 nuovi professionisti all'anno per i prossimi cinque anni. Da sottolineare che la banca sarà completamente gestita in digitale, ma offre ai propri clienti più di 150 uffici su tutto il territorio nazionale. Il piano strategico di Zurich Bank prevede un ambizioso obiettivo di crescita: puntiamo quasi a rad-

doppiare le masse gestite e amministrate entro il 2030, da 18 a 30 miliardi di euro. Inoltre, si concentra sull'espansione territoriale, il rafforzamento della rete di consulenti finanziari e su importanti investimenti in digitalizzazione e innovazione. Rilevante è altresì il focus sul wealth management, potenziando il modello di consulenza finanziaria strategica in architettura aperta, con l'obiettivo di cogliere i principali trend e le esigenze di mercato per proporre ai clienti di elevato standing un servizio dedicato e su misura, capace di accompagnarli durante l'intero ciclo di vita».

Immagini di avere di fronte un consulente che desidera entrare da voi: che cosa gli direbbe per convincerlo che lavorare in Zurich Bank è meglio che operare per la concorrenza?

«I consulenti finanziari, così come i clienti di Zurich Bank, hanno a disposizione una nuova piattaforma moderna e completa che fa leva anche su un approccio digitale, con un'offerta ampia, che include i migliori servizi di investimento, assicurativi, bancari e finanziari disponibili sul mercato, a integrazione dei più tradizionali servizi di pianificazione finanziaria e assicurativa. Grazie a questa piattaforma, i capitali della nostra clientela possono accedere a tutte le migliori opportunità d'investimento attraverso un contenitore di risparmio amministrato, che consente altresì di superare le tradizionali offerte di risparmio gestito. Zurich Bank, inoltre, è una banca "a misura" di consulente: la filosofia che ci guida è caratterizzata da una forte integrazione tra la rete consulenziale e i colleghi che lavorano in sede, con un dialogo continuo e una catena corta: tutti i colleghi sono a disposizione della rete in ogni momento».

Sempre nell'ipotetico colloquio con un consulente, che cosa chiedete a un professionista? Quali sono le qualità che per voi sono indispensabili per entrare nella vostra rete?

«Guardiamo a professionisti del settore della consulenza e del comparto bancario con un portafoglio medio superiore a 20 milioni di euro. Oggi i wealth manager si trovano ad affrontare quotidianamente la sfida di offrire una consulenza olistica, incentrata sulla relazione con il cliente e

comprensiva di consulenza legale, fiscale, successoria, immobiliare, corporate e sui pleasure asset, senza perdere di vista l'obiettivo prioritario dell'assistito: proteggerne la ricchezza da fattori esterni, ma anche dalla sua stessa emotività, come spesso avviene in fasi delicate, come il trasferimento tra generazioni e/o componenti familiari. Zurich Bank ha una filosofia di consulenza fortemente integrata con quella del Gruppo Zurich. Un legame vincente che assicura pratiche commerciali responsabili e sostenibili e che utilizza i migliori modelli per la gestione dei rischi, garantendo sempre che gli impatti sociali, ambientali ed economici potenzialmente avversi siano gestiti in modo adeguato. È così che Zurich Bank anticipa i cambiamenti del mercato per accompagnare i propri clienti in un mondo in continua evoluzione».

Siete interessati ad arruolare giovani alle prime armi? Avete costruito una politica ad hoc per aspiranti consulenti, anche in funzione del fatto che l'età media dei professionisti in Italia è molto alta?

«È vero, questa è la situazione attuale: il numero di consulenti finanziari attivi varia di poco, mentre la loro età media avanza oltre i 50 anni. La vera sfida sta quindi nel fare conoscere molto di più questa professione ai neolaureati; oggi, anche chi ha terminato un percorso di studi di tipo economico e vuole iniziare a lavorare in ambito finanziario, difficilmente pensa alla consulenza come prima scelta per una potenziale carriera. In quanto società mandante, spetta a noi comunicare in modo più efficace la bellezza di questa professione. L'inserimento di giovani talenti all'interno della nostra rete è un impegno che perseguiamo in maniera continuativa, perché crediamo che per cogliere questa sfida sia necessaria una strategia chiara e condivisa. Valorizziamo chi decide di abbracciare questa professione con un nuovo programma, Talent Next Gen, che abbiamo lanciato lo scorso anno e che prevede crescita professionale, formazione continua e la mentorship di un consulente esperto che possa essere una guida cui ispirarsi. L'acquisizione e il miglioramento delle conoscenze e competenze dei giovani professionisti vengono alimentati, da un lato, attraverso la formazione, con un programma costruito ad hoc per rispondere alle esigenze di chi si approccia per la prima volta alla profes-



