

# FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 18 - numero 175 - giugno 2025



TREASURY NELLA TEMPESTA

# 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](http://www.fondiesicav.it)

## ADDIO AL PANICO di Giuseppe Riccardi



Eravamo molto curiosi di sapere come si fossero comportati i risparmiatori in queste settimane di grande volatilità: i classici clienti del consulente finanziario, spesso non particolarmente esperti di finanza e, di conseguenza, non abituati agli scossoni che l'avvento di Donald Trump ha provocato sui mercati di tutto il mondo, come hanno reagito? L'idea di molti era che fossero entrati in una fase di panico e che in alcuni casi volessero semplicemente fuggire e vendere tutto. A questo punto, per saperlo non restava che chiederlo ai manager delle reti, come si può vedere nell'inchiesta pubblicata a pagina 62.

E i risultati sono stati sorprendenti. A parte qualche raro caso, per la maggior parte dei clienti è stato sufficiente un colloquio con il proprio advisor, con il quale sono stati ribaditi

e verificati gli obiettivi di lungo termine, per tranquillizzarsi e proseguire la politica di investimenti già concordati, magari con qualche piccolo ritocco.

In pratica, nel mezzo di una delle crisi più forti e imprevedibili degli ultimi anni, a differenza delle volte precedenti, i risparmiatori hanno mantenuto una calma invidiabile. Evidentemente, anni e anni di educazione finanziaria, la fiducia che è stata conquistata e i buoni risultati ottenuti hanno portato i loro frutti anche sul piano comportamentale.

Ma c'è, in questo contesto, anche un'altra sorpresa. Recentemente, durante una delle serate che faccio per i clienti delle realtà private ho voluto fare un esperimento. Ho chiesto alla platea quanti in occasione dell'ultima discesa legata alle dichiarazioni di Trump sui dazi avessero

pensato di comprare a prezzi più vantaggiosi. In sala si sono alzate timidamente quattro mani. A questo punto ho voluto rilanciare chiedendo a questi ospiti chi poi avesse trasformato l'idea in azione. Questa volta solo una mano si è alzata. Per la prima volta, dopo anni di incontri coi clienti ragionando di prezzo e valore, di orizzonte temporale, di diversificazione almeno una mano si è alzata. Ne ho dedotto, con grande soddisfazione, che la vecchia idea che bisogna acquistare quando tutti vendono e che tenere i nervi a posto può portare consistenti guadagni inizia lentamente a farsi strada. Piano, ma anche in finanza il mondo cambia.



## BENVENUTI FAMIGLIE E AMICI, STUDENTI E SOSTENITORI di Pinuccia Parini

«Benvenuti famiglie e amici, studenti e sostenitori. Benvenuti ospiti provenienti dall'altro capo della strada, dal resto del Paese e dal mondo intero. E benvenuti ai membri della classe del 2025. Membri della classe del 2025 provenienti dall'altro capo della strada, dal resto del Paese e dal mondo intero. Da tutto il mondo. Proprio come dovrebbe essere».

Sono le parole di Alan Garber, rettore dell'Università di Harvard, in occasione della cerimonia di laurea tenutasi lo scorso mese. L'ateneo sta attraversando un momento estremamente delicato che lo vede contrapporsi al duro attacco del go-

verno americano. Gli studenti presenti hanno applaudito, in un'atmosfera di dignitoso dissenso nei confronti delle decisioni prese dalla Casa bianca: taglio dei finanziamenti e della presenza di studenti stranieri all'interno dell'università.

Ad Harvard studiano oltre 6.700 studenti provenienti dalle più svariate parti del mondo, tra cui 280 italiani. È una ricchezza per il contesto universitario, perché permette la creazione di un humus culturale in cui la ricerca cresce. Il loro destino, ora, è su un filo di rasoio perché potrebbe essere negata la possibilità di continuare i loro studi: giovani meritevoli, che hanno speso molte energie per raggiungere quell'obiettivo, potrebbero vedere compromesso il loro futuro senza una ragione, se non quella di essere in un ateneo che ha osato opporsi all'establishment politico.

Quanto successo è un attacco affinché l'università rinunci all'indipendenza accademica, un valore in linea di principio che non dovrebbe essere negoziabile. C'è chi sostiene che difendere la causa di Harvard sia salvaguardare il diritto di cittadini abbienti che possono permettersi di accedervi. È indiscutibile, le rette sono elevate, ma circa il 25% della popolazione studentesca ha tutte le spese coperte e il 55% riceve aiuti finanziari in base al reddito.

Ma la questione è ben diversa: viene attaccata la cultura, tagliati i fondi alla ricerca, minata l'indipendenza di un mondo, quello universitario, che dovrebbe essere la culla del futuro. E vengono discriminate delle persone perché straniere. Il timore è che quanto successo sia un tentativo di impossessarsi della cultura, del pensiero libero e indipendente, per poterne riscrivere i contenuti.

## SOMMARIO

Numero 175  
giugno 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  
Georgia, sia intrigante, sia insidiosa

**8** OSSERVATORIO ASIA  
Taiwan, un gioco di equilibri

**10** FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE  
*Myles Bradshaw, Head of Global Aggregate Bonds, J.P. Morgan Asset Management*  
«La parola chiave è diversificare»

*David Kohl, Chief Economist, Julius Baer*  
«Una nuova fase alle porte»

**14** TREASURY NELLA TEMPESTA  
A big beautiful disaster

**28** RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT  
Alla ricerca di income

**30** LAZARD ASSET MANAGEMENT  
Tempo di convertibili

**32** INVESCO RACCONTA  
Facile come cucinare un piatto di pasta

**34** FLOSSBACH VON STORCH  
Dopo lo shock dei dazi

**36** LOMBARD ODIER INVESTMENT MANAGERS  
Misurare la decarbonizzazione

**38** UNGUESS  
Ma davvero funzionano i prodotti digitali?

**40** OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE  
Una crescita strutturale

**43** OSSERVATORIO RISCHIO  
Fin-Com, l'alba di una nuova era finanziaria

**46** OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA  
Il bacio che ha ingannato il mondo

**49** COMGEST  
India, cogliere crescita e qualità

**50** SOSTENEO  
Investire nella transizione energetica

**52** LA FINANZA E LA LEGGE  
Cambia il diritto di rimborso

**54** ARTE  
Meraviglia, la forza che ci fa volare

**57** CONSULENTI&RETI  
**Gianluca Scelzo**

**62** INCHIESTA  
Trump non toglie il sonno





BANCA  
GENERALI  
PRIVATE



# BG STILE ESCLUSIVO



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

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

SCOPRI TUTTI  
I DETTAGLI



BG | STILE  
ESCLUSIVO



 **BG VITA**

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

## Georgia, sia intrigante, sia insidiosa

a cura di Mark William Lowe

Appollaiata al crocevia tra Europa e Asia, la piccola Georgia ha da tempo attirato l'attenzione della geopolitica. Un tempo salutata come il beniamino riformista dello spazio post-sovietico, si trova ora in una posizione precaria: economicamente promettente, strategicamente critica, ma politicamente pronta a prendere fuoco. Mentre i leader europei valutano la prospettiva di accogliere la Georgia nell'Ue, gli investitori la guardano con altrettanta attenzione per capire se questo mercato di frontiera merita ancora la sua reputazione di storia di successo o se sta scivolando nell'instabilità.

### PROMESSE NELLA PARALISI

Secondo la Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo, l'economia della Georgia crescerà del 9,5% nel 2024, superando le aspettative e accelerando rispetto al 7,8% del 2023. Il Paese si trova a cavallo del cosiddetto Corridoio di mezzo, una vitale rotta commerciale est-ovest che collega la Cina all'Europa attraverso l'Asia centrale, il Mar Caspio e il Caucaso meridionale. Con lo spostamento delle catene di approvvigionamento globali che tendono a bypassare la Russia, i porti, le ferrovie e le autostrade della Georgia sono diventati sempre più interessanti per gli investitori occidentali e asiatici. Tuttavia, l'ottimismo è mitigato da una disfunzione politica cronica: il partito Sogno georgiano, al potere dal 2012, è stato accusato di soffocare il dissenso, indebolire le istituzioni e allontanarsi dalle aspirazioni occidentali del Paese. Una controversa legge sugli "agenti stranieri", sorprendentemente

simile alla legislazione russa utilizzata per imbavagliare la società civile, ha scatenato massicce proteste e provocato allarmi a Bruxelles.

### LA QUESTIONE DELL'UE

Nel dicembre 2023, il Consiglio europeo ha concesso alla Georgia lo status di candidato, una pietra miliare simbolica, ma che ha comportato alcuni vincoli. L'Unione Europea è stata molto chiara: le riforme sullo stato di diritto, l'indipendenza del sistema giudiziario e la lotta alla corruzione non sono negoziabili se la Georgia vuole avanzare la sua candidatura. Sebbene il sostegno pubblico all'adesione all'Ue rimanga superiore all'80%, le azioni del governo hanno sollevato dubbi sul suo impegno all'integrazione. I critici accusano l'élite al potere di fare il doppio gioco: corteggiare Bruxelles per ottenere vantaggi economici e mantenere taciti legami con Mosca per preservare il controllo politico. L'ingresso nell'Unione non è solo un progetto politico, ma anche economico. La piena adesione garantirebbe l'accesso al mercato unico, agli investimenti esteri diretti e ai fondi strutturali che potrebbero trasformare le infrastrutture e i servizi pubblici del Paese. Tuttavia, il cammino è lungo e condizionato e, se il regresso democratico continuasse, la

Georgia rischierebbe di sprecare la buona volontà che ha faticosamente dimostrato.

### UN VICINATO INSTABILE

Dal punto di vista geopolitico, la posizione della Georgia è, sia una benedizione, sia una maledizione. Confina con la Russia, con cui ha combattuto una breve guerra nel 2008, e ha ancora due regioni secessioniste occupate da Mosca: Abkhazia e Ossezia del Sud. La Georgia mantiene stretti legami con la Turchia e l'Azerbaigian, fungendo da corri-

“ “ Secondo la Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo, l'economia della Georgia crescerà del 9,5% nel 2024, superando le aspettative e accelerando rispetto al 7,8% del 2023 “ “

doio energetico fondamentale per il petrolio e il gas del Mar Caspio diretti a ovest e, soprattutto, grazie a progetti infrastrutturali legati alla Belt and Road Initiative di Pechino, le sue relazioni con la Cina continuano a crescere. Nel frattempo, gli Stati Uniti e l'Ue rimangono i maggiori donatori e patrocinatori politici della Georgia, anche se la loro pazienza si sta esaurendo. Un ulteriore scivolamento verso l'illiberalismo potrebbe mettere a rischio la cooperazione per la sicurezza e gli aiuti allo sviluppo.



## OPPORTUNITÀ E OSTACOLI

Nonostante le turbolenze politiche, i fondamentali economici rimangono solidi. L'inflazione è sotto controllo, il debito nazionale è moderato e la Banca centrale gode di credibilità. Il lari, la valuta del Paese, si è mantenuto relativamente stabile, anche in presenza di pressioni esterne. In questo contesto, esistono opportunità per gli investitori stranieri, ma solo per quelli con una certa propensione al rischio. L'energia idroelettrica, pur avendo un vasto potenziale, rimane poco sviluppata, nonostante gli ambiziosi piani del governo di fare della Georgia un esportatore di energia verde in Europa. I settori tecnologico e fintech sono piccoli, ma in crescita, sostenuti da una forza lavoro giovane e istruita e da bassi costi operativi. L'agricoltura, in particolare il vino e le nocciole, rimane un punto di forza tradizionale, con possibilità di produzione a più alto valore aggiunto. I progetti infrastrutturali, comprese le espansioni portuali a lungo rimandate come il porto d'altura di Anaklia, potrebbero rafforzare ulteriormente la posizione della Georgia come hub di transito, ma solo se sarà garantita la volontà politica necessaria. L'economia rimane fortemente dipendente dalle rimesse, soprattutto dalla Russia. Il declino demografico e l'emigrazione, soprattutto tra i giovani e le persone qualificate, stanno svuotando la forza lavoro.

La corruzione, sebbene non endemica, rimane un problema negli appalti pubblici e nella governance regionale. L'autoritarismo strisciante di Tbilisi sta erodendo la fiducia degli investitori in un momento in cui il capitale è più che mai selettivo.

## IL DILEMMA DELL'INVESTITORE

Per le imprese e i banchieri, la Georgia è, sia intrigante, sia insidiosa. È un Paese di importanza strategica, benedetto dalla geografia e maledetto dalla politica. Se riuscirà a recuperare lo zelo riformista e ad ancorarsi con decisione all'Europa, potrebbe diventare un polo regionale per l'energia, il commercio e l'innovazione. Altrimenti, rischia di scivolare nella zona grigia: troppo democratica per la Russia, troppo autocratica per l'Ue e troppo incerta per i capitali affidabili. I prossimi mesi saranno decisivi. I funzionari dell'Ue stanno osservando se Tbilisi ritratta le sue proposte legislative più repressive e riprende le riforme istituzionali necessarie per i colloqui di adesione. Anche gli investitori stanno analizzando non solo i cambiamenti politici, ma anche i segnali che mostrino una Georgia seriamente intenzionata a diventare qualcosa di più di un semplice corridoio.

## CONCLUSIONI

La Georgia si trova in un punto di infles-

sione critico. La sua posizione geografica, il potenziale economico e l'interesse popolare per l'integrazione europea fanno pensare a un Paese molto promettente. Tuttavia, questa promessa è compromessa da crescenti disfunzioni politiche, da un autoritarismo strisciante e da una politica estera ambigua che rischia di alienare i suoi partner più importanti. Dal punto di vista economico, i fondamentali restano incoraggianti. La Georgia è ben posizionata per beneficiare dei cambiamenti globali nelle rotte commerciali ed energetiche e i suoi settori più importanti, che vanno dalla logistica all'energia idroelettrica, dal turismo ai servizi digitali, offrono un terreno fertile per lo sviluppo. Ma i capitali esteri non sono attratti solo dalla geografia o dai dati di crescita: gli investitori richiedono garanzie di stabilità politica e sociale. Se la Georgia riuscirà a cambiare, il suo successo servirà da modello per altri piccoli stati che si trovano ad affrontare le rivalità tra grandi potenze e i vincoli dello sviluppo. Al contrario, il suo fallimento segnalerebbe che la geografia e la buona volontà non sono sufficienti. Alla fine, la Georgia deve decidere quale tipo di Paese vuole essere e se è disposta a pagare il costo politico per arrivarci. Ciò, purtroppo, sarà determinato in gran parte da interferenze straniere del tipo più indesiderato.

# Taiwan, un gioco di equilibri

a cura di **Pinuccia Parini**

Morris Chang è stato il fondatore di Tsmc, un colosso nel settore dei semiconduttori a livello mondiale e la più grande impresa di un paese, Taiwan, in cui questo comparto rappresenta circa il 40% delle esportazioni e il 25% del Pil. Persona geniale e visionaria, ha reso la Repubblica della Cina un centro cruciale per la produzione di chip.

### UN CURRICULUM INVIDIABILE

Nato nel 1931 in Cina, Morris Chang ha fatto i suoi studi negli Stati Uniti: una laurea e il master in ingegneria meccanica al Massachusetts Institute of Technology (Mit), cui ha fatto seguito un dottorato in ingegneria elettrotecnica alla Stanford University. Le prime esperienze dopo gli studi sono state negli Usa, dove ha lavorato presso Sylvania Semiconductor a metà degli anni '50, per poi passare nel 1958 alla Texas Instruments, allora leader nella produzione di chip. Vi è rimasto per 25 anni. Nel 1985, viene chiamato da Sun Yun-suan, già ministro degli Affari Economici dal 1969 al 1978 e primo ministro della Repubblica di Cina dal 1978 al 1984, a guidare l'Istituto di ricerca sulla tecnologia industriale a Taiwan, con l'incarico di promuovere lo sviluppo tecnologico del Paese. Nel 1987 Chang fonda Tsmc, posando così una pietra miliare nella strategia industriale della nazione che, nel corso degli anni, ha raggiunto una posizione dominante nella produzione di semiconduttori.

### GLI INGREDIENTI DEL SUCCESSO

Circa un anno e mezzo fa, invitato a una conferenza organizzata dal Mit, Morris Chang ha tenuto una lezione sulla sua esperienza im-

prenditoriale, individuando i fattori che, a suo parere, hanno contribuito al successo della Repubblica della Cina nella produzione di chip. Dopo avere fornito un'ampia panoramica dello sviluppo del settore, si è concentrato su alcuni dei fattori che hanno contribuito al successo di Tsmc e di Taiwan: solida offerta di talenti, sotto forma di ingegneri e altre figure tecniche disposti a lavorare nella produzione; un basso turnover dei dipendenti; una concentrazione geografica della produzione industriale; la "teoria della curva di esperienza", secondo la quale l'esperienza accumulata nella produzione porta a una riduzione dei costi di produzione<sup>(1)</sup>. Quest'ultima, è un concetto utilizzato per la prima volta circa 30 anni fa per descrivere «la relazione matematica tra la produzione cumulativa di un prodotto e i suoi costi». Migliaia di studi hanno dimostrato che i costi di produzione di solito diminuiscono dal 10% al 30% ogni volta che la produzione cumulativa raddoppia.<sup>(2)</sup> Ma ciò che distingue i vincitori dai perdenti da questo punto di vista è la loro comprensione, sia della logica della curva di esperienza, sia delle caratteristiche dell'arena competitiva che ne determinano l'idoneità come arma strategica<sup>(2)</sup>. Secondo Chang, Tsmc ha avuto successo a Taiwan per il livello elevato di capitale umano di cui può usufruire e per la forte aspirazione della forza lavoro di entrare a fare parte di questa

realità. A ciò si aggiunge l'importanza che la produzione sia concentrata in un unico luogo. Infine, potrebbe esserci una correlazione con lo sviluppo economico di una nazione: i vantaggi di cui Taiwan gode oggi sono simili a quelli degli Stati Uniti tra gli anni '50 e '60. Nei prossimi anni simili situazioni si potrebbero verificare in aree quali l'India, il Vietnam o l'Indonesia, in base a come evolverà la situazione.

### CHIP E DAZI

Nel primo trimestre del 2025, le esportazioni taiwanesi hanno registrato una crescita significativa, in particolare i prodotti

“ “ *Nel 1987 Chang fonda Tsmc, posando così una pietra miliare nella strategia industriale della nazione che, con gli anni, ha raggiunto una posizione dominante nella produzione di semiconduttori* ” ”

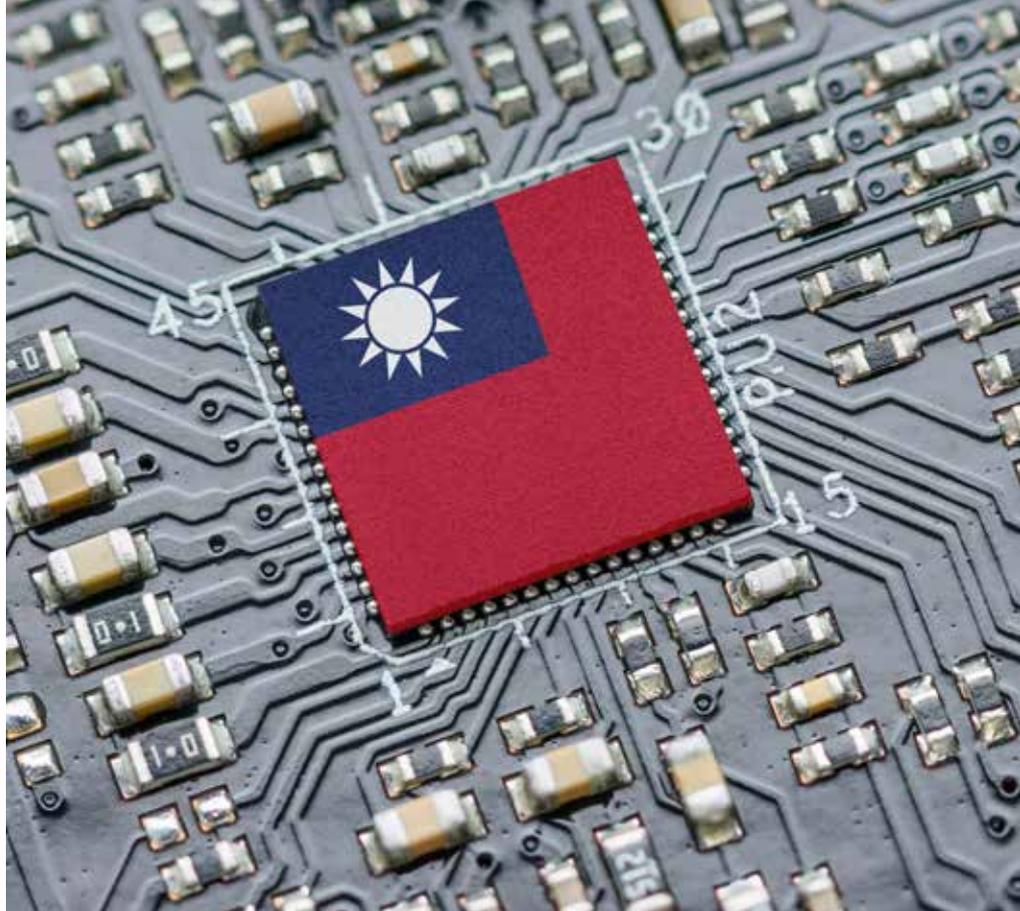
delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, che hanno costituito oltre un terzo del totale, dirette in particolare modo negli Usa. Ma quali saranno le conseguenze per Taiwan e per la stessa Tsmc con l'introduzione dei dazi da parte dell'amministrazione americana? La situazione, purtroppo, non è ancora chiara e non si esaurisce nella definizione dei rapporti commerciali con gli Stati Uniti. L'industria taiwanese

dei chip ha un ruolo dominante sui mercati globali, con la Cina che è una delle principali piazze di sbocco. Pensare che le trattative tra Washington e Taipei possano bastare per risolvere la questione commerciale per il Paese sarebbe non conoscerne la struttura economica. Ovviamente ci posso essere delle mediazioni: già i dazi imposti da Trump durante il suo primo mandato avevano visto diverse società taiwanesi trasferire alcuni impianti produttivi di semiconduttori negli Stati Uniti. La tendenza si è rafforzata anche durante l'amministrazione Biden attraverso il Chips and Science Act e non è forse un caso che la stessa Tsmc, quest'anno, abbia deciso di investire 100 miliardi di dollari in America. Anche questa volta è possibile che si possano riprodurre le stesse dinamiche del passato, ma non sembra siano sufficienti a fare arretrare Trump dalle sue richieste. Per il momento, le nuove indicazioni emerse dall'amministrazione americana prevedono l'applicazione di un'aliquota del 10% su tutti i prodotti per 90 giorni, in attesa dei negoziati con i singoli paesi, a eccezione dei semiconduttori, dei farmaci e dei minerali critici.

Se la decisione può avere fatto tirare un sospiro di sollievo a Taipei, l'imprevedibilità di Washington pesa sul Paese, anche per l'effetto indiretto delle aliquote che potrebbero essere imposte ad altre nazioni. Inoltre, la storia insegna: il presidente Donald Reagan impose pesanti dazi alle esportazioni nipponiche per il mancato rispetto da parte del Giappone di un accordo del 1986 volto a contrastare le pratiche di dumping e a migliorare l'accesso al mercato giapponese per i produttori di chip statunitensi. Oggi, il 47esimo presidente Usa accusa Taiwan di avere "rubato" il business dei chip agli americani, una frase non delle più felici, che potrebbe fare presagire a scenari non rosei e dipinge un quadro con tinte diverse da quanto accaduto.

## FABLESS & FOUNDRY

Ma è davvero avvenuto questo furto? Tsmc è nata per fabbricare per conto terzi, per essere una vera e propria fonderia (foundry). Quando fu costituita, le nuove aziende della Silicon Valley, tra le quali alcuni degli attuali colossi tecnologici, non avevano la possibilità di realizzare nuovi impianti per la produzione di semiconduttori e iniziarono a collaborare con l'allora appena nata Tsmc, guidata da un uomo che non solo era accademicamente



cresciuto negli Usa, ma vi aveva anche lavorato. Accadde, così, che queste società (fabless) decisero di esternalizzare la loro produzione, insieme ad altre che non avevano impianti a sufficienza per soddisfare la domanda. Fu grazie a questo cambiamento di paradigma che aziende come Tsmc riuscirono a conquistare un'importante fetta del mercato, senza entrare in diretto conflitto con i loro committenti che mettevano in commercio il prodotto finito con il proprio nome.

## CHIP E ARMI

Come evolverà la situazione per Taiwan? È indubbio che la dipendenza dell'Isola dagli Stati Uniti è elevata e i dati sugli scambi commerciali lo testimoniano. La decisione di Tsmc di investire pesantemente negli Usa non ha reso immune la nazione dall'essere colpita dai dazi. Addirittura, da alcuni esponenti del partito di opposizione, il Guomindang, è stata vista come una "svendita" di tecnologia in cambio della sicurezza nazionale. Incidentalmente, il presidente William Lai e il Partito democratico progressista puntano, quest'anno, ad aumentare al 3% del Pil la spesa per la difesa attraverso un budget straordinario dedicato a questo scopo. Secondo fonti Reuters, alcuni funzionari statunitensi, che hanno parlato in condizione di anonimato, hanno affermato di aspettarsi che le vendite di armi

a Taipei nei prossimi quattro anni superino quelle del primo mandato di Trump. Allora, fu approvata una spesa di circa 18,3 miliardi di dollari, rispetto agli 8,4 miliardi circa durante il mandato di Joe Biden, sempre in base ai calcoli dell'agenzia d'informazione. Quest'ultima ha anche parlato di pressioni degli Usa affinché i partiti di opposizione non si frappongano al raggiungimento di un accordo. La questione è molto delicata, perché Taipei ha disperatamente bisogno di Washington per difendersi dalla Cina, ma la posizione di Trump sul coinvolgimento degli Usa nella sicurezza nazionale di altri paesi è molto chiara e fa pensare a un potenziale disimpegno, a meno che non si tratti di un accordo di natura commerciale. Non è un caso che, tra le sue tante dichiarazioni, il presidente americano abbia asserito che Taiwan deve pagare per essere difesa. Ma la questione più profonda è un'altra: la nazione sarà lasciata al suo destino? È una domanda che, indubbiamente, genera incertezza e che ha sullo sfondo l'incombenza della Repubblica Popolare Cinese. E non solo per accaparrarsi una tecnologia sempre più strategica.

1. <https://meche.mit.edu/news-media/morris-chang-%E2%80%9952-sm-%E2%80%9953-describes-secrets-semiconductor-success>

2. <https://hbr.org/1985/03/building-strategy-on-the-experience-curve>.

**MYLES BRADSHAW**

HEAD OF GLOBAL AGGREGATE BONDS

J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT

# La parola chiave è diversificare

a cura di Pinuccia Parini

**Quasi quotidianamente c'è una notizia che potenzialmente potrebbe cambiare la prospettiva con cui guardare i mercati finanziari. Quali sono le implicazioni di questo contesto per gli investimenti?**

«È indubbiamente l'incertezza legata agli Usa che sta guidando la volatilità delle piazze finanziarie. Ritengo che gran parte di quest'ultima sia alimentata dai messaggi sui social del presidente Trump, anche se sono convinto che il loro impatto stia via via diminuendo: circolano molte voci e tweet che non è detto che si concretizzino in una decisione politica».

**La questione dei dazi però è importante...**

«Penso che sia una questione spinosa, ma che stia gradualmente perdendo i toni più accesi. Il 2 aprile il livello dei dazi era di circa il 20-25%, ossia una tassa di circa il 2% del Pil americano. Poi c'è stata una sorta di inversione di rotta

con la conclusione di una veloce e frettolosa trattativa con il Regno Unito, quasi a dimostrare che un accordo con gli Stati Uniti può essere raggiunto, seguita da un importante cambio di atteggiamento nei confronti della Cina, uno dei più importanti partner commerciali del Paese. In questo caso le tariffe sono scese dal 145% al 30% nell'arco di poche settimane: è stato una sorta di "acconto" per dare il via alle negoziazioni. Dal punto di vista dei mercati finanziari, la chiara lettura dell'impatto dei dazi si è materializzata nella profonda correzione dei mercati azionari e nel malessere delle grandi aziende americane nei confronti di misure che potrebbero generare seri danni all'approvvigionamento dei beni e alle catene di fornitura e provocare anche un aumento dei prezzi. Ritengo che ora la Casa Bianca desideri raggiungere alcune intese con i diversi Paesi: anche se i dettagli non saranno definiti, è necessario stemperare una potenziale guerra commerciale che, altrimenti, potrebbe avere



conseguenze sull'attività economica degli Stati Uniti».