sione, dall'altro, agevolando lo scambio tra consulenti giovani e professionisti senior. Talent NextGen nasce dunque con un duplice obiettivo: avvicinare i giovani a un mondo spesso percepito come distante e, fornire un sostegno concreto all'entrata dei giovani talenti nel mondo del lavoro, con la promessa di un percorso appassionante e stimolante nel mondo della consulenza finanziaria».

Utilizzate i team di consulenti?

«Favorire il networking tra generazioni diverse, incoraggiare la collaborazione tra consulenti esperti e giovani professionisti per scambiare idee e prospettive è alla base delle nostre community e del lavoro in team. In questo modo, i consulenti possono mettere a fattor comune l'expertise maturata nei rapporti consulenziali con i propri clienti, facendo emergere e condividendo i singoli punti di forza. In generale, Zurich Bank mira a creare un ambiente attrattivo per i giovani, oltre a offrire un modello di consulenza di valore e qualità per i nostri clienti. Abbiamo introdotto il lavoro in team già un po' di anni fa e sta diventando una modalità di approccio al cliente sempre più apprezzata, che può rispondere all'esigenza dell'investitore di essere seguito su più aree, che necessitano di competenze diverse; in questo caso la condivisione di conoscenze verticali tra consulenti senior può fare la differenza. Inoltre, i team possono garan-

tire continuità alla gestione del risparmio affiancando le competenze di un senior con quelle di un consulente più giovane e rispondendo così all'esigenza del passaggio generazionale».

Certamente, come tutte le società del settore, siete interessati ai clienti private e wealth. Che cosa vi caratterizza nell'offerta a questa clientela molto particolare e tendenzialmente molto esigente?

«Attualmente il 50% degli asset di Zurich Bank è da attribuire alla clientela private, con patrimoni superiori a 500 mila euro. Bisogna peraltro considerare che il mercato italiano è ritenuto particolarmente strategico, anche in ragione dell'elevato livello di ricchezza finanziaria delle famiglie e della strutturale sotto-penetrazione dei prodotti assicurativi e di wealth management. Perciò, la nostra offerta prevede un modello di servizio olistico, che mira a soddisfare le esigenze del cliente a 360 gradi con un ampio portafoglio che contempla: servizi bancari, come conti correnti dedicati e carte di credito con servizi ad alto valore aggiunto; servizi di investimento, come fondi e sicav in architettura aperta, gestioni patrimoniali, offerta assicurativa di livello molto elevato e certificati; finanziamenti, come Credit Lombard e prestiti rateali garantiti; servizi evoluti di consulenza su art advisory,

real estate advisory, tematiche legali, fiscali e successorie, con forte focus sul passaggio generazionale. Zurich Bank, forte della sua tradizionale esposizione a questo segmento, investe ulteriormente ampliando le competenze della direzione dedicata, integrando al suo interno strutture con focus su prodotti e servizi di investimento, così da offrire un modello di consulenza patrimoniale evoluta, in cui le esigenze dei clienti siano al centro di un ecosistema di attività e di soluzioni finanziarie e assicurative, garantendo un'attenzione personalizzata, costante e di qualità. Agli imprenditori offriamo consulenza in ambito finance, legal, tax, compliance fino ad arrivare alle operazioni di finanza straordinaria, che, integrando competenze specifiche, garantiscono un servizio di alta qualità. Supportiamo quindi tutto il mondo delle Pmi che vogliono accedere al mercato dei capitali, sia a livello nazionale, sia internazionale, e assistiamo l'imprenditore e l'azienda in tutte le fasi della trattativa fino al closing dell'operazione».

Voi avete un Dna assicurativo. Come si riflette nella vostra operatività? E, soprattutto, investite mezzi ed energie nell'offerta previdenziale, che fino a pochi anni fa (se non addirittura pochi mesi fa) era molto trascurata dalle reti?

«A fronte di un mercato sempre più esigen-

te, Zurich Bank sceglie di presidiare l'intero ciclo di vita del patrimonio del cliente, comprendo anche le necessità legate alla protezione, forti dell'esperienza del Gruppo, con l'intento di offrire stabilità e prospettive per il futuro. Nel corso di questi due anni e mezzo, l'offerta assicurativa di Zurich Bank si è arricchita di numerose soluzioni pensate per rispondere alle esigenze assicurative attraverso un ventaglio diversificato di percorsi finanziari. Alle tradizionali soluzioni unit linked, differenziate per profili di rischio, abbiamo infatti affiancato approcci progressivi al mercato e, per la clientela più sofisticata, fondi interni caratterizzati da un contenuto finanziario efficiente e capace di offrire prospettive di rendimento interessanti. Le novità riguardano pertanto tutti gli ambiti, compreso quello previdenziale, che sempre più ricoprirà un ruolo centrale nella pianificazione finanziaria di ogni individuo».

Tecnologia e, oggi, intelligenza artificiale: quanto siete interessati a questi temi? Ci state puntando capitali ed energie?

«Per Zurich Bank le competenze umane rimarranno centrali e continueranno a rappresentare il nostro punto di forza: è attraverso la sinergia fra l'altissimo livello di professionalità della nostra rete di consulenti finanziari e la tecnologia Zurich Bank che continueremo a fare la differenza per i nostri clienti. L'intelligenza artificiale rappresenta oggi un elemento fondamentale per ottimizzare e velocizzare operazioni e servizi in tutti i settori di attività, migliorando al contempo l'esperienza complessiva e la soddisfazione dei clienti, nonché un catalizzatore di nuove opportunità per il mondo della consulenza finanziaria. Se è indubbio, infatti, che questo settore sta vivendo un periodo di rapidi cambiamenti, che richiedono un'evoluzione del ruolo del consulente finanziario, è ancora più vero che i professionisti capaci di considerare la tecnologia, e in particolare l'AI, come un alleato strategico, integrandola in modo efficace con il proprio tocco umano, sapranno fare davvero la differenza in questo mercato. La comprensione approfondita delle esigenze individuali e la creazione di una relazione di fiducia richiedono empatia, ascolto attivo e capacità di gestire le emozioni, tutte qualità intrinsecamente umane, che a nostro avviso l'AI non può replicare. Al tempo stesso, però, l'intelligenza artificiale può supportare il consulente in attività a minore



valore aggiunto, come quelle più operative o ripetitive, consentendo ai professionisti di concentrarsi su ambiti più strategici, quali lo sviluppo commerciale e la pianificazione, migliorando l'efficacia complessiva del servizio offerto. Lo stesso piano triennale per il 2025-2027, recentemente presentato dal Gruppo, ha sottolineato l'importanza strategica dell'AI quale elemento chiave per l'innovazione e l'efficienza operativa, con forti investimenti effettuati nello sviluppo di capacità interne e oltre 200 use-cases scalabili già implementati in diversi ambiti, tra i quali la valutazione dei rischi e la personalizzazione dei servizi. Come Zurich Bank, beneficiamo pertanto del pieno supporto del Gruppo su questo fronte e abbiamo già testato l'efficacia dell'AI nell'ambito dell'assistenza ai canali, come il Contact center, e della gestione documentale. Al momento, ci troviamo nel pieno di una fase esplorativa, in cui riteniamo fondamentale tracciare e misurare il valore aggiunto dall'AI, valutandone l'impatto effettivo a valle della sua introduzione, sempre rispettando la centralità del consulente nella relazione con i clienti e nella comprensione delle loro esigenze. Contiamo di proseguire il percorso già avviato, con l'obiettivo di agevolare sempre più il lavoro della nostra rete e di continuare a rispondere ai bisogni e alle aspettative dei clienti Zurich Bank, offrendo loro un'esperienza ancora più personalizzata e informata».