### **Significa che i dazi scompariranno?**

«No, penso che probabilmente continuerà il regime attuale, o leggermente sopra il livello universale del 10%, ma, così facendo, l'impatto sul Pil sarà solo dell'1%, non sufficiente a provocare una recessione. Di fatto, è stato ridotto il rischio di una congiuntura negativa. Questo è lo scenario che gli investitori stanno prendendo in considerazione e lo testimoniano i corsi al rialzo degli indici azionari e il restringimento degli spread nel mercato del credito, con un leggero rialzo dei tassi d'interesse».

### **Ma che cosa guarderanno i mercati d'ora in avanti?**

«C'è stato un collasso nell'andamento dei dati anticipatori, ma non sarebbe sorprendente se gli stessi numeri mostrassero un mutamento della direzionalità. Guarderemo all'evoluzione di questi indicatori e, contestualmente, ai dati concreti come quelli legati ai consumi e all'occupazione. Per il momento, le statistiche ad alta frequenza del mercato del lavoro non mostrano particolari segnali negativi, bensì un quadro confuso in cui la Fed dovrebbe mantenere i tassi invariati per i prossimi mesi, sino a quando non sarà dipanata la questione del budget».

### **Quindi occhi puntati sulle decisioni dell'amministrazione americana?**

«Ci sono diversi aspetti da considerare. Se si pensa alle attese inflazionistiche per i prossimi 12 mesi, si può affermare che la crescita sarà probabilmente più moderata per i dazi e l'inflazione leggermente più elevata. Infatti, se i prezzi al consumo sono più alti, il potere d'acquisto delle persone diminuisce, i consumi scendono e l'attività economica cala. Inutile dire che bisognerà guardare anche al mercato del lavoro, ma al momento non si intravedono dinamiche che facciano presagire aumenti salariali ascrivibili a un più alto del costo della vita. E anche questo è un aspetto che la Fed dovrà monitorare. Dall'altro lato, c'è la politica fiscale. Una riduzione delle tasse potrebbe compensare l'effetto dei dazi, ma bisogna essere onesti: neppure i politici hanno deciso cosa fare».

### **Come sarà finanziato l'eventuale taglio delle tasse?**

«Non è da escludere che ciò possa avvenire alzando le imposte sulle persone molto ab-

bienti: anche Trump ha dichiarato che è una strada percorribile. Al momento l'intenzione è di tagliare i costi del Medicare, ma è una misura non auspicabile se si vuole mantenere il consenso. È comunque una questione meramente politica, che dipenderà molto dalla relazione dei singoli membri del Congresso con le loro circoscrizioni elettorali. Un'altra ipotesi che rimane sul tavolo è la possibilità che ci siano alcuni tagli fiscali anticipati, cui faranno seguito altre riduzioni di spesa posticipate, una decisione che non dovrebbe piacere molto ai mercati finanziari. Non è tuttavia escluso che alla fine venga redatto un budget equilibrato e, nel caso ci fosse uno stimolo fiscale, credo che sarà relativamente modesto».

### **La perdita di credibilità degli Usa ha un impatto sui mercati finanziari?**

«È l'effetto "America first" che può pesare sugli investitori, ma non è solo una questione politica, visto il disavanzo commerciale del Paese. Gli Stati Uniti devono più agli stranieri di quanto questi ultimi debbano agli Usa: il posizionamento netto degli investimenti è negativo. A oggi, guardando le statistiche, emerge che i capitali esteri non sono stati disinvestiti, ma non ne sono arrivati di nuovi, fondamentali per gli Usa per mantenere la situazione in equilibrio; a tutto ciò si aggiungono aspetti di carattere geopolitico e geoeconomico nell'utilizzare gli asset in Treasury».

### **Ma il rendimento del decennale è salito...**

«Si tratta di un semplice aggiustamento di prezzo in un contesto dove il dollaro è caro, le azioni americane hanno registrato performance eccezionali e l'economia ha sovraperformato quella europea negli ultimi 15 anni, assorbendo molti capitali. Ora che lo scenario è meno positivo, gli investitori si stanno chiedendo se è opportuno avere un'elevata esposizione agli Usa. Tuttavia, non ritengo si sia dinanzi a una fase che prelude alla fine del dollaro come valuta di riserva, perché non ci sono mercati ed economie che possano rimpiazzare gli Usa».

### **Come valuta i Treasury americani?**

«Se dovessi fare un paragone con i titoli di stato in Eurozona, direi che sono relativamente meno costosi. I temi che sono stati trattati in precedenza evidenziano che ci sono dei rischi in America che non sono stati ancora pienamente prezzati dal mercato, anche perché sono difficili da quantificare. Tuttavia, se si considera il divario tra le aspettative d'inflazione tra gli Usa

e l'Europa, si può notare che non è mai stato così contenuto da 20 anni a questa parte. I rendimenti reali dei Treasury sono decisamente sopra i livelli raggiunti prima della Grande crisi finanziaria, mentre quelli del Bund sono ancora molto al di sotto. Prima del 2007, i governativi americani e quelli europei trattavano allo stesso livello e, visto che le attese d'inflazione non sono così diverse, non capisco perché le valutazioni non debbano essere più simili. Inoltre, non va dimenticato che la Germania ha annunciato un massiccio piano di investimenti nella difesa e che, se la Nato insistesse che i finanziamenti di ogni singolo membro debbano raggiungere il 5% del Pil, allora riterrei che alcuni rischi in Europa non siano ancora stati prezzati, al contrario dei Treasury, per i quali è richiesto un premio al rischio più elevato».

### **Lo stato di salute dei conti pubblici in Germania, però, non è quello degli Usa...**

«Sì, ma ciò che conta è il cambiamento della posizione fiscale. L'aggiustamento avvenuto in Eurozona con la crisi del debito sovrano è stato di fatto guidato dalla Germania; adesso la situazione è opposta rispetto a quella di allora ed è probabile che ci sia più attivismo fiscale anche negli altri membri dell'Unione che, ancora una volta, non è prezzato dal mercato».

### **Come dovrebbe posizionarsi un investitore europeo?**

«Credo che la parola chiave sia diversificazione, proprio perché ci sono molti rischi: alcuni sono conosciuti e quindi scontati nei prezzi, mentre altri, meno noti, sono sottostimati. Se si considera il mercato obbligazionario nel suo complesso, il reddito che si ottiene investendo in Treasury coprendo il cambio è simile a quello che si otterrebbe acquistando titoli governativi dell'Eurozona. Ma, puntando su un Treasury a cinque anni, se dovesse esserci una recessione negli Usa, il guadagno in conto capitale sarebbe decisamente maggiore. Parlando sempre di diversificazione, va ovviamente considerato il mercato del credito a livello globale e il debito cartolarizzato. In termini di posizionamento nei portafogli, attualmente privilegiamo le obbligazioni americane a breve scadenza e gli attivi che sono meno legati ai tassi di interesse a lungo termine, mentre sottopesiamo il dollaro rispetto a un basket di divise, sulle quali è possibile ottenere un extra-reddito sovrappesando i mercati emergenti; infine, proteggiamo il portafoglio con lo yen e con asset dei mercati asiatici».

**DAVID KOHL**  
CHIEF ECONOMIST  
JULIUS BAER

# Una nuova fase alle porte

a cura di Pinuccia Parini

**Ci sono stati molti accadimenti in questa prima metà del 2025. Che cosa dobbiamo aspettarci per la seconda parte dell'anno?**

«Per i prossimi sei mesi ipotizziamo un Accordo del Plaza 2.0 con differenti sfumature. Come dice il proverbio: "La storia non si ripete, ma spesso fa rima". Sebbene una tale ridefinizione del panorama finanziario non sia quasi mai accompagnata da un andamento lineare dei prezzi degli asset, riteniamo che la seconda metà dell'anno sia un buon punto di ingresso per adeguarsi alla nuova realtà».

**Fine quindi dell'eccezionalismo americano?**

«L'era dell'eccezionalismo degli Stati Uniti sta volgendo al termine e i mercati stanno iniziando a riflettere questo cambiamento. È in atto una trasformazione dei flussi di capi-

tale globali, con gli investitori che guardano sempre più al di fuori degli Usa per ottenere rendimenti. L'economia statunitense dovrà affrontare un periodo difficile, caratterizzato da stagflazione o crescita lenta e inflazione persistente, determinata in gran parte da un'ondata di incertezza politica. Le imprevedibili misure commerciali, i segnali fiscali volatili e il margine di manovra limitato, sia sul fronte monetario, sia su quello fiscale, stanno avendo un impatto negativo. Al di fuori degli Stati Uniti, il mix di politiche appare molto più flessibile e offre agli investitori migliori opportunità. Tuttavia, non bisogna abbassare la guardia: le incognite sono molte. Le tensioni geopolitiche, i rischi finanziari sistemici (ad esempio lo shadow banking), una potenziale recessione in Cina e le vicende politiche interne agli Stati Uniti aggiungono ulteriori livelli di complessità».



## **Ma i consumi sono il motore della crescita americana. Quali sono le vostre aspettative in merito?**

«Le aziende stanno sospendendo i piani di investimento e di assunzione in attesa di maggiore chiarezza, il che sta indebolendo le prospettive di crescita degli Stati Uniti. Un potenziale aumento della disoccupazione avrebbe un impatto negativo sui consumi statunitensi, che negli ultimi anni sono stati elevati grazie alla solida crescita dei redditi e alle plusvalenze. Questi venti contrari ridurranno gradualmente le asimmetrie globali tra i consumi eccezionalmente forti degli Stati Uniti, che rappresentano il 30% dei consumi globali, e quelli non altrettanto sostenuti, investimenti compresi, nel resto del mondo. La politica monetaria e quella fiscale statunitense hanno opzioni limitate per rispondere alla debolezza economica, perché i livelli di debito pubblico e deficit negli Stati Uniti sono eccezionalmente elevati rispetto a quelli europei. La Fed reagirà solo in ritardo alla crescita più debole, ma poi con determinazione, dato il potenziale impatto inflazionistico dei dazi. Prevediamo due sostanziali tagli dei tassi di 50 punti base ciascuno nella seconda metà dell'anno. Ci attendiamo che gli accordi sulle relazioni commerciali degli Stati Uniti saranno fondamentali per porre fine alla debolezza della crescita statunitense nei prossimi tre-sei mesi».

## **Si attende delle ripercussioni provocate dalla politica americana sulla crescita globale?**

«Poiché gli Stati Uniti sono l'unico paese ad avere lanciato una guerra commerciale globale, l'impatto sulla crescita mondiale è piuttosto eterogeneo. La maggior parte dei paesi dell'Europa e dell'Asia è in ritardo rispetto all'America in termini di crescita della domanda interna, il che li rende desiderosi di mantenere i legami commerciali il più aperti possibile e di creare politiche a sostegno dell'attività economica. Le barriere al commercio statunitense che stanno emergendo incentivano la ricerca di accordi commerciali bilaterali al di fuori degli Usa. Inoltre, la politica erratica del Paese ha aumentato il desiderio delle altre nazioni di utilizzare la potenza fiscale per stimolare gli investimenti interni, che vanno dalla difesa alla spesa per le infrastrutture. La situazione fiscale nella maggior parte dei paesi europei è sufficientemente solida da consentire un aumento della spesa pubblica dopo anni di disciplina fiscale. Allo

stesso tempo, i vantaggi derivanti dall'allentamento della regolamentazione e dalla riduzione della burocrazia per le imprese appaiono eccezionalmente elevati in Europa, dove la regolamentazione è citata molto più spesso come un problema rispetto agli Stati Uniti».

## **Siete quindi positivi sull'Europa...**

«Prevediamo che la debolezza della crescita a breve termine nel 2025 rafforzerà gli sforzi per ridurre l'onere normativo e aumentare la spesa fiscale, mentre i bassi tassi di utilizzo della capacità produttiva impediranno a questo stimolo di accelerare l'inflazione. Siamo convinti che la politica monetaria in Europa diventerà espansiva nel 2025, accompagnata da politiche fiscali a sostegno della crescita nel 2026. Il mondo risponderà ai dazi statunitensi principalmente con misure di stimolo, piuttosto che con l'imposizione di dazi di ritorsione. Il riequilibrio del commercio globale sarà guidato da una crescita più forte in Europa e in Asia e da un'espansione più debole negli Stati Uniti».

## **Che cosa vi aspettate dai mercati del reddito fisso?**

«Anche se le notizie più recenti sul fronte della politica commerciale hanno sorpreso positivamente, la saga continua e, molto probabilmente, le dinamiche dei mercati dei capitali non torneranno semplicemente alla vecchia narrativa. L'allentamento della politica monetaria globale ha subito un rallentamento, poiché la Federal Reserve non è ancora pronta ad avviare la seconda fase del ciclo di allentamento. Tuttavia, una politica meno restrittiva da parte delle banche centrali è ancora all'ordine del giorno, anche negli Stati Uniti, dove è stata solo rinviata. Comunque, non è questo il momento di apportare grandi cambiamenti strategici ai portafogli obbligazionari, se non per sfruttare il recente restringimento degli spread e per ridurre l'esposizione residua al credito con beta più elevato».

## **Questa sua considerazione vale per tutto il segmento del credito?**

«Nel comparto high yield c'è valore nel segmento di massima qualità, che offre un significativo cuscinetto ai livelli di rendimento attuali. Di conseguenza, la curva dei rendimenti è nuovamente più ripida e trovare l'esposizione ottimale in termini di duration è difficile. La soluzione migliore è avere un'allocation bilanciata. Il debito dei mercati emergenti (Em) ha mostrato una notevole resilienza e non è messo in difficoltà dalla consueta combinazione di

rallentamento della domanda globale e forza del biglietto verde. Il corporate Em rimane il nostro punto focale, con una preferenza per i crediti con rating più elevato. Infine, alcuni vantaggi di diversificazione possono essere trovati in mercati più di nicchia, come l'obbligazionario in franchi svizzeri, se la valuta dovesse subire alcune battute d'arresto temporanee».

## **In questa situazione, qual è il vostro posizionamento sul mercato azionario?**

«I nostri economisti attribuiscono attualmente una probabilità del 50% a una recessione negli Stati Uniti nei prossimi 12 mesi. In questo contesto, riteniamo che i motivi a favore della diversificazione geografica si stiano rafforzando, in particolare perché le principali regioni al di fuori degli Usa iniziano a offrire un mix più costruttivo di politiche e di crescita. Gli investitori dovrebbero continuare a cercare attivamente la diversificazione. L'Europa si distingue come un'area in cui il contesto macroeconomico sta evolvendo positivamente e anche quello politico è più favorevole, con l'allentamento fiscale che sta prendendo piede e la Bce che mantiene un atteggiamento accomodante, condizioni che dovrebbero contribuire a sbloccare la crescita degli utili dopo anni di stagnazione».

## **Quale tipologia di titoli state privilegiando nel Vecchio continente?**

«All'interno della regione, le azioni a media capitalizzazione appaiono particolarmente interessanti, in quanto sono più sensibili alle dinamiche di crescita locali e meno esposte ai rischi del commercio globale. I titoli a media capitalizzazione tedeschi sembrano ben posizionati per recuperare terreno, mentre quelli svizzeri hanno costantemente generato solidi rendimenti a lungo termine. In Giappone, l'ulteriore rialzo dipende dai progressi nei negoziati commerciali e dal programma di riforme aziendali in corso, che continua a sostenere le valutazioni azionarie. Nel frattempo, sia la Cina, sia l'India presentano punti di ingresso interessanti, combinando valutazioni ragionevoli con condizioni macroeconomiche relativamente resilienti. In un contesto di accresciuto rischio di recessione negli Stati Uniti e di persistente volatilità dei mercati, riteniamo che gli investitori dovrebbero continuare a cercare attivamente la diversificazione geografica e a privilegiare un'esposizione selettiva laddove i fondamentali rimangono sottovalutati».

# A big beautiful disaster

di Boris Secciani



**Quale sarà la versione finale della prossima legge di bilancio degli Stati Uniti, definita da Donald Trump «a big beautiful bill», è ancora difficile dirlo, ma i dubbi sulle capacità di tenere sotto controllo la situazione fiscale del Paese sono elevati. I tanto declamati tagli all'amministrazione pubblica non hanno al momento ottenuto i risultati auspicati, ma, al contrario, generato diverse criticità che hanno riguardato il funzionamento dei dipartimenti coinvolti. La riduzione del deficit, inoltre, non sembra un obiettivo raggiungibile nel breve periodo e le proiezioni sulla traiettoria del debito sono al rialzo. Lo scenario che si delinea in prospettiva non è certamente tra i più auspicabili per il mercato del reddito fisso e ciò sta generando molte preoccupazioni tra gli investitori obbligazionari, non solo negli Usa, ma anche nel resto del mondo**

Gli ultimi mesi sono stati gioco forza caratterizzati da continue analisi dell'impatto sui mercati e sull'economia globale causato dalla saga dei dazi. A seconda degli sviluppi da parte di Washington, di solito completamente inaspettati e irrazionali, si è avuto un continuo giro di montagne russe tra fasi di propensione e avversione al rischio. Contemporaneamente, però, è cresciuta una crisi probabilmente ben peggiore: il continuo rialzo dei rendimenti dei Treasury, un fenomeno peraltro accompagnato da una ripresa dell'indebolimento del dollaro. In pratica, gli investitori stanno votando con i loro soldi sul piano di Trump: tagliare le imposte, ridurre le spese federali e aumentare le entrate con i dazi. Il 47esimo presidente statunitense, infatti, di recente ha presentato una legge, passata per un solo voto alla Camera e adesso in discussione al Senato, che ha definito «a big beautiful bill»: nelle intenzioni dell'inquilino della Casa bianca un piano vasto nei suoi scopi e bellissimo, ma che rischia, al momento, di generare un mezzo disastro. Il provvedimento dovrebbe reintrodurre gli stimoli fiscali che lo stesso Trump aveva varato nel



*Nonostante il clamore suscitato dal Doge (Department of government efficiency) e dalla sua missione di tagliare la spesa pubblica, quello di Donald Trump è ben lontano dall'essere un piano di austerità fiscale*



**ENGUERRAND ARTAZ**  
strategist  
**La Financière de l'Échiquier**

2017, più ulteriori limature alle imposte, mantenendo al contempo sotto controllo i conti pubblici grazie a un aumento delle entrate indotto dai dazi e dalla maggiore crescita. Qualsiasi cosa si pensi a livello ideologico di questo approccio, le probabilità che un simile progetto abbia successo appaiono alquanto limitate.

#### **UNA SUMMA POLITICA**

L'insieme dei provvedimenti presentato da Trump e soci rappresenta la summa dell'azione politica del controverso presidente: un impasto di forte liberismo per spingere al rialzo l'economia con, al contempo, pulsioni mercantiliste con l'obiettivo di riportare la manifattura nel Paese e di risanare le casse federali con il sostegno dato al Pil, le sforbiciate agli sprechi federali e gli incassi ottenuti tassando le importazioni. Un progetto immaginifico ed epocale che, nel concreto, utilizzando un termine informale, sembra più che altro una mandrakata di non altissimo spessore. Il risultato più plausibile del tentativo di esportare nel resto del pianeta una vera e propria stretta fiscale viene criticato da **Enguerrand Artaz**, strategist, di **La Financière de l'Échiquier**: «Nonostante il clamore suscitato dal Doge (Department of government efficiency) e dalla sua missione di tagliare la spesa pubblica, quello di Donald Trump è ben lontano dall'essere un piano di austerità fiscale. Se da un lato sono previsti tagli alla spesa pubblica, dall'altro è in programma un forte calo delle entrate, attraverso i promessi tagli alle tasse, che dovrebbero essere finanziati da maggiori entrate doganali. Tuttavia, questa equazione è poco credibile: è un leggero aumento delle imposte, oltre a misure di ottimizzazione della spesa pubblica, a fornire la leva per ridurre il deficit di bilancio, che aveva cominciato a diminuire negli ultimi mesi. Ma si prevede che nel 2025 il deficit supererà nuovamente il 6%, come nel 2024, un valore senza precedenti al di fuori degli ultimi due periodi di recessione (Gfc e Covid)».

#### **TAGLIO DEL RATING**

L'America si sta dunque avviando a peggiorare persino le già discutibilissime performance a livello di conti pubblici dell'era Biden. Non sorprende, dunque, che le conseguenze sulla percezione del debito statunitense si stiano facendo sentire. Di recente, infatti, il rendimento a scadenza





**OLEG SCHANTORENKO**  
client portfolio manager & Esg  
specialist institutional clients  
Dje Kapital



*La stragrande maggioranza della spesa fiscale negli Stati Uniti è non discrezionale, come quella per il pagamento del debito agli obbligazionisti e la sicurezza sociale. Per quanto riguarda la parte discrezionale, la maggior parte viene impiegata per la difesa*



del trentennale ha superato il 5%, mentre quello del decennale continua a oscillare intorno al 4,5%. La curva lungo tutte le scadenze continua a irripidirsi, dopo anni di inversioni che apparivano quasi strutturali: si tratta di un elemento, ormai probabilmente sistemico, piuttosto inquietante. In pratica, i mercati stanno scontando l'avvio di un'era di maggiore inflazione strutturale e di minore fiducia nel quadro creditizio del Paese. Questo fattore è evidenziato anche dal taglio del rating del debito americano da parte di Moody's da AAA ad AA1. Le previsioni fosche

non sembrano, in effetti, campate in aria: diversi analisti ritengono che nel giro di un decennio l'attuale debito pubblico degli Usa, sopra i 36 trilioni, potrebbe salire di un'altra decina. Va ricordato, peraltro, che si tratta di un valore al di sopra del tetto massimo stabilito per legge, elemento che costringe il tesoro locale a finanziarsi con misure straordinarie allo scopo di evitare il default.

### **NO DISAVANZI, NO PARTY**

Il cupo pessimismo attuale trova peraltro una motivazione ancora più profonda, espressa con lucidità e chiarezza da **Oleg Schantorenko**, client portfolio manager & Esg specialist institutional clients di **Dje Kapital**: «Ironicamente, i disavanzi pubblici sono allo stesso tempo avanzi pubblici e sono la ragione principale della forte performance economica dei consumatori e delle imprese negli Stati Uniti negli ultimi anni. Sebbene la disciplina fiscale sia generalmente apprezzata dagli elettori e dai politici repubblicani, gli Stati Uniti non sono stati in grado di generare un avanzo di bi-

lancio dall'inizio degli anni 2000. Per comprendere le opzioni, è necessario capire che la stragrande maggioranza della spesa fiscale negli Stati Uniti è non discrezionale, come quella per il pagamento del debito agli obbligazionisti e la sicurezza sociale. Per quanto riguarda la parte discrezionale, la maggior parte viene impiegata per la difesa. Sebbene riteniamo che alcune riforme proposte ed eseguite dal Department of government efficiency siano assolutamente sensate, non siamo convinti che possano spostare l'ago della bilancia sui deficit fiscali complessivi generati dall'amministrazione statunitense».

In pratica, l'America, sotto nessuna amministrazione e in nessun scenario economico, riesce a mettere a segno una crescita economica se non a prezzo di potenti disavanzi nei conti, che sempre di più appaiono ineliminabili. La traiettoria del rapporto debito pubblico/Pil, ormai superiore al 120%, in questi ultimi 25 anni appare impressionante. Così come sconcertante è la sostanziale resa del Partito repubblicano, in teoria non privo di correnti fiscalmen-





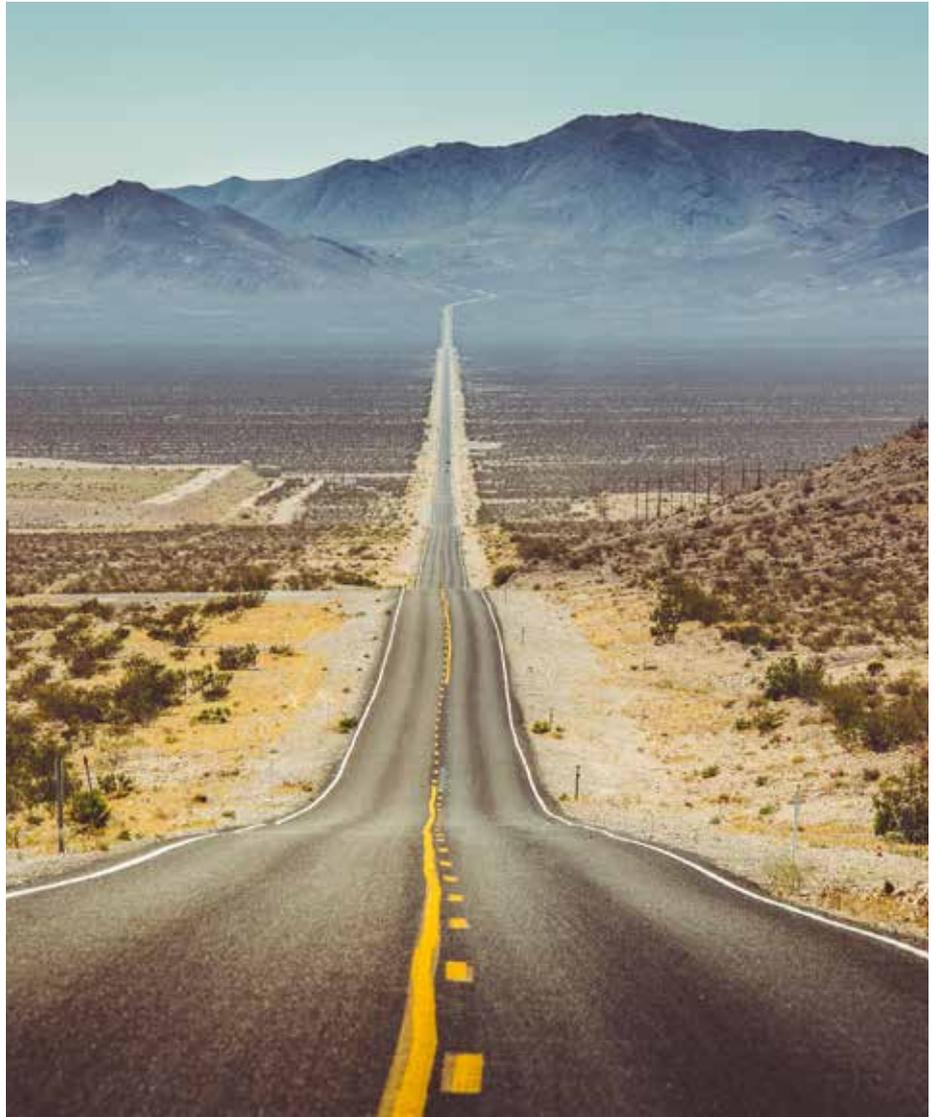
**NABIL MILALI**  
multi-asset & overlay portfolio  
manager  
Edmond de Rothschild Am



*È diventato ormai chiaro che i repubblicani non hanno alcuna intenzione di ridurre il deficit, al contrario del ministro al Tesoro Scott Bessent che vorrebbe tagliarlo fino al 3% del Pil entro la fine dei quattro anni di mandato*



te conservatrici, a una realtà dei fatti ben sintetizzata da **Nabil Milali**, multi-asset & overlay portfolio manager di **Edmond de Rothschild Am**: «È diventato ormai chiaro che i repubblicani non hanno alcuna intenzione di ridurre il deficit, al contrario del ministro al Tesoro Scott Bessent, che vorrebbe tagliarlo fino al 3% del Pil entro la fine dei quattro anni di mandato. Infatti, la legge attualmente in discussione include non solo il rinnovo del Tcja (il tax cuts and jobs act varato da Trump nel 2017), ma anche l'introduzione di un gran numero di abbassamenti delle entrate e una quantità assolutamente insufficiente di limitazioni



alle uscite. Per il Committee for a responsible federal budget, ciò probabilmente si tradurrà in un ulteriore aumento di 3,3 trilioni del debito federale, portando il rapporto rispetto al Pil al 125% nel 2034. Inoltre, il Gop ha concentrato deliberatamente le nuove spese nei prossimi tre anni, praticamente fino alla scadenza del mandato di Trump, mentre si stima che i risparmi non si materializzeranno prima del 2029. In pratica, il deficit potrebbe ampliarsi fino al 7-7,5% del prodotto interno lordo. Quest'ultima grandezza dovrebbe mettere a segno un incremento dello 0,8% a partire dall'anno prossimo. L'obiettivo politico è chiaro: compensare l'effetto negativo dello shock generato dai dazi e stimolare l'economia prima delle elezioni di mid-term».