Per quanto riguarda l'Esg, oggi è cambiato tutto e c'è una grossa fetta di popolazione che rifiuta tutto ciò che è green. Da parte vostra come vi comportate con la clientela? Continuate a proporre questi strumenti o avete una maggiore cautela?

«Come Gruppo, vogliamo incoraggiare una

crescita sostenibile in ogni declinazione delle nostre attività, con particolare attenzione alla cura e alla salvaguardia dell'ambiente, alle problematiche sociali e alla tutela della governance. La sostenibilità è pertanto uno dei pilastri di Zurich Bank ed è una componente strutturale del portafoglio di servizi e prodotti che offriamo alla nostra clientela».

In chiusura una domanda personale. Questi due anni e mezzo probabilmente sono stati decisamente impegnativi, come succede ogni volta che si parte con un progetto nuovo. Che cosa l'ha soddisfatto di più e l'ha reso orgoglioso?

«Il progetto della nuova banca è partito nell'estate del 2021 e ci ha visti impegnati su più fronti, con l'obiettivo di offrire alla rete dei consulenti finanziari una nuova casa: moderna, flessibile, dinamica, ma senza mai perdere quella dimensione umana che consideriamo fondamentale. Sono davvero orgoglioso di avere contribuito alla realizzazione di questo progetto, di avere portato idee e spunti utili che si sono tradotti in quella che oggi è Zurich Bank: una banca rete che punta a soddisfare la propria clientela grazie a consulenti finanziari competenti, seri, affidabili e orgogliosi di fare parte di un progetto ambizioso e condiviso. Non capita tutti i giorni di essere tra i "fondatori" di una nuova banca, nata per accogliere oltre 35 anni di storia della consulenza finanziaria, e questo fatto mi riempie di orgoglio. La ricerca dell'eccellenza passa necessariamente attraverso un percorso di miglioramento continuo; in Zurich Bank siamo sempre attenti ai trend di mercato e alle esigenze che ci segnalano i nostri consulenti: è anche grazie a questo ascolto che introduciamo con regolarità novità e miglioramenti, con l'obiettivo di aumentare la soddisfazione di clienti e financial advisor.

CONSULENTI &
RETI

Solida competenza e grande maturità

a cura di Alessandro Secciani

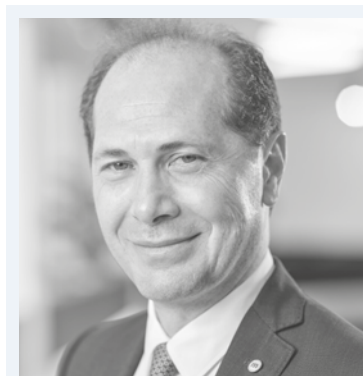
Apparentemente il settore della previdenza è abbastanza semplice: si tratta di costruire in un numero di anni ragionevole una rendita alternativa, sfruttando strumenti ben conosciuti, riducendo al massimo il rischio, in modo da garantire (il termine garantire va sottolineato) una pensione certa tra qualche decina di anni. Del resto, le assicurazioni che hanno sempre gestito questo comparto, o anche la stessa Inps, non sono mai stati degli spericolati speculatori.

Nella realtà, costruire un piano previdenziale è uno dei lavori più complessi per un consulente finanziario. Le variabili di cui tenere conto sono tantissime: il tempo a disposizione, la cifra che ogni mese può essere risparmiata, l'utilizzo del risparmio fiscale, che può essere incrementato anche usando strumenti particolari come i Pir, la scelta di eventuali mercati azionari, la propensione al rischio dell'aspirante pensionato e tantissimi altri elementi. In più, trattandosi di un piano a lunghissimo termine, è necessario fare verifiche costanti e apportare talora qualche modifica, stando però attenti a non intervenire a ogni piccolo cambiamento di mercato su una costruzione che deve avere solide basi.

Ma, soprattutto, l'elemento fondamentale è la persona per la quale si deve costruire il piano. Vedere quali sono i suoi impegni familiari, le sue aspettative professionali, se entrano altri redditi in famiglia e quali sono le coperture assicurative indispensabili sono soltanto alcuni dei pilastri che devono reggere una costruzione di questo genere. Anche la psicologia del sottoscrittore non è un elemento secondario: egli prende un impegno che deve durare 20-30 anni e non può certamente fare un acquisto d'impulso. In pratica, costruire un'allocatione di questo tipo è una specie di esame di maturità, sia per il cliente, sia per il consulente.

A spiegare come costruire un portafoglio per clienti reali, al di fuori delle classiche proiezioni, sono **Banca Mediolanum**, che parla soprattutto delle modalità di costruzione di un portafoglio previdenziale e degli eventuali errori da evitare, e **Sella Sgr (gruppo Sella)**, che affronta il tema in maniera abbastanza originale: come costruire la previdenza per un'intera piccola azienda, comprendendo nel progetto la totalità dei lavoratori, un singolo caso e lo stesso imprenditore.

«Creare un salvadanaio di scorta»



EDOARDO FONTANA RAVA
direttore servizi di investimento
e assicurativi
Banca Mediolanum



PREMESSA E NECESSARIO INQUADRAMENTO DEL CONTESTO

Il sistema pensionistico italiano è stato al centro di molte riforme nel corso degli ultimi 30 anni. Storicamente, l'Italia adottava un sistema retributivo, in cui l'importo della pensione era calcolato in base alle retribuzioni percepite negli ultimi anni di lavoro (solitamente più alte), indipendentemente dai contributi effettivamente versati.

Con la riforma Dini, il nostro Paese ha introdotto il sistema contributivo, oggi in vigore per tutti i lavoratori che hanno iniziato a versare i contributi dopo il 1° gennaio 1996. Nel sistema contributivo:

- ogni anno, i contributi versati vengono accantonati in un montante contributivo;
- questo montante viene poi convertito in rendita al momento della pensione, utilizzando alcuni coefficienti di trasformazione che tengono conto dell'età di pensionamento e della speranza di vita.

ALCUNE CONSIDERAZIONI DI BASE

- La pensione non dipende dalla retribuzione finale, ma dai contributi versati durante la carriera lavorativa e dal coefficiente che verrà utilizzato (influenzato, tra gli altri, dall'aspettativa di vita).



• Viene penalizzato chi ha carriere discontinue (ad esempio contratti a termine, periodi di disoccupazione), chi ritarda l'ingresso nel mondo del lavoro oppure chi vuole andare in pensione anticipatamente. Più a lungo si lavora, più si versa e maggiore sarà l'importo della pensione.

TASSO DI SOSTITUZIONE ANCHE AL 50%

Oggi, con il sistema contributivo, per i giovani lavoratori il tasso di sostituzione potrebbe essere al momento della pensione anche intorno al 50%. In pratica, chi oggi guadagna 1.500 euro netti al mese rischia di ritrovarsi con una pensione inferiore a 800 euro. Per questo motivo, è indispensabile costruirsi un salvadanaio da utilizzare anche al momento della pensione.

LE REGOLE FONDAMENTALI INIZIARE PRIMA POSSIBILE

Sembra banale, ma nelle cose semplici c'è il

segreto per fare le cose bene: prima si inizia a risparmiare, più elevato sarà l'ammontare dopo un determinato numero di anni.

Facciamo un esempio e mettiamo a confronto un soggetto di 25 anni con uno di 45 e ipotizziamo che entrambi lavorino fino a 65 anni. Il primo risparmia 100 euro al mese per un totale di 48.000 euro dopo 40 anni. Il secondo, invece, se verserà sempre 100 euro al mese avrà messo da parte al momento della pensione 24.000 euro: chiaramente per raggiungere lo stesso importo del 25enne dovrà versare esattamente il doppio, ossia 200 euro per 20 anni.

Ma non è tutto. Anche se entrambi i soggetti versano gli stessi 48.000 euro, per il 25enne il denaro ha avuto più tempo per crescere (40 anni) rispetto al capitale del 45enne (solo 20 anni). Questo è l'effetto della capitalizzazione composta: se ipotizziamo un rendimento del 3% netto annuo, nel primo caso il montante sarà di circa 92.600 euro, mentre nel secondo si arriva a 65.700.