#### **PAURA DEL PANICO**

In concreto gli Usa sono retti (non da oggi

a essere onesti) da una classe politica di non incredibile qualità, che si rende conto che il modello adottato finora non è sostenibile, salvo proporre ricette sgangherate per correggerlo, come indurre tramite il protezionismo una rinascita manifatturiera che insieme ai soldi delle tariffe dovrebbe rimpinguare le casse dello stato e pigiare sempre di più l'acceleratore sull'irresponsabilità fiscale per comprare un consenso di breve periodo. In tutto ciò, poi, non si sta facendo i conti con il ritorno dei bond vigilantes, che va ben oltre il rialzo, in sé non drammatico, dei rendimenti nelle ultime settimane. L'incubo, infatti, è vedere comparire all'orizzonte un punto di discontinuità in cui il nervosismo si trasforma in panico, un tipo di sviluppo non certo sconosciuto nel mare magnum del fixed income.

Non sorprende, dunque, che diversi money manager comincino a mostrare una

*continua a pag 20*

# La medicina amara di Powell

Dovendo operare una sintesi, si potrebbe dire che finora abbiamo visto solo un antipasto, inquietante, ma alla fin fine non drammatico, di un possibile futuro di caos. In tutto ciò, vi è un attore fondamentale che si è distinto per la propria assenza: la Federal Reserve. Nonostante gli attacchi feroci di Trump a Powell, quella che negli anni '10 era la Banca centrale più pro-crescita e lassista del mondo (a parte, forse, la BoJ) ha continuato imperterrita nel proprio rigore. Essenzialmente, la Fed ritiene, non a torto, che quanto successo negli ultimi anni abbia modificato in maniera sostanziale l'andamento dell'inflazione e le aspettative sull'incremento del costo della vita degli attori economici. Il recente irripidimento della curva dei Treasury, con ogni probabilità, ha rafforzato queste convinzioni. In tale situazione, la guerra commerciale rischia di indurre uno shock esogeno così forte alle dinamiche dei prezzi da indurre a ulteriori temporeggiamenti sul costo del denaro.

## NON ANCORA METABOLIZZATA LA REALTÀ

Il problema è che il consensus non sembra avere ancora del tutto metabolizzato siffatta realtà, come sottolinea **Andrew Lake**, chief investment officer di **Mirabaud Asset Management**: «La Federal Reserve non intende tagliare i tassi al momento, perché non si sa ancora quali saranno gli effetti dei dazi sulla crescita e sull'inflazione. Il mercato sta ora scontando circa due tagli per il resto dell'anno, che arriveranno dopo l'estate. Penso che sia troppo presto per capire davvero come evolverà questa situazione. Tutti questi dazi aumenteranno i costi per le imprese e i consumatori e la crescita rallenterà, ma se non creeranno una recessione o problemi a livello di occupazione, la Federal Reserve non avrà alcun motivo reale per tagliare i tassi. Perché dovrebbe farlo? L'unica ragione per cui ha abbassato i tassi l'ultima volta è stata perché la sua politica era troppo restrittiva e si era creata una situazione in cui il mercato dei Treasury stava iniziando a cedere con i rendimenti cresciuti di 100 punti base in circa tre settimane. Il mercato azionario stava vacillando e c'erano preoccupazioni ben più gravi per l'intero sistema finanziario. Il duplice mandato della Federal Reserve è garantire l'occupazione e la stabilità finanziaria. Al momento, la stabilità finanziaria non si è incrinata, anche se non è piacevole vedere i rendimenti a questi livelli. Quindi, non c'è un vero motivo per cui la Fed debba correre in soccorso».

## IL QUADRO NON È TERRIFICANTE

Dunque, ancora il quadro non è così terrificante da stimolare il ritorno di politiche monetarie non convenzionali allo scopo di sostenere i Treasury e porre un tappo al costo del servizio del debito federale. Inoltre, queste eventuali nuove strategie potrebbero sfuggire di mano e ottenere l'effetto opposto rispetto a quanto desiderato. La soppressione dei rendimenti obbligazionari e della volatilità generale dei mercati, negli anni post Grande crisi finanziaria, si inserì infatti in un contesto di rischi di deflazione. Lo stesso si applica a quanto sperimentato dal Giappone a partire dalla metà degli anni '90. In questo caso, invece, lo scenario è più in linea con ciò che si verifica periodicamente fra molte economie in via di sviluppo, corrose da forti deficit commerciali e dei conti pubblici. Ma anche l'austero approccio di Powell, incentrato sul doppio mandato di combattere inflazione e disoccupazione, è sicuramente rischioso. Infatti, la tesi portata avanti dalle autorità monetarie è, come specificato da Lake, che l'economia sia ancora abbastanza forte da tollerare condizioni finanziarie relativamente rigide. Implicitamente, il messaggio fornito molto probabilmente include anche un invito a mettere ordine nei conti del Paese, dal momento che aiuti esterni non ne arriveranno.

## MANCANO ATTORI RAZIONALI

Questa politica avrebbe sicuramente senso a fronte di attori razionali, che oggi non sembrano abbondare da nessuna parte. Il pericolo, però, è che l'alternativa dia il via al panico nei confronti degli asset americani: una Federal Reserve, per così dire, erdoganizzata cancellerebbe quel poco di fiducia che permane nelle istituzioni Usa. Di questa possibilità sembra rendersi perfettamente conto **Ben Bennett**, head of investment strategy per l'Asia di **L&G Asset Management**: «Provvedimenti come il quantitative easing non vengono presi a cuor leggero da una banca centrale, se l'inflazione è già sopra i livelli desiderati. Certo, in passato è successo che i rendimenti dei Treasury fossero fissati "artificialmente" su tassi molto bassi e per diversi anni, come durante la Seconda guerra mondiale, allo scopo di stimolare la spesa pubblica. Tuttavia, questa manipolazione dei tassi e della curva dei rendimenti non è stata priva di costi. Inoltre, da allora il mondo della finanza è cambiato così tanto che un provvedimento simile, al giorno d'oggi, rischierebbe di destabilizzare l'intero sistema».



**ANDREW LAKE**  
chief investment officer  
Mirabaud Asset Management



*La Federal Reserve non intende tagliare i tassi al momento, perché non si sa ancora quali saranno gli effetti dei dazi sulla crescita e sull'inflazione*



## TORNANO IMPORTANTI I FONDAMENTALI

Inoltre, nell'immediato sarà necessario rassegnarsi ad adottare un diverso paradigma sul medio-lungo periodo. L'era del Qe è stata probabilmente una lunga eccezione storica piuttosto che la norma, in un mondo in cui i classici fondamentali cui guardano le istituzioni monetarie sono tornati ad avere un'importanza precipua. In pratica, data la situazione, higher for longer rischia di costituire il motto di questi anni e non solo uno slogan vuoto. **Sonal Desai**, cio di **Franklin Templeton Fixed Income**, nella sua analisi porta all'attenzione che la realtà attuale è ancora difficile da riconoscere pienamente per chi opera in ambito obbligazionario: «Mentre i mercati hanno prezzato tagli dei tassi più aggressivi, le proiezioni della Fed e la realtà economica indicano un tasso neutrale più alto, possibilmente più vicino al 4% che al 2,5% a lungo supposto. Ciò suggerisce che i tassi di politica monetaria dovrebbero rimanere vicini ai livelli attuali per un periodo prolungato. La Fed potrebbe agire con cautela e in modo incrementale, ma qualsiasi taglio sarebbe guidato da una disinflazione sostenuta e da un rallentamento economico, non da preoccupazioni politiche o fiscali».

## SPERARE NELLA RECESSIONE?

L'ultimo concetto evidenziato introduce un altro elemento di vitale importanza da tenere a mente: alla fine, un sostanziale calo del costo del denaro potrebbe arrivare solo a patto che si manifesti una classica recessione. In un simile quadro, di solito, sia l'attività economica, sia i prezzi tendono a calare per via di una domanda ridotta. **Valentine Ainouz**, head of global fixed income strategy di **Amundi Investment Institute**, e **Anne Beaudu**, deputy head of global aggregate strategies di **Amundi**, descrivono in maniera interessante come si potrebbe arrivare a questa situazione: «La Fed di certo non taglierà i tassi per abbassare il costo del debito e rendere più facile la vita all'attuale governo: è di fondamentale importanza che la Banca centrale rimanga indipendente e credibile. In altre parole, la Fed taglierà solo se ciò sarà in linea con il suo duplice mandato, che consiste nel promuovere la massima occupazione e la stabilità dei prezzi (e, di conseguenza, moderare i tassi di interesse a lungo termine). La Fed non può occuparsi delle pressioni sulla parte lunga della curva dei rendimenti derivanti dall'aumento del deficit. Tuttavia, se i negoziati commerciali porteranno a dazi medi ragionevoli e gli indicatori economici continueranno a moderarsi, la Fed potrebbe considerare l'impatto inflazionistico dei dazi come temporaneo e ritenere necessario riprendere la normalizzazione della politica monetaria verso tassi neutrali».

## L'IPOTESI STAGFLATIVA

In pratica, per chi ha puntato sulla duration, l'ideale sarebbe arrivare a un rapido ritorno alla ragionevolezza da parte degli Stati Uniti nell'approccio al commercio estero, poiché ciò toglierebbe dall'orizzonte l'ipotesi stagflativa. Dall'altra parte, il caos di questi mesi continuerebbe a farsi sentire sotto forma di minori investimenti e un consumer sentiment più cauto: in pratica una buona vecchia recessione standard. Non sarebbe incredibile neppure ipotizzare che, come accennato, da parte della Banca centrale venisse richiesta a Washington un'inversione, se non a U, quanto meno robusta nell'ambito della finanza pubblica. Si tratterebbe, a quel punto, di un ulteriore colpo sulle prospettive di crescita americane, che però ricreerebbe un paradigma più ortodosso e idoneo a un allentamento monetario. Quali probabilità ci sono di assistere a un simile, doloroso, rigurgito di razionalità? Probabilmente non elevatissime, in quanto, come emerso dagli interventi citati, l'unica maniera per avviare un risanamento negli Usa è di aumentare le imposte.

Queste ultime sono, infatti, ai minimi storici a fronte di uscite non così facilmente contenibili.

## LA SPIETATA TENDENZA DELLA REALTÀ

Il Partito repubblicano attuale sembra però orientato a tollerare conti sgangherati a fronte di un approccio leggero da parte dell'erario. D'altro canto, va detto che la realtà ha la spietata tendenza a bussare alla porta e, quando ciò succede, Trump e soci appaiono non contrari, per usare un eufemismo, a mostrare una certa flessibilità. Un cauto ottimismo mostra al riguardo **Giancarlo Fonseca**, country head Italy di **Lombard Odier Investment Managers**: «Il consolidamento fiscale è il passo necessario per l'implementazione della tanto attesa misura economica di Donald Trump, ossia la riduzione dell'imposta sulle società al 15%. Recentemente, i mercati hanno mostrato una notevole diffidenza riguardo alla capacità della Casa bianca di riprendere il controllo del disavanzo pubblico: aumentare le tasse e controllare la spesa sono i due passaggi indispensabili senza i quali non sarà possibile alcun taglio fiscale. La disciplina fiscale dovrebbe arrivare a breve piuttosto che più in là nel tempo».



**SONAL DESAI**

cio

**Franklin Templeton  
Fixed Income**



*La Fed potrebbe agire con cautela e in modo incrementale, ma qualsiasi taglio sarebbe guidato da una disinflazione sostenuta e da un rallentamento economico, non da preoccupazioni politiche o fiscali*





**ELLIOT HENTOV**  
head of macro policy research  
State Street Global Advisors



*La dura realtà, in parte evidenziata dalla politica commerciale di Trump, è che gli Stati Uniti devono risparmiare di più e consumare di meno*



marcata ed esplicita preoccupazione per le sorti dei Treasury. Fra costoro c'è **Elliot Hentov**, head of macro policy research di **State Street Global Advisors**: «La dura realtà, in parte evidenziata dalla politica commerciale di Trump, è che gli Stati Uniti devono risparmiare di più e consumare di meno. Considerando il deficit degli Usa, a differenza dei solidi bilanci delle imprese e delle famiglie, deve necessariamente avvenire una qualche forma di consolidamento fiscale. Di fatto, i rialzi dei dazi equivalgono a un aumento delle imposte e rappresentano, quindi, un passo nella giusta direzione dal punto di vista fiscale. Tuttavia, la volontà dei repubblicani di approvare un bilancio fiscale espansivo contraddice tale



*L'esito delle trattative fiscali al Congresso resta incerto, ma le reazioni dei mercati potrebbero intensificarsi qualora le stime sul debito continuassero a deteriorarsi*



**RAPHAEL THUIN**  
head of capital market strategies  
Tikehau Capital



sforzo. Le attuali proposte fiscali implicano un'ulteriore espansione dell'1% del Pil, il che sembra difficile da immaginare senza un evento sul mercato obbligazionario. Quest'ultimo rappresenta il principale punto di riferimento per gli investitori: siamo di fronte a un "game of chicken" tra i policymaker e gli investitori obbligazionari, con un rischio crescente di un evento di mercato». L'espressione idiomatica inglese utilizzata indica una situazione di tensione in cui due contendenti cercano entrambi di sgattaiolare via dall'altro e il fatto che si debba ricorrere a determinate metafore fa una certa impressione.

#### **UN DELICATO EQUILIBRIO**

I guai fiscali statunitensi sono noti da tempo, ma ciò che probabilmente pochi potevano intuire è che sarebbe bastata un'amministrazione un po' più pittoresca della media per ribaltare completamente in pochi mesi lo scenario di forza degli as-

set americani. Al proposito, un'analisi decisamente interessante arriva da **Raphael Thuin**, head of capital market strategies di **Tikehau Capital**: «Gli Stati Uniti stanno mantenendo un delicato equilibrio. L'amministrazione è determinata a onorare le promesse elettorali, come la riduzione delle imposte e della regolamentazione, evitando al contempo tagli alle prestazioni previdenziali. Tuttavia, tra gli operatori di mercato crescono le preoccupazioni per l'ampliamento dei disavanzi fiscali. Sebbene gli attuali livelli possano risultare ancora gestibili, le proiezioni per il futuro alimentano un dibattito sempre più acceso. Questa tensione si riflette nel mercato dei Treasury, dove i rendimenti sono aumentati nelle ultime settimane, in parte indipendentemente dall'andamento del dollaro, dell'oro o delle azioni. L'esito delle trattative fiscali al Congresso resta incerto, ma le reazioni dei mercati potrebbero intensificarsi qualora le stime sul debito

continuassero a deteriorarsi». Thuin porta all'attenzione un elemento fondamentale: per il momento non vi è una marcata correlazione fra i bond sovrani made in Usa e il resto delle attività. Ciò può essere letto sicuramente come un elemento rassicurante, poiché non siamo ancora al livello di un si salvi chi può, tipico delle ondate di risk aversion generalizzate.

Infatti, viene riconosciuto che ci sono pezzi funzionanti e sani nell'economia globale, a partire dalle stesse imprese statunitensi. Allo stesso tempo, però, a tutti appare ben chiaro dov'è l'anello debole dei mercati globali: nel cuore della prima economia del mondo. Il che aggiunge un ammontare inusitato di imprevedibilità, perché stiamo sostanzialmente navigando in un oceano sconosciuto. Un conto, infatti, è ipotizzare un redde rationem delle finanze pubbliche degli Usa (un esercizio intellettuale che, in verità, si fa da decenni), un altro è trovarsi alle soglie di uno stress-test reale. Perciò, non pochi investitori istituzionali sembrano focalizzarsi su specifici livelli di rendimento del Treasury decennale.

## UN DISCIPLINATORE

**Marco Giordano**, fixed income investment director a **Wellington Management**, afferma: «Il mercato obbligazionario ha agito come disciplinatore, costringendo il governo a gestire le sfide fiscali. Quest'anno, il deficit di bilancio Usa dovrebbe raggiungere il 7%, nonostante il periodo di crescita economica, con la legge di riconciliazione al Congresso che è espansiva e potrebbe aggiungere un 10% al rapporto debito/Pil nei prossimi anni. Alcuni falchi fiscali sono preoccupati e la legge potrebbe subire ritardi, influenzata dal recente declassamento del debito sovrano da parte di Moody's e dall'aumento dei rendimenti. Un livello critico è il 5% sui titoli a 10 e 30 anni, che potrebbe portare il governo ad adottare misure restrittive. Fino a quel momento, l'amministrazione sembra concentrata sulla crescita economica come soluzione per affrontare e ridurre un debito pubblico in crescita».

Il 5% non rappresenta solo una soglia psicologica, bensì anche un punto oltre il quale gli oneri generati dal servizio del debito federale potrebbero raggiungere valori insostenibili. Decisamente pregnanti, al ri-



guardo, le considerazioni del **BlackRock Investment Institute**: «È da molto tempo che abbiamo posto all'attenzione le sfide poste dalla persistenza dei disavanzi nei conti pubblici statunitensi in un'epoca in cui i tassi di interesse più elevati stanno ampliando i costi del servizio del debito. Questi problemi continueranno a essere presenti, dal momento che l'attuale amministrazione ha superato nel 2025 le spese degli ultimi due anni nel periodo equivalente. I nostri calcoli suggeriscono che, se il decennale dovesse stabilizzarsi nell'area del 5% di rendimento a scadenza nei prossimi due anni, secondo le previsioni del Cbo, le uscite per interessi supererebbero la spesa per il Medicare. Se si arrivasse, invece, al 6%, il totale risulterebbe maggiore degli esborsi per la Social security (il sistema pensionistico pubblico, n.d.r.). Ciò comporterebbe il dovere di prendere decisioni difficili».

## DIPENDENZA DALL'ESTERO

A tutto ciò, però, si deve aggiungere un altro tassello: gli Stati Uniti dipendono in maniera imponente dal capitale straniero e, in maniera particolarmente marcata, proprio in ambito obbligazionario. Se, ad esempio, secondo i dati più recenti, circa il 18% dell'equity locale è posseduto da investitori fuori dal Paese, questa percentuale sale al 28% nel fixed income. Ovviamente, come ricorda sempre il BlackRock Investment Institute, i bond emessi dal Tesoro non fanno eccezione: «Il debito pubblico statunitense fonda la propria sostenibilità su ampi e stabili flussi di capitale provenienti dall'estero. Se le dinamiche di finanza pubblica dovessero ammaccare la fiducia degli obbligazionisti provenienti da oltre confine, si assisterebbe a un aumento del premio sulle scadenze più lunghe, spingendo ancora più in su le spese per il servizio del debito».

# Evitare il fanatismo

di Boris Secciani

**La Federal Reserve ha un duplice mandato: la stabilità dei prezzi e la piena occupazione nel mercato del lavoro. Per questa ragione, a fronte di un'inflazione sopra il livello obiettivo, una crescita che, tutto sommato, sta tenendo e un costo di finanziamento del debito pubblico accettabile, è presumibile supporre che la Banca centrale continuerà a mantenere un atteggiamento di rigore, a meno che lo scenario degeneri improvvisamente. È un'operazione di equilibrio che il presidente Powell sta gestendo con molta prudenza. In tale contesto, come gli investitori debbano posizionarsi sul debito Usa resta un tema di discussione, che è però sempre e comunque improntato alla cautela**

Neppure la Federal Reserve, per quanto determinata, potrebbe continuare ostinatamente a rispettare il proprio programma a fronte di un grave deterioramento. Alla fin fine, dal buon andamento degli asset lo-

cali dipende un bel po' di occupazione statunitense, il cui sostegno costituisce uno dei due mandati delle autorità monetarie del Paese. Infatti, la linea Powell non va interpretata in termini assoluti, ma come un gioco di equilibri relativi. Fintanto che le spinte sul costo della vita rimangono preoccupanti, tutto sommato la crescita tiene e il governo, seppure in modo traballante, riesce a finanziarsi a costi accettabili, si sostiene il rigore. Se il pendolo, però, dovesse sbilanciarsi troppo, allora lo scenario muterebbe radicalmente.

## **ABBASSAMENTO RISCHIOSO**

Su questi punti è molto candido il ragionamento di **Alexander Roll**, investment strategist di **Global X**: «È improbabile che la Fed abbassi i tassi esplicitamente allo scopo di ridurre l'esborso per interessi o calmare la volatilità dei mercati obbligazionari. Specialmente a fronte di un'inflazione persistente. I dati attuali mostrano che soprattutto quella dei servizi (in generale la più sticky) rimane sopra l'obiettivo del 2% per oltre 150 punti base. Ciò vale per gli Usa, ma anche per l'Eurozona e il Regno

Unito. Nonostante il calo dei prezzi dell'energia e dei beni fisici, questa pressione strutturale rende rischioso un abbassamento prematuro del costo del denaro. I mercati si stanno adeguando, tanto che adesso prevedono due tagli per il 2025, invece dei tre stimati a inizio anno. La Banca centrale potrebbe però strategicamente adottare politiche meno rigide, se la restrizione delle condizioni finanziarie o la volatilità del reddito fisso crescessero al punto da destabilizzare il quadro macro. Uno scenario simile a quello dello scorso aprile, innescato dalle preoccupazioni sul rifinanziamento delle emissioni in scadenza; inoltre, l'andamento della spesa pubblica potrebbe fare scattare un rapido responso a livello di politica monetaria. Non per stimolare l'economia, ma per stabilizzare i mercati». Un commento sulla stessa lunghezza d'onda, ma ancora più esplicito, arriva da **Alessandro Vitaloni**, senior portfolio manager di **Symphonia Sgr**: «La Fed è indipendente e il suo mandato è focalizzato su stabilità dei prezzi e massima occupazione, non sulla gestione del debito pubblico. Tuttavia, ci sono scenari in cui la Fed potrebbe allentare la politica monetaria anche in presenza di un'inflazione persistente, per considerazioni indirette sul debito. Se i tassi alti causassero turbolenze prolungate nei mercati dei Treasury con pericoli per la stabilità finanziaria, la Fed avrebbe la possibilità di agire con tagli precauzionali per preservare la trasmissione della politica monetaria e la stabilità del sistema finanziario. Anche in uno scenario di rallentamento economico indotto da una politica fiscale restrittiva per riequilibrare la posizione fiscale, la Banca centrale potrebbe decidere di abbassare i tassi per sostenere l'economia».

#### **EVITARE POSIZIONI NETTE**

Ma allora i governativi a stelle e strisce sono completamente da evitare? Dato il sentiment ai confini del cupio dissolvi emerso finora, si sarebbe tentati di rispondere di sì. Ma, come spesso accade, è meglio evitare di assumere posizioni così nette, lasciando invece margine alle sfumature. Infatti, forse dal marasma attuale potrebbe emergere un sentiero virtuoso di risanamento e ritorno verso un'onesta e relativamente ortodossa normalità capitalistica. Sicuramente, si tratterebbe di un processo lungo e irto di ostacoli, ma non va dimen-



*Se i tassi alti causassero turbolenze prolungate nei mercati dei Treasury con pericoli per la stabilità finanziaria, la Fed avrebbe la possibilità di agire con tagli precauzionali per preservare la trasmissione della politica monetaria e la stabilità del sistema finanziario*



**ALESSANDRO VITALONI**  
senior portfolio manager  
Symphonia Sgr

ticato che gli Stati Uniti hanno stupito positivamente in ogni crisi che periodicamente hanno affrontato. Si parla, comunque, di un'economia enorme, incredibilmente innovativa e con una popolazione che, seppure sia spesso divisa su tutto, mantiene anche un forte orgoglio e la coscienza dei propri mezzi. Nell'ipotesi, dunque, in cui il

Paese appaia, seppure in maniera contraddittoria, in una fase di miglioramento, anziché di deterioramento, alcune emissioni potrebbero già oggi essere considerate un buon affare?

#### **L'EVOLUZIONE IDEALE**

Sicuramente lo scenario di moderata re-



**APRIL LARUSSE**  
head of investment specialists a  
Insight Investment  
(gruppo Bny Investments)



*Gli effetti dei dazi sulle importazioni potrebbero risultare transitori.*

*Manteniamo la nostra previsione che vede il rendimento del decennale americano intorno al 3,9% da qui a un anno*



cessione, accompagnato da disinflazione, pace (o quasi) nei rapporti commerciali e un minimo di senno nei conti pubblici rappresenta l'evoluzione ideale, in cui probabilmente le scadenze più lunghe dei Treasury tornerebbero appetibili. Un percorso di investimento interessante, perché accompagnato da indicazioni numeriche, viene offerto da **April LaRusse**, head of investment specialists a **Insight Investment** (gruppo **Bny Investments**): «Gli effetti dei dazi sulle importazioni potrebbero risultare transitori. Manteniamo la nostra previsione che vede il rendimento del decennale americano intorno al 3,9% da qui a un anno. Si tratta di un valore inferiore di circa 25-50 punti base rispetto



alle quotazioni prevalenti nell'ultimo, volatile, mese. Di conseguenza, manteniamo un atteggiamento positivo nei confronti dei Treasury in generale. A nostro avviso la Federal Reserve abbasserà i tassi in maniera contenuta nel corso del tempo. Nello specifico, pensiamo che il Fed Funds rate verrà tagliato fino al 3,75% nei prossimi 12 mesi, nonostante la presenza di pressioni politiche per agire in maniera più decisa. È nostra opinione che il livello terminale, e neutrale per l'economia, del tasso di riferimento si posizioni intorno al 3-3,25%. Le probabilità che alla fine si arrivi a un valore più basso sono però più consistenti rispetto allo scenario che vede un costo del denaro più elevato».

#### **CAUTI SULLA DURATION**

D'altro canto, in un paradigma intermedio nel prevedere la qualità della governance Usa, è meglio tenersi cauti sulla duration. Soprattutto se il target è costruire un'allocazione in cui alle emissioni governative dei Paesi core è attribuito il ruolo di diversificazione e limitazione della volatilità complessiva delle proprie strategie. All'interno di questa logica si muovono i suggerimenti di **Robert Tipp**, chief investment strategist, head of global bonds di **Pgim Fixed Income**: «Stiamo sicuramente vivendo un periodo dinamico e il primo fattore da considerare per affrontare le attuali fluttuazioni dei mercati è ridurre notevolmente il rischio nel proprio portafoglio. Il secondo

è concentrarsi soprattutto sul segmento a breve termine del mercato dei Treasury Usa, poiché è maggiormente influenzato dalla politica della Banca centrale, mentre il lungo termine è condizionato da altri elementi. Il terzo fattore è diversificare il rischio sovrano, compresa l'Europa e i Gilt». In pratica, anche senza ipotizzare catastrofi stagflative e il caos totale a Washington, probabilmente una stabilizzazione degli yield to date dei buoni del Tesoro dai 10 anni in su è il meglio che ci si può aspettare. Di conseguenza, non sorprende che diversi operatori preferiscano posizionarsi su parti della curva più facilmente controllabili con una politica monetaria moderata.

**Fabrizio Santin**, senior investment manager di **Pictet Asset Management**, sostiene: «Nei prossimi mesi, la Fed adotterà un atteggiamento attendista, dato che l'incertezza aumentata dalle politiche tariffarie potrebbe causare uno shock sull'offerta di beni, con effetti negativi sulla crescita e un possibile aumento dell'inflazione. Tuttavia, la risalita dell'inflazione potrebbe essere mitigata da un prezzo del petrolio che sembra destinato a rimanere su livelli favorevoli (petrolio Wti sotto 60 dollari al barile). A meno che non si verifichi un significativo deterioramento del mercato del lavoro (in questo senso il non farm payrolls è il dato principale), riteniamo plausibile la previsione prevalente di due tagli nel 2025. Pertanto, il rendimento dei Treasury dovrebbe mantenersi su livelli simili a quelli



*Attualmente i rischi per i rendimenti obbligazionari a più lungo termine sono orientati al rialzo, poiché i governi continuano a registrare deficit di bilancio consistenti*



**AMANDA STITT**  
fixed income portfolio specialist  
T. Rowe Price

attuali e, in questa fase, esprimiamo una preferenza per le scadenze intermedie (entro i cinque anni) della curva, evitando quelle più lunghe».

#### **RISCHI IN RIALZO**

Peraltro, non manca neppure chi ritiene che rendimenti assoluti e inclinazione delle curve potrebbero continuare nella direzione intrapresa di recente, anche in mancanza di scenari di panico. Il fenomeno è attualmente comune in tutto il mondo sviluppato, anche se gli Usa ricoprono un ruolo, per così dire, di avanguardia. Netto al riguardo il giudizio di **Amanda Stitt**, fixed income portfolio specialist di **T. Rowe Price**: «Attualmente i rischi per i rendimenti obbligazionari a più lungo termine sono orientati al rialzo, poiché i governi continuano a registrare deficit di bilancio consistenti. Ciò è particolarmente evidente negli Stati Uniti e nel Regno Unito, ma anche in Europa, che ha avviato una profonda riforma fiscale per aumentare la spesa per la difesa e le infrastrutture. Sebbene i fattori che influenzano la parte iniziale delle curve varino da una regione all'altra, con pressioni inflazionistiche al rialzo negli Stati Uniti in contrasto con una disinflazione promettente nell'Eurozona, l'entità dell'irripidimento complessivo della curva rimane incerta. Tuttavia, il rischio di fondo è che l'aumento dei premi a termine spinga al rialzo i rendimenti dei titoli a più lunga scadenza. Guardando nello specifico agli Stati Uniti, l'espansione fiscale potrebbe soste-

nerare la crescita, ma l'aumento dell'inflazione e l'ulteriore espansione fiscale globale potrebbero rivelarsi una combinazione tossica per i tassi, in particolare per i Treasury statunitensi. È probabile che si assisterà a un incremento dei rendimenti e a un aumento della pendenza delle curve».

#### **IL 2019 NON TORNERÀ MAI PIÙ**

L'inerzia attuale, dunque, non consiglia di avventurarsi su scadenze particolarmente avanzate nel tempo, ma, allargando l'orizzonte temporale, l'analisi inevitabilmente si modifica e richiede di considerare una lettura alquanto diversa. Va innanzitutto ribadito che il 2019 probabilmente non tornerà mai più e la Federal Reserve manterrà ancora per molti anni i Fed Fund a livelli che 10 anni fa sarebbero stati considerati inusitati. Detto ciò, aspettarsi un minimo di rientro da condizioni finanziarie come quelle di questa metà di 2025, complessivamente restrittive, non è irragionevole. Di conseguenza, la duration potrebbe non rivelarsi una scommessa folle in un'ottica di ampio respiro temporale. Ciò detto, si tratta di una strategia dai risvolti complessi che non può certo basarsi sul concetto semplicistico di attribuire alla parte lunga della curva caratteristiche value.

#### **TUTTO DA RICALIBRARE**

E **Stefano Fiorini**, global fixed income fund manager di **Generali Asset Management**, si concentra su quelli che sembrano i primi segnali di sgretolamento

del più grande movimento transazionale di capitali della storia: «I Treasury hanno avuto un andamento anomalo negli ultimi mesi. Alcune correlazioni storiche sono venute meno. Ad esempio, un petrolio meno caro generalmente implica tassi in calo, ma ciò non è avvenuto con il ribasso dei corsi del greggio nelle ultime settimane. Inoltre, anche la capacità dell'obbligazionario americano di ben performare in periodi di forte ribasso del comparto azionario sembra più limitata che in passato. Il tutto si spiega con alcuni cambiamenti strutturali che stanno condizionando, sia la domanda, sia l'offerta. Dal lato della domanda, sembra chiaro che alcuni attori, come le banche centrali estere, i fondi sovrani e altri operatori internazionali hanno meno appetito di obbligazioni americane e tendono a diversificare su altri attivi, soprattutto alla luce della recente debolezza del dollaro. Dal lato dell'emittente, gli Stati Uniti continuano a registrare importanti deficit di bilancio pubblico che alimentano un'offerta sempre più crescente. Questi fattori ci portano a pensare che i rendimenti americani abbiano una tendenza al rialzo nel lungo periodo e che i possibili rally saranno limitati in rapporto al passato».

Se un simile andamento diventasse un elemento fisso del panorama del futuro, gli investitori in Treasury sarebbero costretti ad analizzare non solo i fondamentali del reddito fisso a stelle e strisce, ma anche a incorporare, come fattore di cruciale importanza, il sentiment planetario nei suoi confronti: si tratta di un pattern tipico delle economie in via di sviluppo e non certo della superpotenza per eccellenza. Si staglia davanti a noi, dunque, il possibile avvio di un'era in cui la nazione che ha dominato a ogni livello nell'ultimo secolo potrebbe trovarsi a gestire serie fughe di capitali di cui ha un disperato bisogno. Robert Tipp, di Pgin Fixed Income, riassume il tutto con parole tanto chiare quanto impressionanti: «I Treasury hanno recentemente iniziato a essere negoziati più come un asset di rischio che come un bene rifugio e non sappiamo quanto questo trend possa durare. Continueremo a diversificare il più possibile a livello globale, poiché ci troviamo ancora in un territorio inesplorato. Dal nostro punto di vista, sugli investimenti continueremo a essere cauti, anche con livelli più economici per quanto riguarda il rischio. La situazione è incredibilmente complessa negli

# L'incognita dollaro

**Rocco Bove**, head of fixed income di **Kairos Partners Sgr**, mostra un certo ottimismo, ma introduce anche un'altra variabile fondamentale per tentare di risolvere l'equazione (ormai confinante con l'enigma) Stati Uniti: «Sicuramente, in termini relativi e ai livelli attuali, il Treasury, con il 5 anni al 4%, il 10 anni al 4,5% e il 30 anni al 5%, rappresenta un'opportunità di investimento molto interessante, anche guardando avanti e tenendo a mente eventuali finestre di volatilità. Con riferimento al cambio euro/dollaro, rispetto ai livelli attuali (1,12) e analizzando le medie storiche, sarebbe lecito attendersi una marginale svalutazione del dollaro. Tuttavia, il diverso percorso cui andranno incontro Fed e Bce potrebbe dare un sostegno al cambio».

## UN BAROMETRO FONDAMENTALE

La direzione del biglietto verde, appunto, oggi rappresenta un altro barometro fondamentale dello stato di salute della prima economia del mondo, insieme all'andamento del debito pubblico. Nel 1971 il segretario del Tesoro John Connally usò, per descrivere la divisa di riserva del pianeta, la celeberrima espressione «La nostra moneta, il vostro problema». Questa immaginifica definizione intendeva sottolineare che l'America ha sempre giocato in maniera abbastanza spregiudicata con il livello del dollaro, a volte fortissimo e altre, invece, molto debole, convinta che le ricadute di questa volatilità si sarebbero fatte sentire solo in altre parti del globo.

## IN MANO AD ATTORI STRANIERI

Ma, in questa fase storica, è forse vero il contrario: la stabilità dell'intero sistema statunitense è in mano ad attori stranieri che detengono una quota enorme delle attività finanziarie locali: i Treasury oggi non mostrano i tradizionali pattern di correlazione che si manifestano quando il ciclo macro è in fase calante, il che implica che la discesa della divisa di riserva del mondo è da leggere come la spia di una parziale diversificazione al di fuori degli Usa da parte di istituzionali dalle mani pesanti.



Stati Uniti, perché l'attività economica potrebbe ancora imporre un taglio dei tassi; anche l'inflazione, il premio per il rischio e l'allontanamento degli investitori esteri aggraveranno pressione. Quindi non si tratta di una classica strategia d'investimento nel mercato obbligazionario».

## EUROPA, ADDIO SERIE B

L'incertezza contingente potrebbe, dunque, o essere un brutto ma temporaneo capitolo da cui faticosamente si rientrerà o la miccia che ha innescato uno smottamen-

to nelle prospettive del rapporto rischio/rendimento dei Treasury per i quali sarà necessario incorporare più elevati livelli di volatilità su quasi tutti i fattori: struttura della curva dei tassi, imprevedibilità politica, livello generale dei rendimenti e oscillazioni della moneta. L'impressione è che l'inerzia stia scivolando in questa direzione anche nell'ipotesi di una Washington meno disfunzionale.

Alla luce di tutto ciò, l'appetibilità strutturale del complesso del fixed income americano risulta minore, anche ipotizzan-

do alla fine il ritorno di un certo lassismo monetario, in quanto bisogna rassegnarsi a un marcato incremento dei costi di gestione del rischio e alla sparizione del premio che gli asset Usa tradizionalmente incorporano.

Pertanto non sorprende il pensiero di **Silvana Vergara**, senior analyst team gestione prodotti azionari, obbligazionari e soluzioni di investimento di **Fideuram Asset Management**, che individua un aspetto decisamente concreto dei concetti fin qui espressi, ossia il fatto che gli

oneri derivanti dalla copertura delle fluttuazioni del dollaro finiscono in gran parte per azzerare il deficit di appetibilità dei governativi del nostro continente: «I titoli di stato Usa a lunga scadenza presentano rendimenti storicamente elevati, ma riteniamo che l'investitore europeo alla ricerca di rendimento che decida di investire al momento su scadenze lunghe del Treasury sia soggetto nel breve, sia alla volatilità del tasso, sia a quella del cambio, che risentono delle scelte di politica economica dell'amministrazione repubblicana in carica. Nel Vecchio continente chi vuole tutelarsi dalla volatilità del cambio può optare per la copertura del rischio valutario, ma il costo dell'hedging corrode il rendimento "addizionale" rispetto all'esposizione ai tassi europei».

### UNA META NATURALE

Un'Europa, di conseguenza, che potrebbe configurarsi come la meta naturale della diversificazione generale in atto. Questa evoluzione, peraltro, non si deve leggere esclusivamente come un processo riguardante solo i flussi di liquidità in giro per il mondo. Infatti, in uno sviluppo che appena alla fine del 2024 sarebbe sembrato incredibile, la maggiore forza relativa del Vecchio continente potrebbe consolidarsi non solo come derivata delle differenti preferenze da parte dei grandi portafogli, ma come conseguenza dell'andamento dell'economia reale. In particolare, un'Eurozona aperta al libero mercato e meno ostinatamente ostile allo stimolo della propria domanda interna si posiziona come bastione di buon senso (insieme alla Cina) a confronto degli Stati Uniti che si sono autoinflitti, con i dazi, una tagliola alla crescita. Di questa tesi sembra convinto **Giancarlo Fonseca**, country head Italy di **Lombard Odier Investment Managers**: «La politica dei dazi peserà, come è sempre accaduto storicamente, sulla produttività e, di conseguenza, il dollaro statunitense dovrebbe subire un calo marcato e duraturo. L'Europa, invece, dispone ora di un programma infrastrutturale e militare che eserciterà pressione sui tassi, mantenendoli elevati e rafforzando l'euro, in modo simile a quanto accaduto nel periodo 2005-2007. In questo contesto, l'attrattiva relativa dei titoli di stato americani apparirà piuttosto bassa rispetto a quella dei titoli europei,

“

*La politica dei dazi peserà, come è sempre accaduto storicamente, sulla produttività e, di conseguenza, il dollaro statunitense dovrebbe subire un calo marcato e duraturo*

”



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

essenzialmente a causa del rischio di svalutazione valutaria».

### UN'ASSET CLASS VASTA E RICCA

Ma il fatto di dovere gestire incognite a go go vale la candela costituita da Treasury che forse sono a valutazioni che in retrospettiva fra qualche anno appariranno convenienti? In realtà, l'esistenza di un approccio di lungo periodo sufficientemente sofisticato da consentire di schivare i proiettili vaganti che costellano l'orizzonte è plausibile, anche grazie al fatto che non si ricordano molte persone che si sono arricchite scommettendo contro gli Usa sul lungo termine. Senza contare la ricchezza e la varietà di emissioni obbligazionarie che il Tesoro locale offre. **Lars Conrad**, portfolio director fixed income presso **Flossbach von Storch**, elabora una tesi che contiene diverse suggestioni per sopravvivere alla contingenza, aspettando che tornino per la prima economia del pianeta tempi migliori: «In questo scenario, attualmente privilegiamo scadenze brevi e medie nel nostro fondo obbligazionario principale, Flossbach von Storch-Bond Opportunities, con un focus sui Treasury. Riteniamo che offrano un profilo rischio/rendimento più interessante: i rendimenti reali negli Usa sono tra i più alti dell'ultimo decennio. Ciò rende questi bond, soprattutto i titoli indicizzati all'inflazione (Tips), un'aggiunta sensata a un portafoglio obbligazionario con orientamento globale. I Tips combinano rendimenti reali stabili con la

protezione contro rischi inflazionistici imprevedibili, un vantaggio sempre più importante in un contesto strutturalmente incerto. Il rischio di cambio resta un elemento importante per gli investitori europei e, nel nostro approccio di gestione attiva, copriamo gran parte delle posizioni in dollari Usa. Valutiamo regolarmente i costi di copertura rispetto ai potenziali effetti valutari, considerando anche la loro interazione con le nostre stime di duration. La copertura del rischio cambio rimane quindi un elemento dinamico e attivamente gestito della nostra strategia allocativa. In una prospettiva di lungo periodo, tuttavia, i titoli di stato americani restano una componente fondamentale dei portafogli obbligazionari diversificati a livello globale, grazie a fattori come i rendimenti reali interessanti, l'ampia liquidità del mercato e l'elevato potenziale di diversificazione rispetto ad altre aree valutarie. In tempi d'incertezza macroeconomica, politiche monetarie frammentate e crescenti sfide fiscali, riteniamo che non ci sia alternativa a una gestione obbligazionaria attiva e globalmente diversificata».

Quindi, in definitiva, meglio evitare di esporci al dollaro ed essere altrettanto prudenti nel coprire attivamente l'inflazione ed evitare la duration. Buttare interamente nel cestino l'America, però, assolutamente no: magari ci vorranno anni, ma non è impensabile che alla fine la fiducia ritorni e, in quel caso, le ricompense per chi ha saputo e voluto aspettare sarebbero enormi.

# Alla ricerca di income

a cura di Pinuccia Parini

In uno scenario in continua evoluzione e con ancora molta incertezza, che cosa vuole dire adottare una strategia d'investimento income flessibile è stato il tema di discussione con **Josef Wolfesberger**, senior fund manager, multi assets di **Raiffeisen capital Management**.

## Qual è il vostro approccio alla gestione?

«Nel fondo che gestisco, Raiffeisen Esg Income, utilizziamo un approccio che consta di due parti: top-down e bottom-up. Nel primo caso, vengono decise quali sono le valutazioni interessanti per le diverse asset class che vedono, ad esempio, i titoli high yield e alcuni segmenti del mercato del credito trattare a livelli elevati; anche la curva dei rendimenti del dollaro Usa ha un'inclinazione tale da rendere, insieme ai tassi di interesse, molto appetibili i bond emergenti. Per quanto riguarda la componente azionaria, c'è una parte del mercato, gli Stati Uniti, che è decisamente costosa, mentre l'Europa, il Regno Unito e il Giappone mostrano multipli prossimi alla media ponderata. Nei mercati emergenti, invece, alcuni segmenti risultano poco cari. Da un punto di vista bottom-up, cerchiamo di individuare aziende che abbiano obiettivi sostenibili, con uno score Esg elevato; vengono fatte analisi approfondite per scegliere emittenti o società di primaria qualità».

## Quindi con il termine top-down

## non vi riferite ad alcuna analisi dello scenario macroeconomico?

«Non vi prestiamo grande attenzione, perché i contesti macroeconomici possono cambiare in un arco di tempo di tre o sei mesi: la nostra strategia è concentrarci sulle valutazioni. Nello specifico, consideriamo i tassi reali rispetto alla crescita potenziale e l'inflazione corrente rapportata alle aspettative di lungo termine e confrontiamo l'andamento del debito con la dinamica strutturale».

## Qual è la vostra filosofia d'investimento?

«Raiffeisen Esg Income è un fondo flessibile, sganciato dal benchmark, che investe in un universo globale secondo un approccio anticiclico, alla ricerca di asset ad alto rendimento attrattivi. La diversificazione è il mantra che guida le nostre decisioni d'investimento».

## Che cosa significa in pratica un approccio anticiclico?

«Una strategia di investimento anticiclica consiste nell'agire in controtendenza rispetto al mercato: acquistare quando gli altri vendono e vendere quando tutti comprano. L'obiettivo è cogliere opportunità sottovalutate nei momenti di crisi e realizzare profitti quando i mercati sono ai massimi. Questo approccio, che richiede decisioni spesso contro corrente, può contribuire a ridurre la volatilità del portafoglio e favorire una maggiore stabilità nel lungo periodo».



**JOSEF WOLFESBERGER**  
senior fund manager,  
multi assets  
Raiffeisen Capital Management

## **Come si caratterizza il processo bottom-up delle azioni?**

«Ci basiamo su quattro caratteristiche distintive. La prima è l'analisi della capacità di remunerare gli azionisti di un'azienda attraverso i dividendi. Consideriamo le società con una buona storia di dividendi a lungo termine, le cui distribuzioni siano in linea con la loro generazione di free cash flow. La seconda è il potere di determinazione dei prezzi, perché strettamente legato alla capacità di un'impresa di aumentare continuamente i propri: avere pricing power significa essere più resilienti nei confronti delle dinamiche inflative. C'è poi, come terza caratteristica, una maggiore concentrazione di azioni value, poiché i titoli ad alto dividendo si trovano sempre meno nell'universo considerato growth. Infine, ma non per importanza, cerchiamo aziende che, oltre a una buona posizione di mercato, abbiano un'elevata redditività e una crescita sostenibile: idealmente sono leader tecnologici o hanno una struttura dei costi molto flessibile».

## **Come è attualmente posizionato il vostro portafoglio?**

«Abbiamo un'esposizione alla componente reddito fisso pari a circa il 75% del portafoglio, con una duration di circa 5,3 anni, che è stata gradualmente allungata rispetto a quando i tassi erano prossimi a zero o negativi, e 25% di azionario, che può oscillare tra il 5% e il 40%. Per fare un esempio, all'indomani della debolezza dei mercati durante la pandemia, la nostra esposizione all'equity è salita al massimo del range indicato. In merito alla componente obbligazionaria, invece, l'attuale livello di duration è, secondo noi, giustificato dal fatto che, nel caso dell'Europa, i rendimenti reali sono attrattivi per un'economia che cresce tra lo 0,5% e l'1%, con i tassi reali all'1% e l'inflazione al 2%. Lo 0,5% del fondo è investito in convertibili e la liquidità è pari al 12,5%».

## **Quando avete deciso di allungare la duration?**

«Non c'è stato un evento che ci ha portati a farlo tutto d'un colpo, bensì un processo che, ancora una volta, è stato guidato dalle valutazioni. Quando i rendimenti in Eurozona erano all'1,5% era adeguato avere una duration di circa 3,5 anni, ma ora lo yield è salito intorno al 2,5% e, di conseguenza, è stata alzata anche la duration. Ovviamente, il risulta-

to odierno è la somma dei singoli comparti del reddito fisso in cui investiamo».

## **Come è strutturata l'esposizione obbligazionaria?**

«I titoli governativi, le cui valutazioni sono considerate adeguate ("fair"), pesano per il 14,5% e la parte preponderante è investita nell'area euro, con gli Stati Uniti e l'Australia che consideriamo dei satelliti, sui quali viene coperto il rischio cambio. Le obbligazioni emergenti sono il 22,1% del portafoglio, gli high yield il 5,5% e i bond investment grade il 20%».

## **Come mai avete solo il 5,5% di esposizione negli Hy?**

«Agli inizi del 2022, l'esposizione era del 7% ed è stata aumentata al 15% per poi essere gradualmente ridotta all'attuale livello. Nelle nostre decisioni siamo stati guidati dal nostro punto di vista sull'evoluzione storica media del default rate, tra il 2% e il 3%, e dall'oscillazione dello spread, che agli attuali 300 punti base non è così interessante, perché non remunera adeguatamente l'investitore, considerando il rischio assunto all'interno di un arco di tempo di cinque anni».

## **E, invece, qual è la ratio del 20% di esposizione nel credito Ig?**

«Chi desidera investire in obbligazioni societarie dovrebbe ricevere un premio adeguato al rischio aggiuntivo rispetto ai titoli di stato, dovuto alla maggiore volatilità. Spread inferiori a 120 punti base non remunerano sufficientemente questo rischio e rendono questi investimenti meno appetibili. Per questo motivo, mantenere una bassa esposizione al credito investment grade è una scelta prudente, finché gli spread non si ampliaranno a livelli più coerenti con il premio al rischio richiesto dagli investitori».

## **Che cosa pensa del debito emergente?**

«Il debito dei mercati emergenti offre spread attrattivi, in grado di compensare i rischi aggiuntivi rispetto alle obbligazioni dei mercati sviluppati e costituisce un'opportunità interessante quando le valutazioni sono favorevoli. Tuttavia, è fondamentale valutare con attenzione il livello degli spread rispetto ai rischi intrinseci, come la volatilità valutaria, l'instabilità politica e la qualità del credito, per

assicurarsi un premio adeguato. In generale, il debito emergente può migliorare la diversificazione del portafoglio e aumentarne il potenziale di rendimento, ma l'esposizione va calibrata in base alle valutazioni e all'evoluzione dei fondamentali di questi mercati».

## **Che cosa vi farebbe aumentare l'esposizione al mercato azionario?**

«Due dinamiche: una discesa degli indici o un aumento degli utili aziendali. Ad aprile, a fronte di una correzione dei prezzi, abbiamo aumentato di un paio di punti l'esposizione al mercato europeo. Per spiegare meglio il nostro modo di operare, posso citare il caso delle aziende cinesi, in cui abbiamo iniziato a costruire una posizione nel gennaio del 2024, quando il sentiment degli investitori non era certo favorevole e la borsa aveva toccato nuovi minimi. In quella occasione, avevamo rilevato che il prezzo/valore di libro e il prezzo/fatturato del mercato era intorno a 1, mentre il free cash flow era superiore all'8%. Sia il rapporto prezzo/utili basato sui dati finanziari dei 12 mesi più recenti, sia il cyclically adjusted P/E a lungo termine erano storicamente a buon mercato e c'era uno sconto nelle valutazioni rispetto ai titoli azionari dei mercati sviluppati. Infine, i flussi di capitale verso la Cina erano ai minimi storici. A fronte di fondamentali solidi, la decisione è stata di creare un'esposizione al mercato, il cui peso è stato determinato utilizzando matrici di varianza e covarianza che ci hanno permesso di valutare la contribuzione del rischio assunto».

## **Nell'attuale fase di mercato non sembra che ci siano particolari catalizzatori per gli investimenti sostenibili. Che cosa ne pensa?**

«L'uso inflazionato del termine "sostenibilità" ha generato reazioni difensive in parte della società, ma ciò non toglie rilevanza agli investimenti responsabili. Al contrario, riteniamo che sia ancora più necessario mantenere alta l'attenzione su questi temi, anche alla luce di sviluppi politici in paesi come gli Stati Uniti. Ignorare l'importanza dell'Esg significherebbe compiere un grave passo indietro. Raiffeisen Capital Management ha ridefinito da tempo questo ambito, parlando di "Investimento Futuro": investiamo nel cambiamento e nel domani, integrando in modo coerente temi innovativi nei nostri processi».

# Tempo di convertibili

a cura di **Pinuccia Parini**

Le convertibili sono obbligazioni societarie cui è associato il diritto di essere convertite in azioni ordinarie della società emittente. Emesse per la prima volta nel 1800 dalle compagnie ferroviarie e di canali nel Regno Unito e negli Stati Uniti per finanziare i loro progetti, forniscono, sia un'esposizione ai mercati azionari, sia un certo livello di protezione da eventuali ribassi dei mercati. Fondi&Sicav ha chiesto a **Emmanuel Naar**, portfolio manager e analyst di **Lazard Asset Management**, se nelle attuali condizioni di mercato valga la pena riconsiderare questa asset class.

## **Quali sono le caratteristiche del mercato delle convertibili?**

«Il mercato delle convertibili, la cui grandezza è di 389 miliardi<sup>1</sup> di dollari, è dominato dalla presenza di aziende americane con il 67,3%, mentre i maggiori settori rappresentati sono, in ordine, la tecnologia, i consumi discrezionali e la finanza. In termini di esposizione valutaria, il 79% delle emissioni è in dollari. Il 53% degli emittenti è costituito da aziende growth o a media capitalizzazione. Le società tecnologiche sono sempre state attive nell'emissione di obbligazioni convertibili, ma dopo la pandemia c'è stata una forte accelerazione dei settori turismo, eventi e compagnie aeree. Il

fatto che oltre un terzo degli emittenti sia costituito da imprese growth o high growth permette di investire in società molto interessanti, la cui volatilità è mitigata dallo stesso strumento delle convertibili che, ricordiamo, è costituito da un'obbligazione cedolare e un diritto di conversione in azioni. Il livello di nuove emissioni è in crescita dal 2022 e anche i primi mesi del 2025 mostrano la continuazione di una tendenza al rialzo, con una dimensione media di 630 milioni per emissione nel 2024. Ciò significa che la liquidità del mercato è in aumento. Anche le cedole sono salite, mentre la media del premio di conversione è attualmente del 26,3%, livello che consideriamo interessante, perché l'azione sottostante deve crescere del 4% all'anno per cinque anni (scadenza media di un'obbligazione convertibile) affinché l'investitore sia in-the-money, ossia sia vantaggioso per lui convertire in azioni».

## **Quali sono le opportunità che il mercato attualmente offre?**

«Negli ultimi 12 mesi il mercato delle convertibili, a differenza di quanto accaduto tra il 2022 e il 2023, ha performato bene, facendo registrare +13,6%<sup>2</sup> allo scorso 30 aprile rispetto a +11,8% di quello azionario<sup>3</sup> e +8,8% dell'obbligazionario<sup>4</sup> (in Usd). La maggior parte de-



**EMMANUEL NAAR**  
portfolio manager e analyst  
Lazard Asset Management

gli emittenti di obbligazioni convertibili è costituita da titoli di media capitalizzazione, per buona parte growth. Malgrado i significativi aumenti degli utili negli ultimi quattro anni, i prezzi di queste azioni sono scesi, con l'indice Russell 2000 che ha riportato ritorni negativi nel quinquennio, nonostante l'aumento dell'utile per azione sia passato da 5 dollari a 35. La ragione di tale comportamento va ricercata nell'aumento dei tassi d'interesse e negli investitori che, preoccupati per il contesto generale, hanno preferito allocare i loro capitali nelle società a grande e mega capitalizzazione. In uno scenario dove la Fed potrebbe abbassare i tassi e considerando il livello di redditività delle azioni, il divario che si è creato potrebbe colmarsi. È il caso, ad esempio, dei titoli del software mid-cap che vengono scambiati a sconto rispetto a quelli del software large-cap, nonostante abbiano una crescita maggiore».