Se il 45enne volesse raggiungere lo stesso montante, l'importo da risparmiare si alzerebbe a 280 euro al mese. Ciò dimostra quanto il tempo sia un fattore cruciale nella costruzione del capitale.

BENEFICI INDIRETTI

- **Più tempo = più flessibilità.** Iniziare presto consente di affrontare gli imprevisti (disoccupazione, pause di carriera) senza compromettere troppo l'obiettivo finale.

- **Disciplina finanziaria e cultura del risparmio.** Chi comincia a risparmiare in anticipo apprende fin da giovane a gestire il denaro con una visione di lungo periodo (casa, famiglia, salute, imprevisti) e impara a non spendere tutto il reddito disponibile.

IDENTIFICARE LE PROPRIE ESIGENZE

Creare un "salvadanaio di scorta" significa implicitamente investire il risparmio in una varietà di strumenti finanziari, tra i quali azioni e obbligazioni il cui obiettivo è fare crescere il capitale nel tempo, beneficiando dei rendimenti offerti dai mercati. Tuttavia, questi investimenti sono soggetti alle fluttuazioni di mercato, il che significa che i ritorni possono variare in base alle condizioni economiche globali.

Per un soggetto di 25 anni, l'orizzonte temporale è di 40 anni e questo lungo periodo consente di assorbire le fluttuazioni di mercato: le eventuali perdite in anni negativi possono essere più che compensate dai guadagni degli anni positivi. La strategia di investimento può essere più orientata verso strumenti con maggiore potenziale di crescita a patto di accettare una volatilità più elevata nel breve termine. La storia, infatti, insegna che nel lungo periodo il mercato azionario cresce sempre.

Un lavoratore che inizia a risparmiare a 45 anni ha invece un orizzonte temporale di 20 anni. In questo caso, vi sarà una maggiore sensibilità alle fluttuazioni di mercato: con meno tempo a disposizione, le perdite dovute a periodi di mercato negativo hanno un impatto più significativo, lasciando meno possibilità per il recupero e, quindi, è necessario adottare una strategia di investimento potenzialmente più conservativa. In generale, minore è il tempo a disposizione, minori saranno le possibilità di crescita dell'investimento.

ELEMENTI CHIAVE

- **Mantenere una prospettiva di lungo termine.** In altre parole ciò significa non farsi influenzare eccessivamente dalle oscillazioni di breve periodo, restando fissi sull'obiettivo finale.

- **Congruità.** Non forzare la mano tentando di costruire un capitale in un lasso di tempo non adeguato e scegliendo strumenti finanziari non in linea con la propria tolleranza alla volatilità (vale sempre la regola che maggiore rendimento comporta anche maggiore rischio)

GLI STRUMENTI ADATTI

Per costruire un "salvadanaio di scorta" per l'età pensionabile è necessario innanzitutto dividere gli strumenti tra quelli maggiormente indicati per una finalità pensionistica e quelli tradizionali indicati per una finalità finanziaria/di risparmio. Ecco perché, dal mio punto di vista, non si dovrebbe parlare di pensione di scorta, ma di salvadanaio di scorta (anche per l'età pensionabile).

• Prodotti previdenziali (fondi pensione negoziali, aperti e Pip).

Sono strumenti creati appositamente per integrare la pensione pubblica e consentono una deduzione degli importi versati fino a 5.164 euro annui. Prevedono anche la possibilità di versare il Tfr, oltre che versamenti volontari e a scadenza, e hanno anche una tassazione agevolata. Tuttavia, in cambio di questi vantaggi fiscali, è necessario mantenerli sino all'età pensionabile e i riscatti sono possibili solo a determinate condizioni; le posizioni non sono mai interamente liquidabili.

• **Prodotti finanziari.** Sono riconducibili ai tradizionali fondi comuni o alle polizze unit linked. Questi strumenti non hanno nessun beneficio fiscale e non permettono il versamento del Tfr, ma possono essere liquidati in qualsiasi momento pagando una tassazione ordinaria sulle plusvalenze.