### **Queste considerazioni, però, riguardano la parte azionaria; come valuta la componente obbligazionaria delle convertibili?**

«Per 10 anni le convertibili non hanno offerto alcun rendimento: le cedole erano basse, le banche centrali tagliavano i tassi e l'obbligazione serviva solo per proteggersi dai ribassi. Ora la situazione è cambiata: un terzo dell'universo (soprattutto i titoli high tech) offre un coupon dallo 0% al 5% e un altro quarto sopra il 5%. In altre parole, il capitale investito viene remunerato. Inoltre, le obbligazioni convertibili "non investment grade" presentano uno spread creditizio più ampio rispetto agli high yield negli Stati Uniti: +178 bps nei confronti dell'indice BB delle obbligazioni societarie e +45 bps rispetto all'indice delle obbligazioni societarie B, nonostante i tassi di default storici siano molto più bassi per le convertibili se rapportati agli high yield. Dal 2000, le obbligazioni convertibili hanno registrato il 44% in meno di default rispetto agli Hy (tasso di default medio del 2,1% contro il 3,7%). Ciò significa che, negli Usa, il credit spread totale cui trattano le convertibili è di quasi 500 punti base».

### **Come spiega questa differenza?**

«Molti emittenti non hanno un rating (non è necessario averlo) e questo aspetto può spiegare lo sconto che viene applicato alle emissioni, nonostante ci siano società, come nel caso di Airbnb, con una capitalizzazione di 90 miliardi di dollari, che ha riportato 9 miliardi di free cash flow lo scorso anno e ha 12 miliardi di liquidità in bilancio. La liquidità sicuramente non è un problema, perché il bid/offer spread è di soli 60 punti base, più contenuto di quello degli Hy».

### **Come si sono comportate le convertibili quando si è assistito al ritorno dell'inflazione e al rialzo dei tassi d'interesse?**

«Mercati azionari in discesa e tassi d'interesse in salita non sono elementi che favoriscono l'investimento in questa asset class, perché il valore della componente obbligazionaria scende e non svolge più il ruolo di protezione. Il 2022, di conseguenza, è stato un anno particolarmente negativo e le obbligazioni convertibili hanno perso circa il 19,1%<sup>2</sup>, rispetto all'Msci Acwi che è sceso del 18,0%<sup>3</sup> e il Bloomberg Global Aggregate Bond index che ha fatto segnare -16,3%».

### **Qual è la vostra filosofia d'investimento?**

«Consideriamo la convessità una peculiarità specifica delle obbligazioni convertibili, che combinano le caratteristiche delle azioni e delle obbligazioni. La convessità dei prezzi che ne deriva è la caratteristica che definisce tale obbligazione, che, dunque, ha tanto più valore quanto più tale convessità è accentuata. Analizziamo con attenzione i driver di performance, facciamo una profonda all'analisi finanziaria e quantitativa e diversifichiamo il portafoglio in modo da potere beneficiare di eventuali asimmetrie che si presentano sul mercato. Investiamo in convertibili che hanno un profilo di credito solido e che non hanno una correlazione elevata con l'azione sottostante. Il nostro è un puro processo bottom-up e, soprattutto, diversifichiamo il portafoglio per fare in modo che non ci siano scommesse eccessive in

un'area geografica o in un settore».

### **Nel contesto attuale, quali sono i settori che potrebbero essere o non essere favoriti?**

«Negli Usa i titoli a media e piccola capitalizzazione potrebbero beneficiare di un eventuale taglio delle aliquote fiscali e della ripresa dell'M&A nel caso di una deregolamentazione. Tutto ciò che è invece legato alla transizione energetica è possibile che rimanga sotto pressione per la fine delle sovvenzioni ai veicoli elettrici e le politiche anti-green. Esattamente il contrario dovrebbe valere per il segmento delle criptovalute, dove molte nuove società stanno emettendo obbligazioni convertibili. Investire in queste ultime potrebbe permettere di avere un'esposizione ai bitcoin avvalendosi, però, della protezione che lo strumento offre: il capitale investito a scadenza verrà comunque rimborsato a 100. Infine, gli emittenti cinesi potrebbero essere colpiti dall'introduzione dei dazi, ma la maggior parte di quelli presenti sul mercato è costituita da società esportatrici».

### **Qual è la parte del mercato cinese che considerate?**

«All'inizio di quest'anno i toni dell'America verso la Cina erano molto accesi, con l'obiettivo di limitarne il più possibile le importazioni. Nell'universo delle convertibili, durante i passati 12 mesi, ci sono state molte emissioni di aziende cinesi che abbiamo considerato singolarmente per valutare quale sarebbe stato l'impatto dell'introduzione dei dazi. Così facendo, abbiamo scoperto che aziende come Alibaba o JD.com hanno di fatto poca esposizione agli Usa, mentre, nel caso di Xiaomi è addirittura zero, a differenza di Lenovo che, invece, genera circa un terzo del suo fatturato negli Stati Uniti. Quindi, per rispondere alla domanda, abbiamo fatto un lavoro di attenta analisi che ci ha permesso di identificare le emissioni sulle quali investire».

1. 30/04/2025 fonte Bank of America

2. Ftse Global Focus Convertible Index – Usd unhedged with dividends reinvested

3. Msci All Country World Index

4. Bloomberg Barclays Global Aggregate Index

# Facile come cucinare un piatto di pasta

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

«Cotta in cinque minuti». Cominciano quasi sempre così le cene migliori. Non importa che tu sia uno studente prossimo agli esami, un amico attorno a un tavolo o parte di una famiglia riunita per cena. Bastano un po' di sale, l'acqua che bolle, un etto a testa (o qualcosa in più) di pasta e il gioco è fatto. Certo, il condimento a volte può fare la differenza, ma quante chiacchierate ci siamo fatti grazie alla facilità con cui possiamo cucinare un buon piatto di spaghetti?

Queste cene, sempre meno raramente, si trasformano in salotti finanziari. Dazi, mutui e tassi d'interesse, argomenti del quotidiano che a volte terminano con: «Hai visto quelle azioni?»

## **UN CAMBIO DI PASSO**

Negli ultimi anni, è stato fatto tanto per rendere accessibile il mondo finanziario. È

la cosiddetta “democratizzazione finanziaria”. Di anno in anno, una parte sempre maggiore della popolazione mondiale, che fino a non molto tempo fa si sentiva, o era, esclusa da un consapevole accesso a strumenti per il risparmio, l'investimento, il credito o l'assicurazione, oggi si trova ad avere un'ampia possibilità di gestire finanziariamente i propri progetti, con i relativi rischi.

Citando Fellini, «la vita è una combinazione di pasta e magia», non c'è niente di meglio di un'ottima cena per ben rappresentare quest'idea. Spesso, però, questa magia si lega alle nostre opportunità d'investimento. Rendere la finanza accessibile significa rompere barriere economiche, culturali e tecnologiche che per decenni hanno limitato la “magia” di tanti.

Un tempo, investire in azioni (o accedere

a servizi bancari avanzati) era appannaggio dei ricchi o dei professionisti del settore. Oggi, grazie alle nuove tecnologie, chiunque può aprire un conto corrente, investire, assicurarsi sui rischi e utilizzare strumenti finanziari digitali.

## **MAGGIORE ACCESSIBILITÀ**

Le applicazioni di mobile banking, le piattaforme d'investimento e la finanza decentrata, insieme alla grande varietà di contenuti educativi, spesso gratuiti e disponibili online, hanno trasformato il mondo finanziario in un settore più accessibile, immediato e personalizzabile. Il mobile banking ha avuto un impatto rivoluzionario soprattutto nei paesi in via di sviluppo, dove le banche tradizionali sono poche e distanti. Le piattaforme di pagamento digitali hanno permesso a milioni di persone di gestire

il proprio denaro, ricevere pagamenti, risparmiare e accedere a piccoli prestiti, trasformando le economie e riducendo le disuguaglianze. La tecnologia finanziaria ha così assunto anche un ruolo sociale fondamentale, aiutando a combattere la povertà e a creare nuove opportunità di lavoro e crescita.

Come spesso accade in cucina, tradizione e innovazione vanno di pari passo. In breve tempo, si è sviluppata una nuova figura: "l'investitore retail 2.0". Si tratta di giovani, connessi al digitale e desiderosi di prendere in mano la gestione del proprio denaro senza passare dai più tradizionali intermediari finanziari. L'episodio di GameStop del 2021 ha mostrato che la finanza è diventata, sempre più, un terreno di confronto culturale e politico, non solo economico.

L'accesso "semplice" ai mercati finanziari, però, porta con sé anche dei rischi. La facilità con cui si può comprare e vendere strumenti finanziari, come azioni o criptovalute, può indurre investitori inesperti a comportamenti impulsivi, basati più sull'emozione che sulla conoscenza. La "gamification", la trasformazione dell'investimento in un gioco, può spingere a operare in modo impulsivo, con un relativo aumento della probabilità di insuccesso. Nonostante l'accesso ai mercati sia oggi più semplice, la comprensione reale di come funzionano gli strumenti finanziari rimane limitata.

## RICETTE ANCHE IN FINANZA

Proprio come in cucina una ricetta può salvare da un annunciato disastro, anche in finanza, esistono ricette che, se seguite con attenzione, possono risparmiarci pessimi risultati. Oltre a queste ultime, diventa sempre più cruciale il ruolo delle istituzioni: regolamentazioni chiare, trasparenti e aggiornate, insieme a programmi di educazione finanziaria che partano dalle scuole, per estendersi ai posti di lavoro, potrebbero aiutare a proteggere i cittadini, soprattutto i più vulnerabili, dai cosiddetti "inciampi finanziari".

Se basta un minuto per trasformare un piatto di pasta da "al dente" a "ben cotta", anche un minuto di informazione finanziaria in più, molto spesso, può salvare la buona riuscita del nostro portafoglio finanziario. In definitiva, la democratizzazione finanziaria rappresenta una tra-

sformazione reale e profonda, che porta con sé opportunità e sfide. Non è una soluzione magica a tutte le disuguaglianze economiche, ma un processo che richiede attenzione, responsabilità e consapevolezza da parte di tutti gli attori coinvolti: cittadini, istituzioni, operatori del settore e società civile.

Il vero obiettivo non è semplicemente aprire le porte della finanza, ma fare in modo che chi varca quella soglia possa farlo con conoscenza, sicurezza e fiducia.

Sono passati, giust'appunto, cinque minuti, è ora di scolare la pasta. Un po' di sugo, e porto i piatti in tavola. A pensarci bene, credo di sapere quali argomenti porterò a cena questa sera.



### Considerazioni sui rischi

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

### Informazioni importanti

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

# Dopo lo shock dei dazi

Di Michael Illig

**Come la nostra strategia di qualità aiuta a limitare i rischi nel portafoglio anche nel conflitto commerciale in corso con la Casa bianca**

Quando il presidente degli Stati Uniti, Donald Trump, il 2 aprile, ha lanciato una dichiarazione di guerra economica ai partner commerciali del suo Paese, gli investitori hanno vissuto un autentico shock sui mercati finanziari. L'incertezza era, per un certo periodo, paragonabile a quella dell'inizio della pandemia di Covid-19 nel primo trimestre del 2020. Nel frattempo, i dazi all'importazione sono stati parzialmente posticipati di 90 giorni e i mercati hanno (per ora) registrato un recupero. Tuttavia, le misure non sono state annullate; se dovessero essere attuate come previsto, le conseguenze economiche sarebbero drammatiche. In questo "scenario peggiore", potremmo persino affrontare una profonda e duratura depressione come negli anni '30, l'ultima volta in cui gli Usa imposero dazi di entità simile. In tal caso, ci sarebbe ancora un notevole potenziale di ribasso per le stime sugli utili aziendali e per le quotazioni azionarie.

**POCO PROBABILE IL PEGGIO**

Riteniamo però questo scenario poco probabile e ci sembra più realistico che la versione finale sarà attenuata. L'amministrazione Trump ha infatti lasciato intendere più volte che i dazi sono negoziabili e si è mostrata colpita dalla forte reazione negativa dei mercati e dalle preoccupazioni espresse da molti leader aziendali. È probabile, comunque, che il nuovo regime tariffario rimanga a un livello più elevato rispetto a prima del 2 aprile, senza contare le incertezze derivanti da interminabili negoziati su nuove condizioni commerciali. Ciò potrebbe rallentare la crescita economica globale, aumentare i prezzi e rappresentare un freno agli utili aziendali. Le probabilità di una recessione a breve termine, in particolare negli Usa, sono quindi significativamente aumentate. Occorre anche ricordare che questa crisi è di natura umana e cambiamenti d'opinione improvvisi da parte del presidente Trump non sono rari. Potrebbero quindi verificarsi mutamenti di rotta politica, dovuti a effetti di retroazione da parte dell'economia reale o dei mercati finanziari. Da un lato, lo stesso presidente americano potrebbe decidere un cambio di rotta se gli effetti della politica tariffaria dovessero compromettere



**MICHAEL ILLIG**  
gestore  
**Flossbach von Storch**  
– Global Quality

i suoi consensi. Dall'altro, la sua crescente impopolarità potrebbe incoraggiare i politici repubblicani ad assumere, con maggiore decisione, un ruolo correttivo. Quanto più marcato sarà il calo dell'economia e dei mercati azionari statunitensi, tanto più probabile sarà un cambiamento di direzione. Lo spettro degli sviluppi possibili si è quindi ampliato e un crollo marcato della congiuntura e degli utili aziendali non è affatto una certezza. Una posizione eccessivamente difensiva non ci sembra pertanto sensata, perché significherebbe rinunciare anche alle opportunità di rendimenti interessanti a medio-lungo termine. Riteniamo, invece, fondamentale essere pronti ad affrontare tali rischi, anche se non è possibile prevedere con precisione, né la loro probabilità, né il momento in cui si verificheranno.

### PREPARATI AI RISCHI

Per noi, oltre alla costante "prevenzione qualitativa" tramite la selezione di aziende resilienti, una diversificazione intelligente del portafoglio è una parte fondamentale della nostra strategia di investimento. E ciò vale sempre, in ogni momento. Infatti, quando una crisi si manifesta chiaramente, spesso è già troppo tardi per reagire. Una gran parte delle nostre partecipazioni dovrebbe essere attualmente poco influenzata da un rallentamento economico. Ciò vale in particolare per la maggior parte delle aziende che operano nei settori dei beni di consumo di prima necessità e della sanità, che insieme rappresentavano oltre il 30% del portafoglio alla fine del trimestre. Inoltre, vi sono altre partecipazioni (ad esempio, nella tecnologia) che, grazie a contratti in corso per software, dati o servizi, mostrano una sensibilità congiunturale molto bassa. Ci sono, però, anche alcune società nel portafoglio il cui sviluppo dipende in misura maggiore dall'andamento economico, come nel caso del comparto industriale. Tuttavia, grazie ai nostri elevati standard di qualità nel decidere in quali imprese investire, siamo fiduciosi che anche queste realtà siano abbastanza resilienti da non incorrere in difficoltà esistenziali, nemmeno nel caso di una crisi economica profonda e di dazi elevati e duraturi. Ciò riduce significativamente il rischio che perdite temporanee sugli utili o sulle quotazioni si trasformino in perdite permanenti. Una solida struttura patrimoniale e una buona

capacità di adattamento sono fondamentali per questa resilienza. Anche una forte e sostenibile posizione competitiva contribuisce in tal senso.

### QUALI PROBLEMI CON I DAZI?

In generale, per le aziende, l'introduzione o l'aumento dei dazi comporta un aumento dei costi. Tuttavia, tutte le partecipazioni del settore industriale attualmente presenti nel nostro portafoglio offrono prodotti altamente differenziati, che risolvono problemi critici per i clienti, pur rappresentando solo una piccola parte dei costi complessivi. Nelle decisioni di acquisto, contano quindi più le prestazioni e la qualità che il prezzo. Ciò consente alle società di trasferire ai clienti l'aumento dei costi dovuto ai dazi. È vero che prezzi più elevati, così come gli effetti negativi generali dei dazi sull'economia, potranno frenare la domanda, con possibili cali di fatturato anche per le aziende in cui investiamo. Ma è molto probabile che gli effetti negativi sui margini siano contenuti e che le quote di mercato rimangano almeno stabili durante la fase recessiva, come è già accaduto in crisi precedenti.

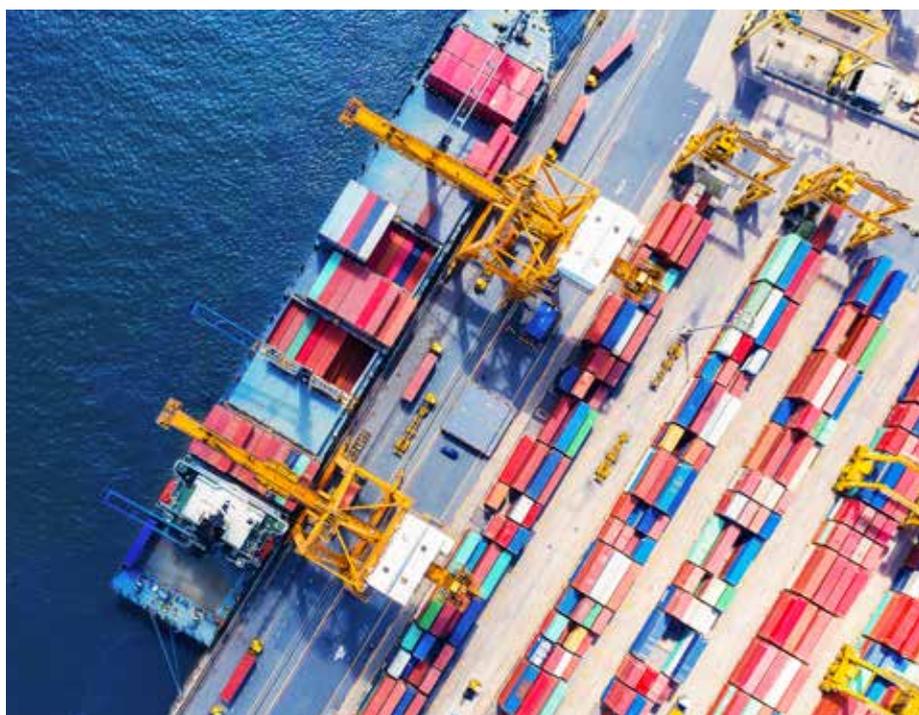
### CHI HA OPPORTUNITÀ

Inoltre, per alcune di queste aziende potrebbero anche aprirsi opportunità a medio-lungo termine, nonostante un regime tariffario elevato che rallenti l'economia.

Supponiamo che alcuni settori siano colpiti permanentemente da dazi più alti: un parziale disfacimento della globalizzazione potrebbe effettivamente portare, come auspicato dall'amministrazione Trump, a un potenziamento degli impianti produttivi negli Usa e forse anche in altre regioni del mondo. La costruzione ex novo o la duplicazione parziale delle capacità produttive renderebbe l'economia globale meno efficiente, ma potrebbe offrire opportunità a chi realizza attrezzature per impianti produttivi. Anche alcune società presenti nel nostro portafoglio offrono beni e servizi in questo ambito e potrebbero trarre vantaggio da questa tendenza.

### PRONTI PER OGNI SCENARIO

Qualunque cosa accada, riteniamo di essere ben posizionati con un portafoglio saggiamente diversificato, composto da partecipazioni in aziende di alta qualità le cui azioni sono valutate in modo interessante. Soprattutto in tempi volatili, abbiamo l'ambizione di cogliere con determinazione le opportunità quando è possibile investire in società a prezzi molto attrattivi. Con la nostra strategia d'investimento, intendiamo ridurre significativamente la probabilità di perdite di valore permanenti nel lungo periodo e, allo stesso tempo, creare le basi per uno sviluppo del valore sostenibile e interessante.



# Misurare la decarbonizzazione

**di Giancarlo Fonseca,**  
**country head, Lombard Odier**  
**Investment Managers Italia**

I portafogli TargetNetZero (Tnz) sono progettati per fornire agli investitori un'esposizione diversificata in cui la nostra metrica proprietaria sull'aumento implicito della temperatura facilita il perseguimento della decarbonizzazione nel mondo reale, oltre a quella del portafoglio. Su questa base, possiamo investire in tutti i settori economici, oltre a quelli che oggi presentano una bassa impronta di carbonio.

## **PREDILIGERE I LEADER DELLA TRANSIZIONE**

Le nostre strategie Tnz favoriscono le società in fase di transizione che, secondo le nostre previsioni, si decarbonizzeranno più velocemente rispetto alle omologhe di settore, grazie al loro allineamento agli accordi di Parigi e alle loro credibili strategie di decarbonizzazione. Le definiamo "transitioner". Sebbene alcune abbiano già compiuto progressi significativi, la maggior parte di esse dovrà affrontare la trasformazione negli anni a venire. Favorendo questi futuri leader della transizione, puntiamo a fare sì che i nostri portafogli Tnz si decarbonizzino più rapidamente dei rispettivi benchmark. Per identificare quali sa-

ranno i leader della transizione, il nostro team di ricerca sulla sostenibilità stima i futuri percorsi di emissione tenendo in considerazione tre fattori:

- le tendenze attuali delle emissioni di un'azienda;
- i suoi impegni futuri di decarbonizzazione;
- le analisi interne di Lombard Odier Investment Managers (Loim) per valutare la credibilità dei piani di decarbonizzazione.

Il processo è strutturato per mitigare l'impatto di eventuali errori previsionali, attraverso un'esposizione diversificata ai soggetti in transizione.

## **VALUTARE L'EFFETTIVA DECARBONIZZAZIONE**

Negli ultimi quattro anni, i nostri portafogli Tnz si sono effettivamente decarbonizzati più velocemente dei loro benchmark? Non è facile rispondere a questa domanda chiave per gli investitori, ma crediamo che la metodologia adottata per misurare la variazione delle emissioni sia fondamentale. Per noi, la decarbonizzazione del portafoglio non è una semplice variazione aggregata delle sue emissioni nel tempo, perché questo dato

è influenzato da una serie di fattori, tra i quali la variazione della copertura dei dati sulle emissioni e il conseguente ribilanciamento del portafoglio. A nostro avviso, la decarbonizzazione “autentica” è la variazione delle emissioni di portafoglio derivante esclusivamente dalla disponibilità di nuovi dati sulle emissioni, mentre tutti gli altri fattori rimangono costanti. La stima della decarbonizzazione del portafoglio è complicata dall'irregolarità dei dati sulle emissioni di carbonio, che spesso vengono comunicati con un notevole ritardo. Inoltre, la parte più consistente delle emissioni (quelle in scope 3) è solo approssimata dalle aziende o da terzi le cui metodologie di stima non sono ancora standardizzate. Per affrontare questi aspetti, Loim ha investito risorse significative per creare un centro di ricerca interno specializzato in dati sulla sostenibilità. Le nostre competenze comprendono:

- ripulire i dati sulle emissioni di carbonio ricevuti dalle aziende o da altri fornitori di dati;
- gestire gli outlier (anomalie), i cambiamenti di metodologia e qualsiasi altro fattore che influisca sulla qualità dei dati.

Abbiamo utilizzato questi dati per valutare la decarbonizzazione delle nostre strategie in occasione del terzo anniversario della strategia Tnz lo scorso anno. Riteniamo che i dati siano di qualità superiore, ma riconosciamo anche che questa analisi non è del tutto imparziale. Infatti, l'elaborazione dei dati tende a rafforzare i modelli di tendenza in una serie temporale. Di conseguenza, i portafogli costruiti su statistiche di emissioni alterate mostreranno meccanicamente tassi di decarbonizzazione più rapidi quando saranno misurati con gli stessi dati. A nostro avviso, è possibile effettuare un confronto migliore utilizzando i dati grezzi sulle emissioni e impiegando solo le misure necessarie per evitare il cosiddetto “look-ahead bias”<sup>(1)</sup>. Si tratta di un esercizio impegnativo, poiché i numeri grezzi tendono a presentare un comportamento erratico, limitando la nostra fiducia nelle stime prodotte. Inoltre, il periodo di studio è relativamente contenuto, poiché le emissioni sono comunicate su base annuale.

## SCOMPORRE LE VARIAZIONI DELLE EMISSIONI

Per misurare se i nostri portafogli Tnz abbiano effettivamente decarbonizzato, abbiamo in primo luogo utilizzato solo i dati sulle emissioni comunicati dalle aziende stesse. Sebbene questo comporti inevitabilmente una riduzione della copertura e porti potenzialmente a una sottostima delle emissioni totali del portafoglio, l'utilizzo dei dati forniti ha il vantaggio di consentire un confronto più adeguato tra le emissioni di carbonio delle imprese su base annua, che rappresentava il nostro obiettivo primario.

Inoltre, per ciascun punto temporale, abbiamo utilizzato gli ultimi dati sulle emissioni disponibili in quel momento, indipendentemente dall'anno di riferimento, che può variare da una società all'altra. La variazione delle emissioni del portafoglio è determinata dalla decarbonizzazione dello stesso e da diversi altri fattori. Per isolare l'effetto puro della decarbonizzazione, lo abbiamo misurato su base giornaliera e poi aggregato sull'intero periodo. Per ogni data abbiamo calcolato l'impatto della disponibilità di nuovi dati<sup>(2)</sup> in quello specifico momento sulle emissioni totali del portafoglio, mantenendo immutate le altre variabili.

I cambiamenti nella tecnologia o nel mix di prodotti, così come gli investimenti (comprese le fusioni e le acquisizioni) possono determinare variazioni nelle emissioni di un'azienda. A nostro avviso, le variazioni delle emissioni dovute agli investimenti o ad altri fattori estranei non dovrebbero essere classificate come decarbonizzazione. Ad esempio, quando un'azienda viene venduta a un'altra, le sue emissioni non vengono ridotte, ma semplicemente trasferite. Pertanto, nel calcolare la decarbonizzazione del portafoglio, non abbiamo tenuto conto delle variazioni delle emissioni derivanti da anni in cui le aziende hanno effettuato investimenti o disinvestimenti significativi. In particolare, per ogni società abbiamo individuato gli anni in cui il flusso di cassa netto derivante dagli investimenti era al di fuori dei due limiti di deviazione standard basati sui dati storici.<sup>(3)</sup>

## QUALI RISULTATI

I nostri portafogli si sono decarbonizzati più velocemente dal loro lancio? Per rispondere a questa domanda, abbiamo confrontato i tassi di decarbonizzazione delle soluzioni azionarie Global TargetNetZero e Europe TargetNetZero con i rispettivi benchmark. È stata calcolata la decarbonizzazione del portafoglio in termini percentuali aggregando i tassi di decarbonizzazione giornalieri sull'intero periodo<sup>(4)</sup>. Da un'analisi fatta che compara le due strategie con il benchmark di riferimento, abbiamo rilevato che entrambe si sono effettivamente decarbonizzate a un ritmo più rapido sin dall'inizio.

Sebbene questa osservazione sia molto rassicurante, dobbiamo notare che è ancora troppo presto per trarre conclusioni definitive. Gli standard di rendicontazione, in particolare per le emissioni scope 3, sono ancora in evoluzione, visto che, ad aprile 2025, solo circa la metà delle società dell'indice Msci World le riportava. Misurare l'effettiva decarbonizzazione del portafoglio è un compito complesso che richiede un'analisi approfondita per filtrare i dati e garantire risultati accurati. Riteniamo che queste considerazioni dimostrino che il nostro approccio permette che le strategie Tnz decarbonizzino più velocemente dei loro benchmark.

1. “Look-ahead bias” si manifesta quando la performance di un portafoglio viene valutata sulla base dei dati utilizzati per la sua costruzione.

2. Utilizziamo i dati per le emissioni scope 1, 2 e 3. Dato che le emissioni scope 3 hanno più fonti, ci assicuriamo che venga riportato solo il principale contribuente (prodotti venduti per le emissioni a valle e beni e servizi acquistati per le emissioni a monte). Per scope 3 a monte utilizziamo, inoltre, le stime di Trucost per segnalare i dati dubbi. In particolare, ignoriamo le cifre riportate quando differiscono dalle stime di un fattore pari o superiore a 100.

3. I dati storici coprono un arco di 20 anni, dal 2005 al 2024.

4. I tassi di decarbonizzazione giornalieri sono calcolati dividendo la variazione giornaliera delle emissioni del portafoglio attribuite alla decarbonizzazione per le emissioni totali del portafoglio alla fine del giorno precedente. Per evitare l'effetto della crescente copertura sul denominatore, abbiamo colmato le lacune utilizzando le stime fornite dal nostro team di ricerca sulla sostenibilità.

### Informazioni importanti

La Società è autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur (la “CSSF”) ai sensi dell'articolo 101(3) del 17 dicembre 2010 della Legge lussemburghese sugli OICVM e ai sensi dell'articolo 5 (4) del 12 luglio 2013 della Legge AIFMD e ha sede legale al 291, Route d'Arton, L-1150 Lussemburgo. (di seguito la “Società”).

Il presente documento è destinato esclusivamente agli Investitori Professionali in Italia.

Il presente documento è una Comunicazione aziendale destinata esclusivamente a investitori professionali e non è una comunicazione di marketing riguardante un fondo, un prodotto d'investimento o servizi d'investimento. Il presente documento non mira a fornire consulenza d'investimento, contabile, professionale o legale.

Data di pubblicazione: gennaio 2025

# Ma davvero funzionano i prodotti digitali?

a cura di Boris Secciani

**Luca Manara** è ceo e fondatore di **Unguess**, un gruppo specializzato nel testare le app prodotte dalle aziende, identificando in maniera innovativa i loro problemi d'uso. Come si può evincere dai contenuti dell'intervista, il settore finanziario nel suo complesso, e del risparmio gestito in particolare, si trova di fronte a forti sfide in termini di comprensione e usability dei propri servizi. La richiesta di chiarezza appare, infatti, come un elemento cruciale per catturare l'investitore del futuro.

**Può fare una breve storia di Unguess e come è arrivata all'attuale modello di servizio incentrato sul crowdtesting?**

«Unguess nasce da un'idea semplice, ma potente: migliorare la qualità e l'esperienza d'uso dei prodotti digitali facendo testare app e piattaforme a persone reali, in contesti reali. Abbiamo iniziato nel 2015 come startup focalizzata sul testing funzionale con il crowd, ma molto presto ci siamo accorti che i nostri clienti avevano bisogno

di molto di più: non solo vogliono sapere se qualcosa non funziona, ma anche hanno necessità di capire come un prodotto digitale viene vissuto e percepito dagli utenti. Da lì l'evoluzione verso un modello che integra quality assurance, user experience e customer insight, sempre attraverso il crowd. Oggi lavoriamo con alcune delle aziende più importanti in Italia e in Europa, aiutandole a costruire prodotti digitali migliori, più semplici e più efficaci».

**Può descrivere come si articola la vostra piattaforma Tryber?**

«Tryber è il cuore pulsante di Unguess: una piattaforma che connette aziende e community. Da una parte, i nostri clienti possono attivare test, raccogliere feedback, analizzare risultati e interagire con il nostro team. Dall'altra, ci sono migliaia di tester reali (utenti, consumatori, professionisti) che partecipano attivamente ai progetti, portando punti di vista autentici. Non è un panel, è una community viva, motivata, profilata, distribuita in tutta Europa. Ciò ci permette di offrire risposte



**LUCA MANARA**  
ceo e fondatore  
Unguess

rapide, realistiche e di qualità in qualsiasi momento del ciclo di vita di un prodotto digitale».

**Quali sono oggi, in termini di user experience, i principali problemi che si presentano fra le app dei vostri clienti?**

Le app oggi competono su un elemento più di tutti gli altri: la semplicità d'uso. Eppure è proprio in questo campo che si annidano i problemi: interfacce troppo complesse, percorsi poco intuitivi, messaggi poco chiari. Ma, spesso, il vero problema è la disconnessione tra chi progetta e chi usa: ci si dimentica di testare davvero con gli utenti finali. Noi aiutiamo le aziende a colmare questo gap, portando a galla ostacoli invisibili ai team interni, ma evidenti per gli utenti. Ciò consente non solo di migliorare la Ux, ma anche di aumentare conversioni, retention e soddisfazione».

**In particolare, il settore dei servizi finanziari che cosa vi chiede?**

«Nel mondo dei servizi finanziari la parola chiave è fiducia. E la fiducia, nel digitale, passa attraverso l'esperienza utente. Ci chiedono di aiutare a rendere i processi (onboarding, firma digitale, gestione del conto) fluidi, rassicuranti, comprensibili. Non si tratta solo di evitare errori, ma di ridurre l'ansia dell'utente davanti a decisioni importanti. Sempre più spesso, ci coinvolgono già in fase di prototipazione, per evitare che una cattiva Ux diventi un costo o una perdita di clienti».

**Avete clienti nell'ambito dell'asset management e della consulenza finanziaria? Quali specificità avete trovato in tale ambito?**

«Sì, lavoriamo anche con realtà di asset management e di consulenza finanziaria. In questi settori, il tema dominante è la chiarezza. Spiegare prodotti complessi in modo accessibile è una sfida enorme. Inoltre, c'è molta attenzione alla personalizzazione dell'esperienza, perché ogni cliente ha esigenze, conoscenze e comportamenti diversi. I nostri test aiutano queste aziende a capire se l'utente davvero comprende che cosa gli viene proposto, se si sente guidato, sicuro, e se trova l'esperienza coerente con il valore del brand».

**Ritenete che in Italia ancora non vi sia un'attenzione adeguata su questi temi e in particolare in riferimento a questioni di user experience?**

«L'attenzione sta crescendo, ma non abbastanza rapidamente. Molte aziende italiane investono ancora troppo tardi in user experience: si lavora tanto sul "cosa" e poco sul "come". Ma oggi il "come" è decisivo: puoi avere il prodotto migliore, ma se è difficile da usare, nessuno lo adotterà. C'è anche una questione culturale: si tende a sottovalutare il valore del testing con utenti reali, affidandosi troppo all'intuizione interna. Noi stiamo lavorando per cambiare questo approccio, portando dati, evidenze e risultati concreti.

**Quali vantaggi può dare l'intelligenza artificiale in un approccio come il vostro?**

«L'intelligenza artificiale è una leva potentissima, ma non sostituisce il punto di vista umano. Nel nostro approccio, l'AI ci aiuta ad analizzare più velocemente grandi quantità di dati qualitativi, a identificare pattern, sentiment, anomalie. Stiamo già usando modelli per classificare feedback, suggerire miglioramenti, ottimizzare i test. Ma il vero valore nasce quando l'AI lavora al servizio della community umana: i Tryber restano insostituibili nel portare empatia, contesto, autenticità. L'equilibrio tra tecnologia e umanità è il nostro punto di forza».

**Senza fare nomi, potrebbe fare un esempio di un'app mal costruita (e perché) che il vostro testing ha portato a correggere alcuni errori visibili?**

«Certo. Uno dei casi più emblematici riguarda un'app bancaria appena lanciata, che doveva semplificare l'apertura del conto in pochi passaggi. Sulla carta era perfetta: design pulito, pochi step, tecnologia all'avanguardia. Ma quando l'abbiamo testata con utenti reali, è emerso un problema enorme: la maggior parte di loro non capiva quando la procedura era effettivamente conclusa. Mancava un messaggio chiaro di conferma e l'ultimo step sembrava... uno stallo. Il risultato? L'80% abbandonava. Un semplice copy mancato e una microinterazione assente generavano frustrazione, insicurezza e perdita di clienti. Dopo il nostro test, il team ha corretto questi elementi e i tassi di completamento sono più che raddoppiati. Spesso non è il design in sé a essere sbagliato, ma la distanza tra l'intenzione del brand e la percezione dell'utente».

**Il bisogno di chiarezza sui prodotti in cui si va a investire è in effetti estremamente importante per gli investitori. Ritenete che questo comparto presenti sfide uniche, data la complessità della materia?**

«Assolutamente sì. L'asset management e la consulenza finanziaria sono settori con una complessità intrinseca: si parla di rischi, rendimento, strategie, strumenti tecnici, ma si comunica con persone che spesso non hanno formazione finanziaria. Ciò crea una sfida unica: trasformare concetti complessi in esperienze semplici, rassicuranti e trasparenti. E occorre farlo senza scadere nella banalizzazione. È un equilibrio sottile e non si può improvvisare. Testare con utenti reali ci offre la possibilità di capire dove il messaggio si rompe, dove genera confusione o diffidenza e dove serve maggiore educazione e guida. Per tale ragione, nel nostro lavoro con questi clienti, mettiamo al centro la chiarezza narrativa e la comprensibilità reale, non presunta».

# Una crescita strutturale

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

Il mercato globale della difesa nel 2025 si attesta su un valore stimato di circa 2.495 miliardi di dollari Usa, con prospettive di espansione fino a 3.871 miliardi entro il 2033. Questo trend di crescita riflette un tasso composto annuo (Cagr) pari al 5%, in linea con l'andamento delle spese militari globali osservato nell'ultimo decennio e alimentato da fattori sistemici come il deterioramento della sicurezza internazionale, il riarmo tecnologico e il riadattamento strategico delle dottrine militari nazionali.

L'incremento delle tensioni geopolitiche in aree nevralgiche, quali l'Europa orientale, il Medio Oriente e l'Indo-Pacifico, ha generato una dinamica espansiva nella domanda di equipaggiamenti avanzati, capacità di deterrenza, interoperabilità nei teatri multinazionali e tecnologie dual use. In risposta, numerosi stati stanno accelerando i piani di modernizzazione delle forze armate, riorientando i bilanci pubblici a favore di programmi strategici di lungo periodo, sia in ambito terrestre, navale e aerospaziale, sia cibernetico.

A dominare la scena industriale sono conglomerati globali con competenze multidisciplinari e forte penetrazione nei mercati Nato e alleati; tra essi Lockheed Martin, Northrop Grumman, Rtx (già Raytheon Technologies), Bae Systems, Thales Group e Leonardo. Questi operatori integrano capacità di progettazione, produzione e manutenzione lungo l'intera catena del valore della difesa e sono frequentemente coinvolti in programmi di cooperazione industriale e trasferimento tecnologico transfrontaliero.

I principali driver di crescita si articolano lungo le seguenti quattro direttrici.

**1. Ristrutturazione delle capacità militari**, con un focus sul rinnovo delle piattaforme legacy e sulla transizione verso assetti interforze digitalizzati, autonomi e interoperabili.

**2. Adozione di tecnologie emergenti**, incluse architetture open system, intelligenza artificiale, space-based surveillance, missilistica ipersonica e difesa elettronica.

**3. Riposizionamento geostrategico**, che ha portato a un aumento della spesa militare nei paesi del Sud-Est asiatico, dell'Europa orientale, del Medio Oriente e Nord Africa (Mena) e a una revisione degli accordi di sicurezza multilaterali.

**4. Sviluppo di capacità industriali sovrane**, come dimostrato dagli investimenti europei nel rafforzamento della base industriale e tecnologica della difesa e dalle politiche di reshoring e decoupling delle catene di fornitura chain sensibili.

Nel complesso, l'attuale fase del mercato è contrassegnata da una crescita strutturale, sostenuta non solo dalla domanda pubblica diretta, ma anche da dinamiche finanziarie e industriali (fusioni, acquisizioni, joint venture) volte a consolidare la posizione competitiva lungo le value chain critiche e ad assicurare la resilienza logistica in scenari ad alta intensità operativa.

Ecco una versione ampliata dell'analisi dei rischi geopolitici (punto 3), con un taglio analitico e tecnico-professionale:

## **ANALISI DEI RISCHI GEOPOLITICI**

Il contesto geopolitico del 2025 è caratterizzato da un'accentuata volatilità sistemica e da una crescente frammentazione dell'ordine in-

ternazionale post-bipolare. Queste dinamiche si riflettono direttamente sulle strategie nazionali di sicurezza e difesa, alimentando una domanda strutturale di capacità militari avanzate, deterrenza tecnologica e prontezza operativa. Il rischio geopolitico è oggi una variabile chiave nella modellazione della domanda globale di prodotti e servizi per la difesa.

### Evoluzione delle minacce e dei teatri operativi

Le principali aree di instabilità includono: l'Europa orientale, l'Asia-Pacifico e l'area Mena.

- **Europa orientale**, dove la persistenza del conflitto in Ucraina e la militarizzazione delle aree confinanti con la Nato continuano ad alimentare la crescita delle spese militari in Europa centro-orientale, con particolare riferimento a Polonia, Romania e Paesi Baltici. Ciò ha incrementato le politiche di difesa collettiva, incluso il rafforzamento delle forze avanzate della Nato e dei comandi multinazionali.

- **Asia-Pacifico**, che si configura come l'epicentro di una competizione strategica tra Usa e Cina, focalizzata su Taiwan, sul controllo delle rotte marittime del Mar Cinese Meridionale e sull'influenza nei Paesi Asean. Gli aumenti di budget militare di Cina, India, Giappone, Australia e Corea del Sud evidenziano una corsa agli armamenti regionale e un crescente ricorso a dottrine basate sull'anti-access/area-denial.

- **Medio Oriente e Nord Africa**, dove permangono focolai di instabilità, conflitti a bassa intensità e minacce asimmetriche. L'Iran, i gruppi proxy e le tensioni tra potenze regionali (Arabia Saudita, Israele, Turchia) contribuiscono a sostenere la domanda di sistemi d'arma avanzati, intelligence Isr e soluzioni anti-drone.

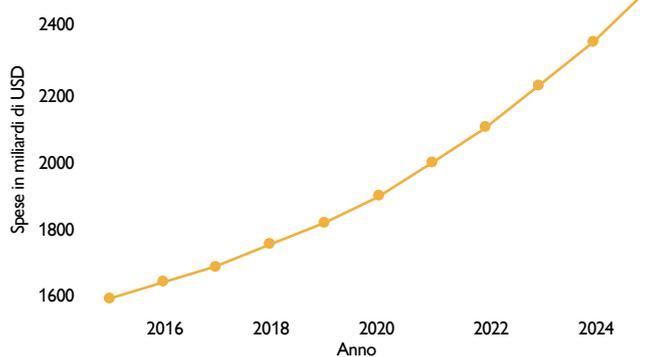
### Rischi sistemici globali

Oltre ai conflitti regionali, vi sono almeno tre dimensioni transnazionali che rappresentano driver di rischio geopolitico per l'industria della difesa: guerra ibrida e cyber warfare, frammentazione degli accordi multilaterali di controllo degli armamenti e ristrutturazione delle supply chain globali.

**1. Guerra ibrida e cyber warfare** - Gli attacchi informatici a infrastrutture critiche civili e militari stanno crescendo in complessità e frequenza. Gli stati devono proteggere i propri asset da minacce che eludono le tradizionali linee di frontiera fisiche, richiedendo investimenti in resilienza cibernetica e capacità di reazione immediata.

**FIG.1 - ANDAMENTO DELLE SPESE MILITARI GLOBALI (2015-2025)**

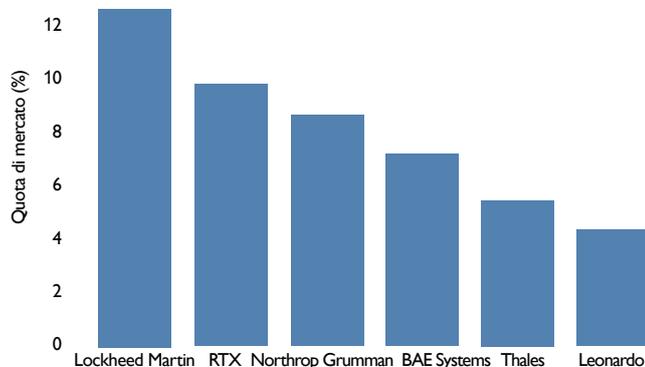
**Incremento progressivo delle spese mondiali per la difesa, che passa da circa 1.600 miliardi di dollari nel 2015 a una stima di 2.495 miliardi nel 2025.**



Fonte: elaborazione su dati SIPRI e Business Research Insights

**FIG. 2 - QUOTE DI MERCATO DEI PRINCIPALI ATTORI DELLA DIFESA (2025)**

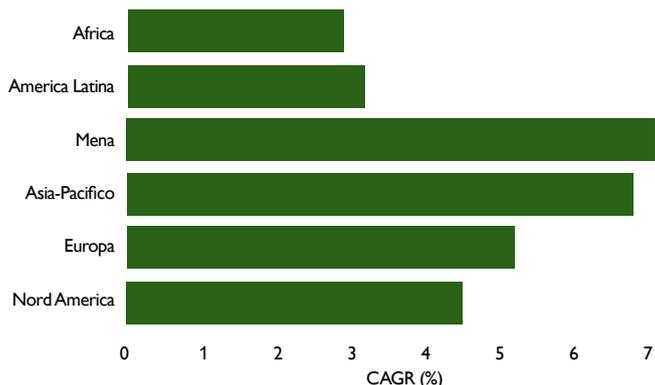
**Distribuzione delle quote tra i principali contractor militari internazionali, con Lockheed Martin in testa con il 12,5% del mercato globale.**



Fonte: Defense News Top 100, 2024.

**FIG. 3 - CRESCITA PREVISTA DEL MERCATO DELLA DIFESA PER REGIONE (2025-2033)**

**Tassi di crescita attesi per le principali macroregioni, con le aree Asia-Pacifico e Mena che evidenziano i Cagr più elevati, rispettivamente al 6,8% e 7,1%.**



Fonte: Business Research Insights, Forecast 2025-2033

**2. Frammentazione degli accordi multilaterali di controllo degli armamenti** - La sospensione o uscita da trattati come Inf e New Start ha creato spazi di manovra per lo sviluppo e la proliferazione di nuovi armamenti a lungo raggio, con effetti de-

stabilizzanti su regioni ad alta densità di attori nucleari.

**3. Ristrutturazione delle supply chain globali** - La crescente diffidenza reciproca tra blocchi geopolitici ha spinto numerosi governi ad attuare politiche di

TAB.1

Fattori / Scenari	Crescita Sostenuta	Stabilizzazione	Contrazione
Aumento spese difesa	+1	0	-1
Innovazione tecnologica	+1	0	-1
Collaborazioni internazionali	+1	0	-1
Concorrenza crescente	0	+1	-1
Riduzione budget governativi	-1	0	+1

“friend-shoring” e “decoupling” per garantire l’approvvigionamento strategico di componenti critica per il settore difesa (microelettronica, materiali rari, propellenti speciali).

**Impatti sul mercato**

Questi fattori geopolitici generano i seguenti due effetti diretti sulle dinamiche del mercato.

**Expansione della domanda difensiva** - Gli stati incrementano gli investimenti per colmare gap tecnologici e rafforzare la proiezione di potenza. Ciò si traduce in una maggiore propensione alla spesa, anche in contesti di bilancio pubblico stressato.

**Ridislocazione industriale e regionalizzazione** - Le imprese sono spinte a diversificare le linee produttive e i mercati di sbocco, creando hub regionali di produzione per minimizzare il rischio geopolitico e rispondere a clausole di procurement nazionale (ad esempio, Buy American Act, Edf europeo).

**Valutazione del rischio per gli operatori**

Per le aziende del settore, il rischio geopolitico rappresenta un ambito, sia di opportunità, sia di vulnerabilità.

- **Opportunità:** emergere come fornitori strategici nei programmi nazionali di riarmo, entrare in nuovi mercati attraverso partnership bilaterali e contribuire alla costruzione di capacità difensive autonome.

- **Vulnerabilità:** esposizione a sanzioni, ritardi nei contratti in paesi instabili, requisiti di localizzazione della produzione e volatilità del tasso di cambio legato a scenari di crisi acuta.

**ANALISI SWOT DEL MERCATO DELLA DIFESA**

**Punti di Forza**

- Presenza di grandi aziende con esperienza consolidata.

- Elevata domanda di prodotti e servizi di difesa a livello globale.  
 - Capacità di innovazione tecnologica e sviluppo di soluzioni avanzate.

**Debolezze**

- Dipendenza da contratti governativi e politiche di bilancio.  
 - Lungherie tempistiche di sviluppo e approvazione dei prodotti.  
 - Rischi legati alla sicurezza e alla protezione dei dati sensibili.

**Opportunità**

- Espansione in mercati emergenti con crescenti esigenze di difesa.  
 - Collaborazioni internazionali e joint venture per lo sviluppo di nuovi sistemi.  
 - Adozione di tecnologie dual-use applicabili, sia in ambito civile, sia militare.

**Minacce**

- Concorrenza crescente da parte di nuovi entranti e paesi con industrie in espansione.  
 - Restrizioni normative e controlli sulle esportazioni.  
 - Fluttuazioni economiche e instabilità politica che influenzano i budget della difesa.

**Scenari di evoluzione del mercato della difesa**

L’evoluzione del mercato globale della difesa nel medio-lungo periodo può essere descritta attraverso tre scenari alternativi, costruiti secondo la metodologia delle ipotesi in competizione. Ciascuno scenario rappresenta una possibile traiettoria di sviluppo, coerente internamente, ma in contrasto con le altre, e si fonda su diverse combinazioni di variabili macroeconomiche, strategiche e tecnologiche.

**Scenario di crescita sostenuta (probabilità alta)** - Si ipotizza una prosecuzione

dell’attuale fase espansiva, con un incremento stabile dei budget militari da parte, sia delle economie avanzate, sia dei paesi emergenti. In questo contesto, le minacce sistemiche, come il confronto strategico tra grandi potenze, il riarmo convenzionale e la corsa tecnologica nei domini cyber e spaziale, continuano a esercitare una forte pressione sulla pianificazione militare. I governi consolidano piani pluriennali d’investimento, mentre l’industria si espande attraverso nuove capacità produttive, fusioni transfrontaliere e programmi multinazionali. L’innovazione tecnologica accelera, spinta da una robusta spesa in ricerca e sviluppo, portando alla piena integrazione di piattaforme autonome, capacità di comando-controllo digitali e sistemi multi-dominio.

**Scenario di stabilizzazione (probabilità medio/bassa)** - Si configura come un momento di maturazione del ciclo espansivo. In questa ipotesi, le principali minacce restano presenti, ma si evolvono in forme meno acute, favorendo una fase di consolidamento degli investimenti già avviati. I governi mantengono livelli di spesa relativamente elevati, ma privilegiano programmi di ammodernamento mirati e la manutenzione della prontezza operativa. Le aziende, da parte loro, concentrano gli sforzi sull’efficientamento della produzione, sull’estensione del ciclo di vita dei sistemi esistenti e su una gestione più oculata del rischio industriale e finanziario. Il tasso di innovazione rallenta moderatamente, privilegiando soluzioni incrementali rispetto a breakthrough radicali.

**Scenario di contrazione (probabilità bassa)** - Si prevede un’inversione del trend di crescita, causata da una combinazione di fattori economici e politici. Una possibile de-escalation delle tensioni internazionali, unitamente a un deterioramento delle condizioni macroeconomiche globali (inflazione persistente, aumento del debito pubblico, recessione tecnica), conduce a una riduzione dei bilanci della difesa, specialmente nei paesi con maggiore esposizione fiscale. In tale contesto, molte commesse vengono sospese, ridimensionate o posticipate, con ricadute dirette sull’occupazione e sulla capacità produttiva del comparto industriale. Il settore attraversa una fase di consolidamento forzato, con processi di concentrazione tra operatori, razionalizzazione delle filiere e focus quasi esclusivo sui mercati nazionali strategici. L’innovazione subisce una battuta d’arresto e le partnership internazionali si indeboliscono a favore di una crescente logica protezionistica.

# Fin-com, l'alba di una nuova era finanziaria

Nel vasto firmamento delle innovazioni che plasmano il nostro presente e disegnano il futuro, emerge con forza un nuovo astro: il Fin-com, ossia il «financial computing» (finanza computazionale, Fin-com). Con la stessa meraviglia dei fuochi d'artificio che esplodono in un cielo estivo, il Fin-com irradia riflessi di possibilità e attese nella costellazione dei mercati finanziari. Questo articolo si propone di toccare un concetto che fonde la potenza del calcolo avanzato con la complessità del mondo economico, gettando un ponte tra numeri e intuizioni, algoritmi e visioni.

## **LE ORIGINI DEL FIN-COM**

Il termine “Fin-com” nasce dall'urgenza di racchiudere in un'unica espressione l'intersezione tra tecnologie di calcolo ad alte prestazioni e processi finanziari tradizionali. Non è sfuggito a nessuno che J.P. Morgan ha raggiunto un'importante pietra miliare nel maggio 2025, quando ha completato la sua prima transazione pubblica di titoli del Tesoro Usa tokenizzati su una blockchain pubblica. Segno che l'era Fin-com è già

iniziata e rappresenta un punto di svolta nell'integrazione tra finanza tradizionale e tecnologie digitali.

Perché è importante? Si tratta di un radicale cambiamento di paradigma nella finanza istituzionale. La transazione operata da J.P. Morgan su blockchain pubbliche consente una maggiore interoperabilità e un aumento della liquidità. Il successo di questa transazione dimostra che la finanza tradizionale è ora in grado di integrare le innovazioni della finanza decentralizzata, aprendo la strada a un'operatività 24 ore su 24, a una riduzione dei rischi e dei costi e a una maggiore liquidità grazie ad asset tokenizzati.

La Fin-com sfrutta concretamente la convergenza tra finanza tradizionale e decentralizzata e preannuncia il futuro dei mercati finanziari, che saranno più aperti, automatizzati e interoperabili.

Come un alchimista digitale, il Fin-com è la disciplina che trasforma dati grezzi in oro, permettendo a banche, gestori patrimoniali e hedge fund di affinare strategie con precisione chirurgica. Non si tratta più



di semplici fogli di calcolo o piattaforme di trading automatizzato, bensì di un ecosistema organico e sinergico in cui intelligenza artificiale (Ai), algoritmi di blockchain e, presto, computazione quantistica dialogano incessantemente.

### LE TECNOLOGIE FONDANTI

Il cuore pulsante del Fin-com è un complesso di tecnologie all'avanguardia.

**Ai** - Sono, in particolare, modelli di Ai predittiva che prevedono andamenti futuri in base a flussi di dati in tempo reale, capaci di riconoscere pattern invisibili all'occhio umano e di anticipare movimenti di mercato con un grado di accuratezza prima impensabile. Questi algoritmi, sempre più raffinati, non si limitano a interpretare dati storici, ma evolvono autonomamente attraverso processi di matematica di alto livello.

**Big data e analisi avanzata** - Le banche del futuro sono grandi depositarie di informazioni. Grazie al Fin-com, l'analisi di trilioni di transazioni diventa un'opera di precisione, in cui ogni decimale racconta una storia di comportamenti, preferenze e rischi. I data lake si trasformano in fucine di insight che alimentano decisioni consapevoli.

**Blockchain e smart contract** - La decentralizzazione garantisce trasparenza e sicurezza. Nel Fin-com, le transazioni sono registrate su ledger distribuiti, immutabili e condivisi, dove ogni passaggio è tracciabile. Gli smart contract, o token, eseguono automaticamente clausole finanziarie, eliminando intermediazioni e riducendo i costi operativi.

**Computazione quantistica o biochimica (in prospettiva)** - Anche se ancora alle prime fasi applicative, la potenza dei computer quantistici, e ancora di più di quelli biochimici, promette di rivoluzionare l'ottimizzazione dei portafogli, la gestione del rischio e la valutazione dei derivati complessi. In un orizzonte non lontano, le coerenze quantistiche o la matematica continua potrebbero risolvere problemi che oggi richiedono anni di calcolo. Per matematica continua (o analisi matematica) si intende lo studio di grandezze che possono assumere tutti i valori in un intervallo reale, come le funzioni che descrivono un movimento. A oggi, la finanza è essenzialmente supportata da modelli di matematica discreta e non ancora continua.

### IMPATTI SUI MERCATI

Il Fin-com non è una semplice moda pas-

seggera, ma segna un vero e proprio cambiamento di paradigma nel mondo della finanza. Una delle sue espressioni più avanzate è il trading algoritmico di nuova generazione: le strategie di hyper-high-frequency trading si stanno evolvendo in ecosistemi cognitivo-computazionali, capaci di adattarsi in frazioni di secondo alle oscillazioni dei mercati globali.

Un altro aspetto fondamentale riguarda la gestione patrimoniale personalizzata. Le tecnologie Fin-com, sono già oggi in grado di offrire supporto su misura ai consulenti finanziari, per coadiuvarli a meglio calibrare le loro proposte non solo in base al profilo di rischio, ma anche agli obiettivi di vita e ai valori etici di ciascun loro cliente. Sul fronte della sicurezza, l'analisi del rischio diventa dinamica. Nuovi sistemi intelligenti di Fin-com sono in grado di ricalcolare costantemente l'esposizione al rischio, integrando fattori geopolitici, ambientali e sociali, secondo una visione olistica.