Entrambe le tipologie di soluzioni sono sottoscrivibili, sia dal 25enne, sia dal 45enne: possono investire sia in strumenti azionari, sia in reddito fisso (bilanciati, obbligazionari o un mix di questi) e la quasi totalità di tali prodotti finanziari è accessibile in forma di Pac, ossia con versamenti mensili.

ESIGENZE SEMPLICI, PERCORSO COMPLESSO

L'esigenza di avere un reddito integrativo al momento dell'età pensionabile è un bi-

sogno semplice e ben chiaro nella testa e nella "pancia" dei risparmiatori. Come soddisfarlo, però, comporta insidie e complessità che solitamente non possono essere risolte in maniera autonoma (tassazione, fiscalità, rapporto rischio rendimento, etc.).

• **Diversificazione.** Una buona regola dell'investimento prevede la ripartizione del proprio risparmio tra più asset class (azioni, obbligazioni societarie, titoli di stato, etc.). Ma diversificare significa anche scegliere e combinare diversi strumenti che portano benefici differenti e spesso complementari tra loro (Pip, fondi, unit linked e molto altro).

• **Competenze.** Costruire un portafoglio diversificato significa conoscere bene il mercato e le normative di riferimento. Ad esempio, per il risparmio previdenziale i limiti di deduzione per i lavoratori di prima occupazione sono maggiorati, o ancora, nel mondo del risparmio tradizionale, la normativa Pir consente di sottoscrivere strumenti che sono completamente esenti dalla tassazione sulle plusvalenze se detenuti per soli cinque anni.

• **Protezione.** Creare un salvadanaio da usare per l'età pensionabile è qualcosa di indispensabile. Tuttavia, è anche necessario adottare comportamenti e strategie che consentano di proteggere il salvadanaio, in modo da non doverlo rompere per imprevisti con il pericolo di arrivare all'età pensionabile con un salvadanaio un po' più asciutto. Questo è il ruolo della protezione, ossia un'assicurazione che elimini quanti più rischi possibile che possano compromettere e deviare il percorso del risparmio.

Per fare tutto ciò serve il supporto di un professionista che, instaurando un rapporto umano basato sul dialogo, sia in grado di:

- comprendere le esigenze del risparmiatore/lavoratore e della sua famiglia;
- disegnare insieme a lui un percorso personalizzato che guardi sia alla quotidianità, sia al suo futuro;
- fare emergere i potenziali rischi che possono compromettere la sua pianificazione;
- effettuare, quando necessario, un'utile manutenzione agli strumenti finanziari in base all'evoluzione della vita.

Solo in questo modo gli aspiranti pensionati hanno veramente un'efficace pianificazione finanziaria: tutte le persone sono diverse tra loro e non esistono soluzioni predefinite valide per ogni stagione e per ogni tipologia di risparmiatore.

«Tre opportunità in azienda»



GIUSEPPE CRESPI
responsabile previdenza
& product manager
Eurorisparmio Fpa
Sella Sgr

Sella
SGR

L'Italia è un paese caratterizzato dalla presenza di un elevato numero di piccole e medie imprese, che rappresentano il cuore pulsante della sua economia. Queste realtà imprenditoriali sono fondamentali per l'innovazione, l'occupazione e lo sviluppo del territorio, ma talvolta registrano costi significativi che, se ottimizzati, potrebbero migliorarne l'efficienza e la competitività. Le aziende potrebbero trarre un beneficio significativo dall'integrazione della previdenza complementare nei piani di welfare aziendali, migliorando, al contempo, il benessere dei dipendenti e la sostenibilità economica, e annullando l'esposizione ai costi di rivalutazione del Tfr. Per dimostrarne l'impatto concreto, proponiamo l'analisi di tre casi reali.

1° caso: Pmi di 10 dipendenti con Ral media di 25.000 euro

Prendiamo il caso di una Pmi con 10 dipendenti, ciascuno con una retribuzione annua lorda media di 25.000 euro. Se il Tfr fosse destinato, su base volontaria dei dipendenti, alla previdenza complementare, verrebbe ridotta l'esposizione finanziaria dell'azienda e

sarebbero liberate risorse per investimenti strategici.