Infine, il Fin-com sta rivoluzionando l'inclusione finanziaria, soprattutto nelle regioni emergenti. Grazie a piattaforme mobili intelligenti e all'analisi comportamentale, oggi è possibile offrire microprestiti e servizi bancari anche a chi era escluso dal sistema tradizionale, ampliando così le opportunità di accesso al credito e ai servizi finanziari.

### LE SFIDE E LE RESPONSABILITÀ

Il Fin-com, pur rappresentando una forza innovativa straordinaria, porta con sé sfide e responsabilità inedite che richiedono attenzione costante. Sicurezza e privacy emergono come priorità assoluta: la raccolta massiva di dati sensibili, dai profili finanziari alle abitudini di spesa, esige sistemi di protezione avanzati. Crittografia post-quantistica, protocolli zero-trust e audit continui diventano non solo raccomandabili, ma veri e propri imperativi operativi per prevenire violazioni catastrofiche.

Un altro nodo cruciale è la trasparenza algoritmica. L'assenza di supervisione o l'utilizzo involontario di dataset distorti rischiano di generare discriminazioni sistemiche, come l'esclusione di determinate fasce demografiche dall'accesso al credito. Per questo il Fin-com richiede grande competenza e integrazione algoritmica. La sfida è riuscire a spiegare un sistema al cliente e rendere comprensibili decisio-

ni automatizzate anche a non esperti, e ciò non può avvenire che alla condizione di avere totale maestria su sistemi creati in-house, senza dovere dipendere da Ai e algoritmi terzi.

Sul fronte normativo, le autorità devono reinventarsi. Regolamentazione e compliance non possono limitarsi a reagire alle innovazioni, ma devono anticiparle attraverso sandbox regolatori (ambienti controllati per testare soluzioni) e framework flessibili che tutelino gli investitori senza soffocare la sperimentazione. Il cambiamento richiede protagonismo e non proibizionismo. Quando il primo riflesso, in Italia e in Europa, è stato “normare” l’uso di tecnologie digitali avanzate, come l’Ai, l’Arabia Saudita, ad esempio, ha deciso di finanziare abbonamenti professionali a servizi di intelligenza artificiale a ogni singolo cittadino.

Infine, la dimensione umana rimane il perno irrinunciabile. Nessuna Ai, al momento, può sostituire il discernimento etico, la capacità di contestualizzare eventi estremi o la sensibilità nel gestire crisi esistenziali dei clienti. Il Fin-com raggiunge il suo pieno potenziale solo quando opera come amplificatore delle competenze umane, non come loro sostituto. Questo approccio multilivello trasforma le sfide in opportunità per costruire un ecosistema finanziario più sicuro, equo e resiliente. Il Fin-com deve essere uno strumento di potenziamento, non di sostituzione.

### VERSO UN FUTURO ARMONICO

Il Fin-com si posiziona come sintesi innovativa tra razionalità matematica e intuizione creativa, trasformando la finanza in un mosaico di possibilità. Le sue soluzioni infondono colore e dinamismo in un settore tradizionalmente percepito come rigido e monocromatico. Per evitare che questa esplosione di opportunità si traduca in caos, i seguenti tre pilastri risultano determinanti.

Il primo è l’educazione continua. Occorre formare una nuova generazione di operatori e/o di aggiornare professionisti, capaci di decifrare il linguaggio dei dati e di interpretare le logiche degli algoritmi. Servono competenze tecniche (dalla data science all’Ai) affiancate a soft skill critiche, come il pensiero sistemico e l’etica applicata.

Il secondo è la collaborazione interdisciplinare per rompere i silos tradizionali.

Ingegneri quantistici, economisti comportamentali, filosofi dell’etica ed esperti di compliance devono co-progettare soluzioni, fondendo calcoli con riflessioni sui diritti digitali. Solo questo dialogo trasversale può garantire un’innovazione tecnologicamente solida e socialmente responsabile.

Infine, il terzo pilastro è la filosofia algoritmica “Life first”, che va posta al centro di tutto e che ribalta l’approccio tradizionale. Non è l’uomo a doversi adattare alla macchina, ma la tecnologia a servire il benessere esistenziale. Tutto ciò implica algoritmi progettati per massimizzare la stabilità emotiva degli utenti, strumenti che prevenano l’over-indebitamento e piattaforme che traducano concetti astratti (come la pensione) in progetti di vita tangibili. Equilibrando precisione algo-

ritmica e sensibilità umana, il Fin-com può evolvere da semplice strumento tecnico ad architettura abilitante per un futuro finanziario redditizio e complesso.

### CONCLUSIONI

Il financial computing non è solo una tecnologia: è un’idea che risuona in un concerto di innovazione, un invito ad abbracciare un futuro in cui uomo e macchina cooperano in sinergia. In questo nuovo atto della storia finanziaria, il Fin-Com si rivela un direttore d’orchestra che coordina algoritmi, dati e visioni umane, trasformando il caos del mercato in un’armonia di opportunità. Prepariamoci, dunque, ad aprire le nostre menti a cambiamenti sempre più veloci che portano con sé creatività umana, in un’era in cui la potenza algoritmica rafforza la finanza per il bene comune.



# Il bacio che ha ingannato il mondo

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

Era una tiepida mattina parigina del marzo 1950 quando Robert Doisneau si appostò davanti all'Hôtel de Ville. La luce primaverile carezzava le facciate degli edifici storici e i parigini passeggiavano con quella nonchalance che solo loro sanno esibire. Il fotografo, con la sua Rolleiflex al collo, attendeva pazientemente il momento perfetto. Ciò che catturò quel giorno divenne un'icona del romanticismo del ventesimo secolo: due giovani amanti che si fermano in mezzo alla folla per scambiarsi un'effusione appassionata. Un attimo di intimità rubato al caos urbano, cristallizzato per sempre dalla pellicola. L'opera, intitolata "Le baiser de l'Hôtel de Ville", conquistò da subito l'immaginario collettivo. In un'epoca in cui le dimostrazioni pubbliche d'affetto erano ancora considerate tabù in gran parte del mondo occidentale (persino nei "progressisti" Stati Uniti), quell'immagine rappresentava la libertà parigina, la passione francese, l'amore che trionfa sulle convenzioni sociali. Per decenni, milioni di persone hanno ammirato quello scatto, immaginando la storia dei due misteriosi amanti, sognando di vivere un

amore altrettanto spontaneo e travolgente. La narrazione era perfetta: due sconosciuti, un incontro casuale, un bacio rubato immortalato dall'occhio attento di un maestro.

## EMERGE LA REALTÀ

Poi, come spesso accade con le storie troppo belle per essere vere, emerse la realtà. Nel 1992, infatti, una coppia di francesi rivendicò di essere la protagonista della fotografia. Seguirono cause legali e, infine, la confessione: Doisneau aveva ingaggiato due giovani attori, Françoise Bornet e Jacques Carteau, per posare per lui. Il gesto spontaneo era in realtà una messa in scena accuratamente orchestrata. La rivelazione scosse il mondo dell'arte. L'immagine che incarnava l'essenza dell'amore genuino era, ironicamente, tutto, fuorché sincera. Un'immagine che per oltre 40 anni aveva rappresentato l'autenticità del sentimento umano si rivelava una costruzione artistica, una finzione presentata come verità. Eppure, essa non perse il suo potere di fascinazione. Continuò a emozionare, a ispirare, a fare sognare. Perché? Forse perché la linea tra realtà e finzione è più sottile di quanto siamo disposti ad ammettere. Forse perché ciò che conta non è l'autenticità del momento catturato, ma l'autenticità dell'emozione che suscita in noi. O forse

perché siamo disposti a credere che ciò che desideriamo sia vero, anche quando sappiamo che non lo è. In un'era in cui la disinformazione permea ogni aspetto della nostra vita digitale, il caso del "Bacio dell'Hôtel de Ville" offre una lezione preziosa. Non sulla malizia dell'inganno, ma sulla complessità del rapporto tra verità e percezione, tra fatti e sentimenti, tra ciò che è reale e ciò che desideriamo lo sia. Il famoso scatto non ha perso il suo valore artistico, né la sua capacità di emozionare. Ha semplicemente cambiato significato: non più documento della spontaneità di un momento, bensì simbolo della nostra eterna ricerca di autenticità in un mondo sempre più costruito e mediato. E forse è proprio questa la più grande lezione sulla disinformazione: ciò che ci inganna più profondamente non è la falsità dei fatti, ma la verità delle emozioni che quei fatti, veri o falsi che siano, riescono a suscitare in noi. Come la fotografia di Doisneau, che ha incantato il mondo con la sua romantica illusione, anche la disinformazione finanziaria si nutre della nostra vulnerabilità emotiva. Confeziona narrazioni che desideriamo credere vere, promettendo guadagni "spontanei" e "naturali", mentre sono invece accuratamente orchestrate come quel bacio parigino.

\* 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 PIROLI**  
esperto di formazione bancaria  
e assicurativa

### **NARRAZIONI CONFEZIONATE**

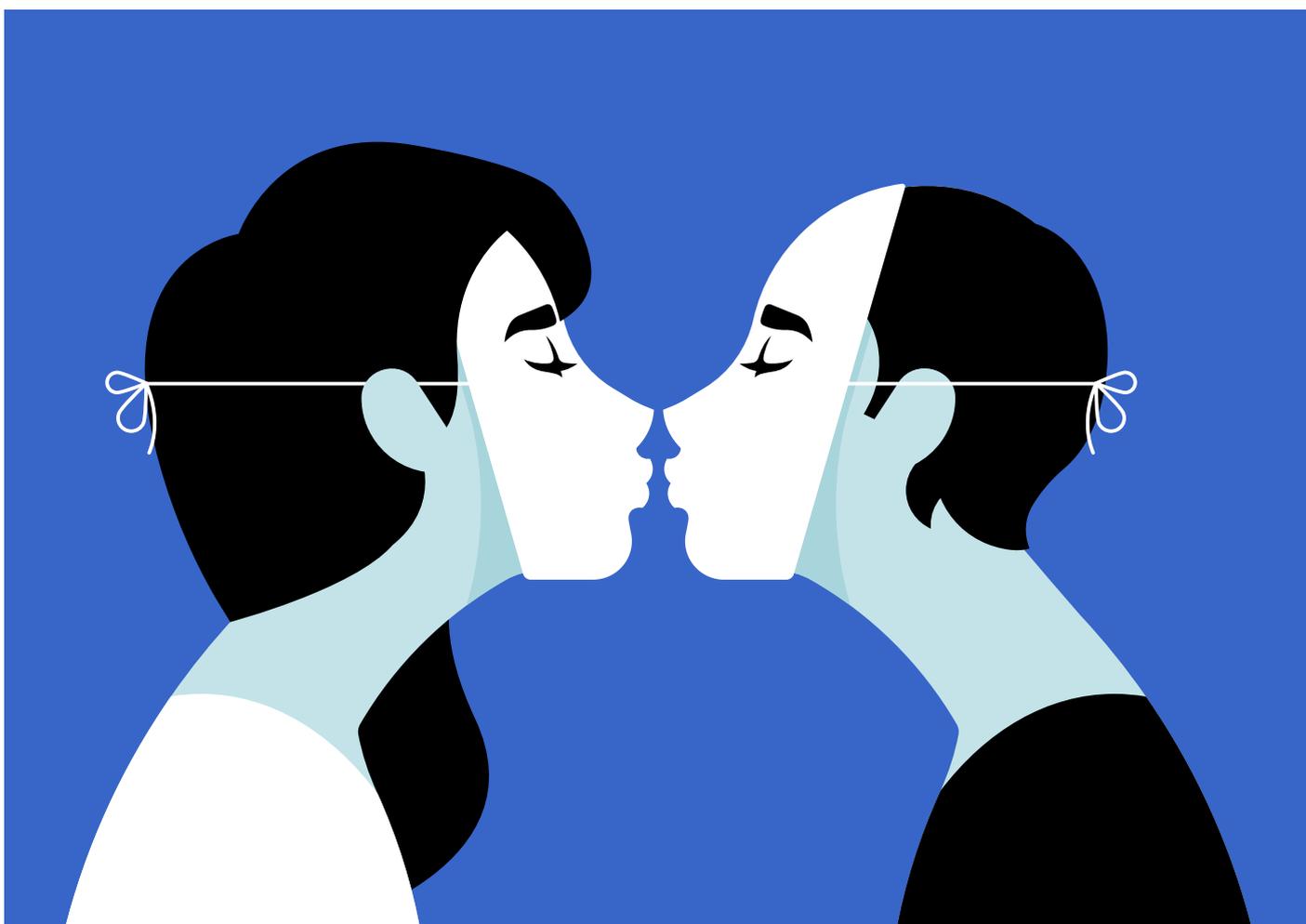
Pensiamo alle “meme coin”, una sorta di criptovalute che emergono dal nulla, inizialmente nate a scopo scherzoso, ma oggi spesso create con operazioni studiate a tavolino e di frequente supportate da personaggi famosi. Il loro valore non è intrinseco, ma costruito sulla percezione collettiva, e si prestano a una funzione puramente speculativa, spesso non pienamente compresa



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

da tutti gli utilizzatori, caratterizzata da rapidi rialzi seguiti da repentini ribassi, a seconda degli “umori” del mercato. Alimentando storie di arricchimenti istantanei che sembrano scatti rubati al destino, ma sono spesso esibizioni calcolate. L'investitore medio guarda queste opportunità come i romantici guardavano il bacio di Parigi: con la convinzione che quella magia possa ripetersi proprio per lui.

Oppure consideriamo i social media, attraverso i quali i “fininfluencer” dispensano consigli presentati come verità assolute e le cui strategie d'investimento “eccezionali”, però, non tengono presente il reale profilo finanziario di coloro (spesso sono i più giovani) che, seguendoli, prendono rischi fuori dalla loro portata. Come Doisneau, che scelse di immortalare quell'atto particolare tra decine di altri, questi influencer selezionano accuratamente che cosa mostrare del loro portafoglio, omettendo le loro perdite e decantando i loro guadagni. E che dire di quelle offerte pubbliche di azioni di startup che vengono presentate come rivoluzionarie? Che ci ricordano quella fotografia: promettono un futuro radioso che spesso non si materializza. I prospetti informativi che le accompagnano sono composizioni artistiche quanto lo scatto di quel fotografo, progettati per evocare un'emozione specifica: non l'amore romantico, come in quel caso, ma l'avidità personale e la paura di perdere un'opportunità irripetibile. Anche le criptiche newsletter finanziarie esclusive funzionano



con lo stesso principio: creano l'illusione di un accesso privilegiato a un momento speciale, a un'informazione "rubata" al sistema, quando in realtà sovente stanno vendendo una storia costruita ad arte per un pubblico disposto a credere a tutto. La disinformazione finanziaria ha perfezionato ciò che Doisneau fece in modo relativamente innocente: creare una narrazione che appare autentica e spontanea, mentre è in realtà una costruzione artefatta.

## LE CONSEGUENZE

La differenza sta nelle conseguenze: l'illusione del bacio poteva al massimo deludere i sentimentali, mentre l'illusione finanziaria può distruggere patrimoni, pensioni, vite intere. Eppure, come per quel celebre scatto, continuiamo a lasciarci sedurre. Anche quando sappiamo che un'opportunità d'investimento è troppo bella per essere vera, anche quando gli indizi dell'inganno sono evidenti, l'emozione prevale spesso sulla razionalità. Vogliamo credere! Proprio come i milioni di persone che hanno ammirato i due finti innamorati di Parigi volevano credere nella loro genuinità. L'ecosistema informativo contemporaneo, poi, amplifica questa vulnerabilità. Gli algoritmi e le bolle social che ci circondano confermano le nostre speranze, creando l'illusione di una città intera che si bacia come a Parigi, quando in realtà stanno tutti posando per la stessa fotografia ingannevole. Così come la rivelazione sul fatto che fosse una messa in scena non ha diminuito il suo impatto emotivo, anche l'esposizione della disinformazione finanziaria spesso non riesce a dissuadere completamente gli investitori. Le emozioni che queste narrazioni evocano (speranza, eccitazione, senso di appartenenza a un movimento) resistono alla razionalità. Forse la lezione più importante che possiamo trarre da questo parallelo è che l'antidoto alla disinformazione non è solo la verifica dei fatti, ma la consapevolezza delle nostre vulnerabilità emotive. Non basta sapere che un'immagine è stata messa in scena; dobbiamo comprendere perché, nonostante questa conoscenza, continuiamo a esserne attratti. Nel mercato finanziario, come nell'arte, le illusioni più efficaci sono quelle che toccano le corde più profonde dell'animo umano: il desiderio di sicurezza, la speranza di un futuro migliore, la paura di rimanere indietro. Riconoscere questi meccanismi non ci rende immuni, ma ci

offre almeno una possibilità di distinguere tra l'emozione autentica e quella manipolata, tra l'investimento consapevole e il bacio posticcio: un'opportunità troppo perfetta per essere vera. Se però fossimo stati anche noi in quella piazza parigina, viene da chiedersi, cosa ci avrebbe permesso di riconoscere la messa in scena? Forse uno sguardo educato, capace di

notare la composizione troppo perfetta, le espressioni troppo calibrate, l'assenza di quella lieve sfocatura che accompagna il vero movimento spontaneo. Ecco dove l'educazione, in questo caso quella finanziaria, diventa non un lusso, ma una necessità vitale. Come un apposito corso ci insegna a distinguere tra un autentico reportage e una fotografia di scena, così l'educazione finanziaria ci fornisce gli strumenti per navigare nell'oceano delle informazioni, vere o artificiali che siano.

## UNO SGUARDO CRITICO

L'alfabetizzazione finanziaria non è semplicemente la conoscenza di termini tecnici o formule matematiche. È lo sviluppo di un occhio critico, di quella capacità sottostante, quasi intuitiva, ma in realtà frutto di studio e pratica che permette di percepire la dissonanza di un'opportunità d'investimento troppo perfetta, proprio come un esperto d'arte noterebbe immediatamente le incongruenze in un falso Picasso. Questa educazione comincia con l'umiltà intellettuale: il riconoscimento che siamo tutti vulnerabili alla seduzione di belle storie, che nessuno è immune dall'inganno. Essa continua con l'acquisizione di strumenti analitici quali la capacità di leggere un bilancio, di comprendere i meccanismi di mercato, di analizzare criticamente affermazioni e promesse, per poi completarsi con lo sviluppo di quella che potremmo chiamare una "intelligenza emotiva finanziaria": la consapevolezza di come le nostre emozioni influenzano le nostre decisioni economiche. In un mondo in cui l'intelligenza artificiale può generare report finanziari convincenti ma non veritieri, in cui deepfake di amministratori delegati possono annunciare fusioni inesistenti e algoritmi sofisticati possono creare l'illusione di un trend di mercato, la distinzione tra informazione autorevole e artificiale diventa sempre più sfumata.

ta. Come il gesto di cui abbiamo parlato, anche i dati possono essere "costruiti" come su un set. L'educazione ci indirizza a cercare le fonti primarie, a triangolare le

“ “ *L'illusione finanziaria  
può distruggere patrimoni,  
pensioni, vite intere* ” ”

informazioni, a riconoscere i segnali d'allarme, ci insegna a chiederci: chi beneficia da questa narrazione? Quali prove concrete la sostengono? Quali voci autorevoli e indipendenti la confermano?

## COLTIVARE L'INDIPENDENZA

Ma, soprattutto, l'educazione finanziaria ci aiuta a sviluppare quella rara qualità che è l'indipendenza di pensiero. La capacità di restare fermi mentre la folla corre, di dubitare quando tutti credono, di resistere all'impulso di seguire il gregge verso il prossimo bacio artificiale, la prossima bolla, il prossimo schema Ponzi. Questa indipendenza non nasce dal nulla. Si coltiva attraverso lo studio disciplinato, la conoscenza di nozioni economiche, la familiarità con la storia dei mercati e delle crisi finanziarie. Si rafforza confrontando teorie con dati reali, previsioni con risultati, promesse con performance. Alla fine, ciò che distingue l'osservatore ingannato da quello consapevole non è la quantità di informazioni cui ha accesso (nella nostra era digitale, tutti ne abbiamo in abbondanza), ma la qualità del filtro attraverso il quale le processa. E questo filtro è forgiato dall'educazione. Il "Bacio dell'Hôtel de Ville" continuerà a emozionarci, anche sapendo che è una messa in scena. Ma, grazie all'educazione, possiamo scegliere consapevolmente di lasciarci emozionare dall'arte, riservando invece un sano scetticismo per chi cerca di venderci il prossimo miracolo finanziario. In un'epoca in cui le apparenze ingannano con sofisticazione sempre maggiore, l'educazione rimane il nostro faro più affidabile. Non ci rende immuni dagli sbagli, ma ci offre qualcosa di più prezioso: la capacità di imparare dai nostri errori e da quelli altrui, di affinare continuamente il nostro giudizio, di distinguere, con sempre maggiore precisione, tra il bacio autentico della vera opportunità e la posa studiata dell'inganno finanziario.

# India, cogliere crescita e qualità

a cura di **Pinuccia Parini**

L'economia indiana ha dimostrato una forza consistente negli ultimi 20 anni: +8,4% di crescita annua composta, con la prospettiva di diventare la terza economia più grande al mondo entro la fine di questo decennio. A differenza, però, di quanto succede quando si verificano dinamiche simili, l'India ha conosciuto questo sviluppo senza creare forti squilibri macroeconomici e senza aumentare in modo consistente il proprio debito. Secondo **Bhuvnesh Singh**, gestore del fondo Comgest Growth India di **Comgest**, «le riforme strutturali, l'innovazione tecnologica e gli investimenti in infrastrutture stanno creando un ambiente adatto per le imprese e gli investitori. Il quadro è favorevole, con una minore dipendenza dal commercio, il calo dei prezzi del greggio e una politica monetaria espansiva sotto forma di iniezioni di liquidità e tagli dei tassi».

## **MOLTI CAMBIAMENTI IN ATTO**

Negli ultimi anni, inoltre, si è assistito a diversi cambiamenti, che hanno avuto un impatto sul tessuto economico e hanno attirato investimenti esteri che, nell'ottica della strategia China plus one, hanno trovato in India un mercato dove potere diversificare la propria produzione. Non è un caso che, grazie anche al programma Pli (Production linked incentive), lanciato nel 2020, c'è stato un incremento della produzione manifatturiera ad alta specializzazione. Oggi il 25% degli I-Phone viene assemblato in India. A ciò si aggiunge una sempre maggiore digitalizzazione del Paese e una crescente urbanizzazione che «favoriscono aziende innovative e resilienti, capaci di adattarsi alle nuove sfide globali», sostiene

sempre il portfolio manager. A oggi, circa 900 milioni di persone utilizzano i telefoni cellulari e, con il calo del costo dei dati, si sta assistendo, oltre a un aumento dei pagamenti digitali, a una proliferazione di applicazioni.

## **CAPITALIZZARE LA CRESCITA**

«Il mercato azionario indiano offre numerose opportunità a chi cerca di capitalizzare questa crescita. In questo contesto, gli investitori possono trovare opportunità interessanti puntando su società con fondamentali solidi, potenziale di crescita sostenibile e vantaggi competitivi duraturi. La diversificazione tra molti settori e aziende può aiutare a ridurre i rischi e a cogliere le molteplici sfide e opportunità di un'economia in rapido sviluppo», sostiene Bhuvnesh Singh. Le valutazioni azionarie non sono a buon mercato, ma sono sostenute dalla crescita: gli utili per azione crescono a doppia cifra e il tasso medio di redditività del capitale proprio (Roe) è del 15% rispetto al 9,8% per i mercati emergenti nel loro complesso.

## **QUALE APPROCCIO**

«Un approccio d'investimento basato sui principi del quality growth si rivela particolarmente efficace, offrendo agli investitori la possibilità di ottenere rendimenti sostenibili nel medio e lungo termine». Questa è la filosofia d'investimento applicata al fondo Comgest Growth India. «Ci focalizziamo su società con vantaggi competitivi duraturi, guidati da fattori strutturali, quali la formalizzazione dell'economia, la digitalizzazione, l'aumento dei consumi discrezionali e la crescita della spesa sanita-



## **BHUVNESH SINGH**

gestore

**Comgest Growth India**

**Comgest**

ria. Inoltre, cerchiamo caratteristiche come l'aumento sostenuto della quota di mercato o l'efficienza dei prodotti o dei processi. A nostro avviso, società con queste peculiarità tendono a essere ben attrezzate per resistere alle difficoltà macroeconomiche e generare tassi di crescita superiori alla media nel lungo periodo», argomenta sempre Bhuvnesh Singh. Per esemplificare le analisi che sottendono alle decisioni d'investimento, il gestore cita alcuni esempi, tra i quali Hdfc Bank, Varun Beverage Ltd e Power Grid Corporation of India. «La prima si distingue come leader nel settore bancario: la sua posizione dominante, unita a una gestione prudente e a un portafoglio di crediti di alta qualità, le consente di mantenere margini e rapporti di rendimento elevati. La banca continua a investire in infrastruttura digitale, rafforzando la sua presenza, sia nel segmento retail, sia in quello corporate. Varun Beverage Limited, invece, è il più grande imbottigliatore di PepsiCo al di fuori degli Stati Uniti. Produce e distribuisce oltre il 90% del volume di PepsiCo in India. L'azienda ha un ampio margine di crescita, dato il basso consumo pro capite di bevande analcoliche nel subcontinente. L'espansione della rete di distribuzione e il potenziamento delle infrastrutture di refrigerazione costituiranno ulteriori fattori di crescita per Varun Beverages. Infine Power Grid Corporation of India è una società di trasmissione di energia interstatale che trasporta circa l'85% dell'energia elettrica interregionale e il 45% dell'energia totale del Paese. Gli investimenti nelle infrastrutture di rete in India continuano ad aumentare con la crescita della domanda di energia elettrica e la quota più elevata di progetti di energia rinnovabile».

# Investire nella transizione energetica

a cura di Arianna Caviglioli



**UMBERTO TAMBURRINO**  
managing partner,  
ceo e cio Europa  
Sosteneo (Gruppo Generali  
Investments)

Il settore delle infrastrutture è alimentato dalle massicce esigenze di investimento in diversi ambiti, tra i quali quello energetico ha un'importanza crescente. **Umberto Tamburrino**, managing partner, ceo e cio Europa di **Sosteneo**, società appartenente alla galassia di **Generali Investments**, ha risposto ad alcune domande su questo tema.

## **Come vede il segmento delle infrastrutture energetiche in Europa e in Italia?**

«Il mercato europeo delle infrastrutture per la transizione energetica offre ottime opportunità di investimento. Nel 2023, sono stati investiti in Europa 320 miliardi di euro, un record in parte reso possibile grazie a una forte spinta verso l'indipendenza energetica e al conseguente forte mandato politico. Inoltre, molteplici fattori strutturali, come l'elettrificazione, l'integrazione delle rinnovabili, il potenziamento delle reti e la sicurezza energetica, forniscono ulteriore stimolo al settore. In questo contesto, l'Italia sta giocando un ruolo cruciale, adottando

spesso incentivi innovativi per stimolare gli investimenti di capitale privato nella transizione energetica, come il meccanismo di approvvigionamento di capacità di stoccaggio elettrico (Macse). Guardando al futuro, Sosteneo ha già da qualche anno identificato e investito in alcuni macro-trend che crediamo possano essere strutturali, come lo stoccaggio di energia e il rafforzamento delle reti, e che continueranno a rappresentare il focus della nostra strategia d'investimento».

## **Quanto è importante essere selettivi negli investimenti?**

«Nel campo della produzione di energia pulita, la selettività negli investimenti è diventata sempre più importante. Il valore si sta spostando verso soluzioni su misura e ibride. Le tradizionali infrastrutture per la generazione di energia rinnovabile non sono sufficienti a gestire le esigenze del sistema e dovranno essere accompagnate da nuovi impianti che forniscano la necessaria flessibilità per riuscire a fare fronte al mutato paradigma di produzione d'energia, ove la mag-

gior parte di quella consumata è spesso fornita da fonti intermittenti».