Attualmente, il Tfr accantonato in azienda è soggetto a una rivalutazione annua dell'1,5%, cui si aggiunge il 75% dell'inflazione. Se ipotizzassimo un tasso medio di inflazione del 3%, dopo 35 anni, il costo del Tfr risulterebbe raddoppiato, generando un costo complessivo di oltre 1 milione di euro per l'azienda, con impatti significativi sul bilancio aziendale.

Il Tfr destinato al fondo pensione del dipendente consentirebbe un completo abbattimento del costo legato alla rivalutazione e prevederebbe ulteriori vantaggi fiscali e contributivi per l'azienda, come l'extra deducibilità al 6% del Tfr destinato al fondo pensione dei dipendenti.

2° caso: giovane di 24 anni, neoassunto con una Ral di 30.000 euro

All'interno dello stesso contesto aziendale, consideriamo il caso di un giovane di 24 anni, neoassunto con una Ral di 30.000 euro. Se decidesse di destinare il proprio Tfr a un fondo pensione, potrebbe costruire un capitale per il futuro con vantaggi significativi. Ipotizziamo che la sua azienda preveda, per chi destina il proprio Tfr al fondo pensione, un contributo aziendale dell'1% della Ral del dipendente, a condizione che anch'egli versi pari percentuale direttamente dalla busta paga. Ogni anno, il nostro giovane maturerebbe nel fondo pensione 2.673 euro provenienti dal trattamento di fine rapporto, versamento personale e contributo aziendale. Con questa impostazione, fino all'età pensionabile di 67 anni, verserebbe nel fondo pensione contributi utili a costruire una pensione integrativa solida. Essendo un lavoratore giovane, il fattore tempo gioca un ruolo determinante nella costruzione della previdenza integrativa. Ciò consente di adottare una strategia di investimento dinamica nei primi anni di contribuzione, per poi gradualmente orientarsi verso un approccio più con-

servativo con l'avvicinarsi dell'età pensionabile, secondo il principio dei piani life-cycle. Questo meccanismo ottimizza l'allocation degli investimenti nel tempo, consentendo di ottenere, a fine carriera, rendimenti superiori rispetto alla rivalutazione del Tfr lasciato in azienda, sfruttando in modo efficiente le opportunità offerte dai mercati finanziari.

3° caso: imprenditore di 50 anni, proprietario della Pmi

Spostiamo ora l'attenzione sul proprietario della Pmi, un imprenditore che, nel corso della sua carriera, ha reinvestito gran parte degli utili nell'azienda, considerandola la principale fonte di sicurezza economica per il futuro. Tuttavia, la variabilità dei contributi versati influenzerà l'importo della pensione pubblica, rendendo necessaria una strategia previdenziale mirata.

In questo scenario, un piano di accumulo sul fondo pensione rappresenta una soluzione efficace. Versamenti mensili di 430 euro (pari a 5.160 euro l'anno) permettono di ottimizzare i benefici fiscali, coprendo il limite massimo deducibile annuale. Inoltre, consentono di sfruttare con costanza l'andamento dei mercati e accantonare gradualmente un capitale che potrà supportarlo al raggiungimento dell'età pensionabile, garantendogli maggiore stabilità finanziaria.

Nonostante un tasso di adesione alla previdenza complementare ancora inferiore rispetto ad altre categorie di lavoratori, il fondo pensione rappresenta per il lavoratore autonomo uno strumento di tutela essenziale. Oltre a costituire una forma di risparmio a lungo termine, durante la fase di accumulo garantisce la protezione del capitale accantonato che sarà impignorabile e inesquestrabile. Inoltre, il fondo pensione non rientra nel calcolo Isee e offre la possibilità di designare liberamente i beneficiari, che in caso di premorienza riceveranno l'intero capitale esente dall'imposta di successione.

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
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---



BANCA
GENERALI
PRIVATE

BG STILE ESCLUSIVO



SCOPRI TUTTI
I DETTAGLI



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.

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 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.