### **Il modello adottato dagli operatori del settore è ancora valido?**

«Per decenni, le utility hanno espletato il ruolo di sviluppatori e proprietari delle infrastrutture energetiche. Tuttavia, la portata della transizione sta mettendo in discussione questo modello. Le utility si trovano oggi ad affrontare esigenze di capitale senza precedenti per soddisfare i mandati di decarbonizzazione, espandere la capacità delle reti e investire in flessibilità. Allo stesso tempo, l'aumento dei tassi d'interesse e la crescente attenzione regolamentare sta limitando la loro capacità di impiegare capitale su larga scala. Tutto ciò ha aperto la strada a un nuovo modello in cui i gestori specializzati di infrastrutture svolgono un ruolo centrale nella realizzazione di progetti energetici in partnership con le utility».

### **Quanto è importante per l'Europa la transizione energetica?**

«In Europa la transizione non solo è alimentata dall'opportunità commerciale, ma è anche dettata da esigenze specificamente europee. C'è infatti la necessità di raggiungere l'indipendenza energetica, che sta portando il Vecchio continente a investire sempre più in energia pulita. C'è poi la volontà delle imprese di avere visibilità a lungo termine sul prezzo dell'energia, fattore che ha portato a quintuplicare la capacità di energia rinnovabile stipulata tramite power purchase agreements tra il 2019 e il 2024. Infine, c'è un aumento sostanziale della complessità causato da un modello energetico decentralizzato e intermittente, in cui lo stoccaggio di energia diventa indispensabile».

### **Perché guardare agli investimenti equity in infrastrutture energetiche in questo contesto di mercato?**

«I progetti di transizione energetica ai quali ci rivolgiamo sono prima di tutto progetti infrastrutturali con i vantaggi e le caratteristiche difensive tipiche di questa asset class. In quanto beni reali che

forniscono servizi essenziali, offrono resilienza attraverso il ciclo, caratteristica che porta con sé anche una volatilità più contenuta rispetto a molte altre classi di attivo. È importante anche sottolineare il contributo in termini di diversificazione di portafoglio, grazie a una bassa correlazione con le altre principali classi di attivo, e di protezione dall'inflazione, visto che i flussi di cassa dei progetti sono spesso indicizzati a quest'ultima. Investendo come azionisti del progetto, nella maggioranza dei casi in quote maggioritarie, possiamo inoltre mantenere un forte controllo, sia durante le fasi di costruzione, sia in quella di esercizio: ciò ci consente di ridurre i rischi e massimizzare il valore dell'asset in modo efficace. Ma la caratteristica probabilmente più interessante è la stabilità dei flussi di cassa, che otteniamo nei nostri progetti attraverso la contrattualizzazione a lungo termine di ricavi e costi per fornire distribuzioni di dividendi costanti e altamente prevedibili».

### **Quali sono le dimensioni dell'opportunità di investimento?**

«La transizione verso un'economia a zero emissioni rappresenta uno dei più grandi impieghi di capitale della storia e richiederà, secondo stime dell'Aie, oltre 2 mila miliardi di dollari di investimenti annuali da qui al 2030 a livello globale. Queste cifre sono circa il doppio della spesa effettiva del 2023, tenendo peraltro presente che il circa il 50% della transizione energetica riguarda le rinnovabili, le reti, la flessibilità e l'elettrificazione. Per raggiungere questa scala di investimenti è necessario un notevole contributo da parte degli investitori istituzionali, soprattutto per la costruzione di nuove infrastrutture, non solo per l'acquisizione di asset già esistenti. La transizione è infatti una storia di "build-out", piuttosto che di "buy-out", e di "greenfield", piuttosto che di "brownfield"».

### **Quali sono i settori sui quali puntate maggiormente e perché? All'interno di questi comparti, quali sono i principali investimenti che state perseguendo?**

«Sosteneo effettua investimenti aziona-

ri in progetti infrastrutturali in fase di costruzione (greenfield) connessi alla transizione energetica, con un focus primario su due segmenti: la generazione di energia pulita e l'integrazione dell'energia pulita nel sistema energetico. Il ruolo centrale delle rinnovabili, che per loro genesi producono energia intermittente, ha trasformato la sfida della transizione: non si tratta più solo di soddisfare una domanda fissa, ma di gestire la variabilità dell'offerta, visto che la produzione di energia rinnovabile dipende non dalla domanda di mercato, ma dalle condizioni meteorologiche. In questo contesto, le tecnologie che facilitano l'integrazione dell'energia pulita, fornendo flessibilità al sistema, rappresentano la proposta di investimento più interessante. È in questa area di mercato che Sosteneo è maggiormente attiva. Continuiamo, ad esempio, a guardare con particolare favore ai sistemi di accumulo di energia a batteria, che attualmente rappresentano la nostra maggiore allocazione settoriale. Inoltre, esploriamo sempre con maggiore convinzione impianti co-locati, laddove la generazione di elettricità viene affiancata da risorse per lo stoccaggio, e progetti per il potenziamento della rete. In un'ottica di diversificazione di portafoglio, stiamo anche esplorando altre opportunità: ci troviamo, per esempio, in fase avanzata di negoziazione per un progetto eolico offshore nel Nord Europa».

### **Quali i rendimenti attesi di un investimento in questo segmento e la duration tipica?**

«In genere, le strategie infrastrutturali, come quella di Sosteneo, hanno un orizzonte temporale di 10 anni e offrono rendimenti con un profilo di rischio core-plus. Il rendimento netto annualizzato si attesta in genere attorno al 13%, ed è ottenuto tramite un portafoglio di investimenti "asset-heavy", caratterizzato da flussi di cassa contrattualizzati per lunghi periodi, che mira a ottenere una crescita del capitale senza rinunciare a distribuzioni di reddito annuali, che rappresentano una buona parte del rendimento netto».

# Cambia il diritto di rimborso

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



Il Regolamento Ue 2023/606, entrato in vigore il 10 gennaio 2024, ha modificato il Regolamento Eltif 2015/760, concentrando il proprio intervento di riforma su alcune tematiche ritenute di ostacolo alla piena spendibilità del prodotto a favore degli investitori al dettaglio.

Gli Eltif, rivolgendosi non solo a investitori istituzionali, ma anche a investitori al dettaglio, fin dalla loro nascita hanno avuto l'obiettivo di cercare di convogliare capitali verso le imprese che necessitano di denaro fresco e soprattutto con progetti di investimento a lungo termine.

La caratteristica intrinseca di fondo chiuso e illiquido dovuta alla natura degli "asset eligible" è stata ritenuta uno dei principali motivi ostativi allo sviluppo e all'appetibilità di tale veicolo di investimento sul mercato. Con la riforma del regolamento, il legislatore europeo ha cercato di dare nuova linfa e vitalità al prodotto Eltif consentendo ai gestori di strutturare fondi con strategie tipicamente illiquide e a lungo termine, con la facoltà per l'investitore di uscire dall'investimento effettuato prima della scadenza del termine di durata del fondo.

#### IMPORTANTI ECCEZIONI

La nuova disciplina, se da un lato conferma la possibilità per l'investitore di chiedere il rimborso delle quote o delle azioni detenute solo «a partire dal giorno seguente la data in cui si conclude il ciclo di vita dell'Eltif» (ossia dopo la fine del periodo di investimento), dall'altro riconosce importanti eccezioni a tale principio. È previsto, infatti, che il regolamento del fondo possa consentire «la possibilità di rimborsi durante il ciclo di vita dell'Eltif», purché siano rispettate integralmente alcune condizioni.

In primo luogo, è necessario evidenziare che comunque un periodo, seppur minimo, di detenzione delle quote o azioni del fondo deve essere indicato nel regolamento. A tale proposito, la Commissione ha emanato nel luglio 2024 alcuni standard tecnici che stabiliscono criteri utili per individuare correttamente un periodo minimo di detenzione. Secondo gli Rts, il gestore di un Eltif in tali casi deve tenere conto di alcuni elementi, tra i quali, ad esempio, la natura a lungo termine e la strategia di investimento dell'Eltif, le classi di attività sottostanti, la politica di investimento dell'Eltif, la tipologia di investitori nel fondo.

“ La nuova disciplina, se da un lato conferma la possibilità per l'investitore di chiedere il rimborso delle quote o delle azioni detenute solo «a partire dal giorno seguente la data in cui si conclude il ciclo di vita dell'Eltif» (ossia dopo la fine del periodo di investimento), dall'altro riconosce importanti eccezioni a tale principio. È previsto, infatti, che il regolamento del fondo possa consentire «la possibilità di rimborsi durante il ciclo di vita dell'Eltif», purché siano rispettate integralmente alcune condizioni ”

In ogni caso, il periodo minimo di detenzione deve essere coerente e necessario per completare almeno l'investimento del capitale versato dai sottoscrittori, salvo casi particolari che comunque devono essere giustificati.

L'esercizio della liquidazione delle quote o delle azioni detenute è altresì ammesso solo nel caso in cui il gestore dell'Eltif sia in grado di dimostrare che il fondo dispone di strumenti di gestione della liquidità e di un'adeguata politica di rimborso compatibili con la strategia di investimento a lungo termine dell'Eltif stesso. Inoltre, la politica di rimborso dell'Eltif deve comunque garantire che i rimborsi siano limitati ai flussi di cassa positivi attesi e a una percentuale degli attivi investiti nelle stesse asset class in cui possono investire i fondi istituiti ai sensi della direttiva Ucits. In ogni caso, gli investitori devono essere trattati equamente e i rimborsi potranno essere concessi su base proporzionale se le

richieste di liquidazione superano la percentuale delle attività "eligible".

#### **DISPOSIZIONE SPROPORZIONATA E DANNOSA**

Si rappresenta, infine, che la normativa originaria prevedeva il diritto degli investitori di chiedere la liquidazione dell'Eltif se le loro (legittime) domande di rimborso non erano state soddisfatte entro il termine di un anno dalla data di presentazione. Tale disposizione è stata ritenuta sproporzionata e dannosa, sia per l'efficace esecuzione della strategia di investimento dell'Eltif, sia

per gli interessi di altri investitori o gruppi di investitori e pertanto nel nuovo regolamento è stata stralciata.

I presupposti sembrano positivi, tuttavia sarà necessario comprendere come questa normativa speciale e di derivazione europea possa trovare la sua collocazione all'interno dell'ordinamento italiano che da sempre differenzia tra fondi chiusi, che si connotano per una mancata possibilità per l'investitore di uscire dall'investimento a suo piacimento, e fondi aperti, dove al contrario è ammesso il diritto di rimborso con frequente periodicità.



# Meraviglia, la forza che ci fa volare

di Emanuela Zini

Tutto ha inizio con una domanda, anzi, cinque. Cinque interrogativi che da sempre affascina-no e inquietano: chi siamo, da dove veniamo, dove stiamo andando, cosa c'è là fuori e perché? E se vogliamo davvero trovare le risposte, dobbiamo tornare all'origine di tutto, al Big Bang. C'è una forza invisibile che muove gli esseri umani da sempre. Non è la sopravvivenza, non è l'istinto. È qualcosa di più sottile e potente: la meraviglia, che è il primo passo verso la scoperta, è lo stupore che ci assale davanti all'incomprensibile, al sublime, all'ignoto. È quel sentimento che ha spinto l'uomo a interrogarsi su chi è, da dove viene, dove sta andando. E forse è proprio per rispondere a queste domande che abbiamo cominciato a creare, a esplorare il cielo e a disegnare sulle pareti delle caverne; a lanciare sonde nello spazio e a dipingere sogni su una tela.

Tutto ha avuto inizio con il Big Bang, un evento che non è accaduto nel tempo e nello spazio, ma ha generato tempo e spazio. Da quel momento primordiale, l'universo si espande, evolve, si trasforma. E dentro questa espansione, a miliardi di anni di distanza, nascono le stelle, i pianeti, la vita e, infine, l'uomo. Siamo arrivati tardi, appena due milioni e mezzo di anni fa, eppure, in pochissimo tempo abbiamo lasciato un'impronta enorme. Perché? Perché l'uomo è l'unico essere vivente capace di sognare il futuro e di costruirlo. E questo sogno

si incarna in molte forme: nella scienza, nella filosofia, nell'arte.

## VIAGGIO VERSO L'IGNOTO

L'arte, come la scienza, nasce dalla meraviglia. Ma, mentre la scienza cerca risposte, l'arte spesso pone nuove domande e costringe a guardare il mondo da prospettive diverse, a sospendere il giudizio, a sentire più che a capire. Gli artisti sono esploratori dello spirito umano, sono come quei pionieri che per primi hanno osato alzarsi in volo, pur senza sapere dove sarebbero atterrati. Come i grifoni che insegnano ai loro piccoli a volare lanciandosi nel vuoto, anche gli artisti si affidano all'aria e alla vertigine del rischio.

Ci vuole coraggio per essere artista. Ci vuole una febbre interiore, un'urgenza che brucia. È la stessa forza che ha guidato le missioni spaziali come ad esempio la missione Rosetta, che ha spinto l'umanità a inseguire per 12 anni una cometa, per atterrarvi sopra e fotografarla da vicino per la prima volta nella storia. E a scoprire che sulla cometa c'erano alcuni dei mattoncini fondamentali della vita. Eppure, cos'è quella cometa se non un simbolo perfetto dell'arte? Un oggetto misterioso, che arriva da lontano, che attraversa il buio lasciando una scia luminosa. Come un'opera d'arte: sfugge alla comprensione totale, ma ci tocca, ci cambia, ci commuove.

## CIÒ CHE CI RENDE UMANI

Dietro ogni grande impresa, sia essa un affresco nella Cappella Sistina o un rover su Marte, c'è una visione. Qualcosa che ancora non c'è, ma che può esistere, se abbiamo il coraggio di crederci. È questa la scintilla divina dell'umano: la capacità di immaginare l'invisibile. Quando John F. Kennedy disse che l'uomo sarebbe arrivato a posare i piedi sulla Luna non perché fosse facile, ma perché era difficile, stava affermando il valore profondo della visione. Una visione condivisa è contagiosa e, quando un sogno è abbastanza grande da accendere molti cuori, allora diventa possibile. Gli artisti sono visionari per eccellenza. Sono quelli che vedono prima degli altri e che pagano spesso il prezzo della solitudine, dell'incomprensione, dell'insuccesso. Ma se non fosse per loro, il mondo sarebbe più grigio, più piatto, più cieco.

## L'ARTE DI VISIONE

Leonardo da Vinci è l'emblema di una mente visionaria capace di trasformare il sogno in progetto. Osservava il volo degli uccelli e immaginava macchine volanti, disegnava città ideali quando ancora regnava il caos urbano. Ma non si fermava alla fantasia: sperimentava, calcolava, costruiva. In un tempo che non era pronto per le sue idee, Leonardo osava pensarle e provarle. La sua forza non stava solo nel genio, ma nel coraggio di credere in un futuro diverso. La visione, per lui, non era utopia: era responsabilità. Arte e scienza diventavano strumenti concreti per inseguire l'impossibile.

## ROMPERE I CONFINI

Con Picasso, l'arte ha cambiato volto. Con il cubismo, insieme a Braque, ha frantumato la prospettiva tradizionale, dando al mondo una nuova visione della realtà. Era il Novecento, ma quel gesto aveva la forza di una rivoluzione: guardare da più punti di vista, rompere i confini, osare il non compreso. Picasso non cercava di piacere, cercava di capire e fare capire. L'innovazione, per lui, era urgenza espressiva. E così, come accade per ogni vera avanguardia, la sua sfida è diventata linguaggio, il sogno è diventato segno. Una lezione ancora viva: per innovare bisogna sapere rompere le regole e creare nuove possibilità di visione.

## IL MOTORE DEL FUTURO

In questo slancio verso il nuovo si inserisce la figura di Filippo Tommaso Marinetti, fondato-



re del futurismo. Con lui l'arte si fa manifesto di velocità, energia, rottura del passato. Marinetti voleva un'arte che vibrasse come un motore, che celebrasse la città moderna, la macchina, l'aereo. La meraviglia, per i futuristi, non era più rivolta all'infinito celeste, ma al progresso, all'accelerazione del tempo. Nelle loro opere, l'aeroplano non è solo un mezzo: è simbolo di una nuova estetica, che sfida le leggi della percezione e cattura la vertigine del volo. Il cielo, da mistero, diventa conquista. Il dinamismo futurista è un inno alla potenza creativa dell'uomo moderno.

## LA PITTURA CHE VOLA

Tra i protagonisti di questa visione futurista, Tullio Crali ha saputo incarnare come pochi l'estasi del volo. Le sue tele non si limitano a raffigurare aerei: le vivono dall'interno, come se lo spettatore si trovasse in cabina, in picchiata sul mondo. Con la sua "aeropittura", Crali ha dato forma alla sensazione pura della velocità, dell'aria che taglia, della terra che ruota lontana sotto le ali. Le sue composizioni sfidano la gravità pittorica, sono finestre aperte sull'ebbrezza del cielo. Anche qui, la meraviglia non è solo stupore: è tensione verso l'alto, desiderio di superare il limite, di pensare e vedere oltre.

## L'ARTE EVOCA L'INVISIBILE

Grazie a Kandinsky, l'arte smette di descrivere il visibile e comincia a evocare l'invisibile. Primo tra gli artisti a liberare la pittura dalla forma riconoscibile, Kandinsky ascolta i suoni dei colori e ne traduce le vibrazioni sulla tela. La sua è una visione rivoluzionaria: l'arte come esperienza spirituale, come ponte tra mondi interiori. In un tempo in cui l'immagine dominava il reale, lui osa l'astrazione, il sentimento puro, la musica visiva. È il coraggio di rompere le regole per seguire una verità più profonda. Per Kandinsky, ogni opera è un sogno tracciato con la forza dell'intuizione: un atto di fede nel potere dell'arte di parlare direttamente al cuore.

## SIAMO NATI PER VOLARE

La felicità non è nel risultato ma nella direzione verso cui puntiamo, nell'energia che mettiamo nel tentativo. Quando creiamo, quando inseguiamo un'idea, quando osiamo, ci eleviamo. Anche se cadiamo, anche se falliamo, abbiamo volato. Siamo creature del possibile ed è nella meraviglia, nel sogno e nella visione che troviamo la nostra vera natura. Siamo nati per guardare in alto. Per esplorare l'universo fuori di noi e quello, ancora più misterioso, che ci portiamo dentro.



Le interviste esclusive  
di Fondi&Sicav ai protagonisti  
del cambiamento



disponibile su:

Spreaker  Spotify  Podcast Addict  deezer  Google Podcasts 

# CONSULENTI & RETI



«In questo momento, quasi tutti i nostri consulenti e dipendenti sono anche soci. Lo sono anche alcuni nostri clienti importanti. Diciamo che orientativamente circa il 70% delle azioni è posseduto da consulenti e dipendenti dell'azienda, il 10-15% da clienti e il restante 15% è sul mercato. In pratica, l'azienda è in mano a chi ci lavora e, personalmente, quando investo mi piace scegliere società in cui il management è costituito da persone che partecipano all'impresa, perché hanno il massimo interesse a fare sì che tutto funzioni. Inoltre, praticamente non abbiamo debiti. Questo fatto al mercato può piacere o no, ma noi siamo molto contenti di non avere mai corso grandi rischi. Molti ci dicono: "Ma voi non siete indebitati". Per me è un bene, anche se sul mercato questo fatto viene visto come un rifiuto del rischio».

**GIANLUCA SCELZO**  
presidente  
Copernico Sim

# Venticinque anni da indipendenti

a cura di **Alessandro Secciani**

Venticinque anni fa, quando **Saverio Scelzo** partì con **Copernico Sim**, non erano molti a scommettere sulla riuscita di un progetto totalmente nuovo. L'idea, peraltro tuttora sostenuta con forza, era di costituire un gruppo di consulenti finanziari veri, che non fossero meri venditori e che operassero in una società che non dovesse collocare prodotti propri. Si volevano così eliminare i conflitti di interesse. Un'altra caratteristica era di avere abolito le catene manageriali intermedie: da una parte per lasciare la massima libertà ai consulenti nella gestione dei portafogli, dall'altra per diminuire all'interno dell'azienda costi che vanno a gravare alla fine sui professionisti e soprattutto sul cliente. Dopo 25 anni di attività il progetto è ancora forte e in piena espansione, anche se tuttora abbastanza di nicchia. La quotazione in borsa nel 2019 ha

certamente fornito una forte spinta e un ampliamento di prospettive.

Lo scopo di **Gianluca Scelzo**, appena subentrato alla presidenza al padre Saverio, è sicuramente, come in ogni passaggio generazionale che si rispetti, aggiungere una buona dose di dinamismo alla linea di base portata avanti fin dalla nascita. A parlarne con Fondi&Sicav è il neopresidente.

**A maggio lei ha sostituito il fondatore Saverio come presidente. Come mai questa scelta di cambio generazionale? Che cosa comporterà il suo arrivo al vertice?**

«Mi è stato affidato il ruolo di presidente con la consapevolezza e il profondo rispetto per il lavoro che mio padre e gli altri fondatori hanno costruito sin dall'inizio. La scelta di un cambio generazionale è



nata dalla necessità di portare nuova linfa, nuovi spunti e un approccio maggiormente dinamico alla gestione dell'azienda, pur mantenendo intatti i valori fondanti di Copernico: indipendenza, attenzione al cliente e trasparenza. Il mio nuovo ruolo non rappresenta una rottura col passato, ma una naturale evoluzione in cui intendo rafforzare e consolidare la nostra identità. L'obiettivo è integrare l'esperienza consolidata dei nostri consulenti con idee innovative e strumenti all'avanguardia, per garantire un servizio sempre più mirato ed efficiente. In questo modo, oltre a preservare la stabilità e la serietà che da sempre ci contraddistinguono, punteremo a rispondere in maniera sempre più efficace alle sfide di un mercato in continuo mutamento. Credo fermamente che questo cambio generazionale non sia solo una questione di passaggio del testimone, ma un'opportunità per crescere ulteriormente, evolvendoci per il bene dei

nostri clienti, dei consulenti e per il futuro di tutta Copernico».

**Copernico Sim compie 25 anni. Può fare la storia di questo quarto di secolo? Perché avete scelto il nome Copernico?**

«Ricordo perfettamente, benché allora fossi poco più che un ragazzino, il giorno in cui Copernico decise di chiamarsi così. È avvenuto tutto a casa di mio padre in un pranzo tra i soci fondatori, che dovevano decidere come chiamare la nuova società; ovviamente, c'erano le proposte più disparate. A un certo punto qualcuno tirò fuori la rivoluzione copernicana e in questo modo uscì l'idea di Copernico e della sua nuova visione dell'universo con il sole al centro e i pianeti che gli ruotano intorno; così, il nome Copernico fu l'unico che in quel pranzo ebbe l'approvazione di tutti. Ci sembrava che esprimesse bene la visione

di passare da un sistema banco-centrico a uno cliente-centrico, esattamente come Niccolò Copernico passò dal sistema geocentrico a quello eliocentrico. Questo è stato il nostro punto di partenza, che peraltro non si è modificato in questi 25 anni: l'idea di fondo di avere come datore di lavoro il proprio cliente, piuttosto che una banca o una Sgr, è rimasta un valore fondante. Non sono cambiati, inoltre, molti altri elementi: il nostro mandato d'agenzia ha alcune peculiarità che ritengo siano uniche e non è stato mai mutato, se non nel momento in cui si è passati dalla lira all'euro. Per esempio, il fatto che i dati della produzione personale di ogni consulente siano riservati (quindi non ci sono gare, non ci sono classifiche, contest o viaggi premio) è rimasto, così come persiste la scelta di non avere manager di riferimento: rispondiamo solo al nostro cliente e non al manager che può spingere verso un prodotto piuttosto

che un altro. Ugualmente, le Sgr o le banche con cui lavoriamo sono mezzi, ma non il fine ultimo, che resta il cliente».

### **Qualche cambiamento ci sarà pur stato...**

«Chiaramente sì. I servizi e i prodotti offerti, per esempio, così come è cambiata l'ampiezza del mercato. Inoltre, quando ho iniziato a lavorare dopo la laurea nel 2008, il contratto contemplava quattro firme e tre fogli. Oggi, se si considerano la Mifid, l'articolo 31 del Tuf, l'antiriciclaggio e molto altro, ci si trova di fronte a una complessità che è aumentata tantissimo. Siamo però rimasti dell'idea di utilizzare per gli strumenti finanziari solo società terze (per noi resta un punto importantissimo e, infatti, non abbiamo prodotti nostri o di bandiera), senza avere quei conflitti di interesse che hanno quasi tutti nel settore, che un po' vendono asset di casa, un po' collocano strumenti di altri. Quindi siamo rimasti aderenti ai valori iniziali».

### **Quali sono stati i momenti chiave in questi 25 anni?**

«Direi che abbiamo attraversato tre fasi. La prima è stata la nascita dell'azienda, quando sono partiti in sette e via via sono aumentati fino a circa una trentina di persone. La seconda fase è stata il post Lehman, con una crescita più importante, mentre nella terza, che è quella post quotazione, che è avvenuta nel 2019, la complessità è aumentata ulteriormente, anche se siamo diventati un po' più grandi e ci siamo ulteriormente strutturati. Certamente il 2019 è stato uno spartiacque, anche se il timing è stato un po' sfortunato. Per la verità, noi come tempestica non siamo mai stati particolarmente favoriti dalla sorte. Siamo partiti nell'aprile del 2000 e a settembre c'è stato il picco dei mercati: da quel momento è venuto giù tutto dopo lo scoppio della bolla delle dotcom. La seconda fase è partita con il crollo di Lehman e sappiamo tutti quanto è stato difficile in seguito risalire; infine, il terzo periodo, dopo la quotazione che è avvenuta nell'agosto 2019, ma è arrivato il Covid che ha totalmente cambiato i nostri obiettivi. Il piano industriale del 2019, in realtà, abbiamo cominciato a metterlo in opera nel 2023, anno in cui è stato lanciato il nostro servizio di consulenza Rto, che prevede anche la ricezione e la trasmissione di ordini e la possibilità di operare in regi-

me amministrato. La consulenza Rto può essere di due categorie: o con una visione di salvaguardia, quindi prudente, oppure come consulenza personalizzata, perciò potenzialmente più aggressiva. Devo dire che in due anni scarsi di operatività, questa iniziativa ci sta dando incredibili soddisfazioni, perché siamo riusciti a partire con uno strumento totalmente privo di conflitto di interessi e facendoci pagare a parcella: compriamo azioni, bond, Etf o strumenti clean senza retrocessioni. Era un po' il sogno dei soci fondatori, ma poi, per varie vicissitudini, non si è potuto fare prima. Su queste tipologie di strumenti stiamo registrando numeri importanti, rispetto alla dimensione dell'azienda. Tutto ciò ci dà la possibilità di generare migliori performance, perché abbiamo costi più bassi per i nostri clienti. Al momento, siamo un'ottantina di professionisti, siamo ufficialmente la rete più giovane come età media dei consulenti e come numero di cf più giovani (in percentuale, ovviamente). Vogliamo continuare su questa linea, perché siamo convinti che chi ha iniziato a fare promozione finanziaria molto difficilmente riuscirà a trasformarsi in consulente finanziario, mentre chi inizia oggi deve lavorare quasi esclusivamente in consulenza e molto poco in promozione, che per definizione è spingere un prodotto per venderlo. La consulenza, invece, è tutt'altro: non si deve vendere nulla, se non se stesso».

### **Quali sono i vostri numeri sulla consulenza evoluta?**

«Siamo partiti nel 2023 con zero consulenza personalizzata e oggi le masse gestite con questa modalità cominciano a essere circa il 10% del totale. Si tratta di un risultato importante, se si considera che è stato raggiunto in poco più di un anno e mezzo. Ovviamente è un servizio indirizzato principalmente alla clientela medio-alta, che riceve un valore aggiunto importantissimo. Di conseguenza, ci stiamo indirizzando verso una tipologia di investitori sui quali tendenzialmente eravamo un po' più deboli. Oggi possiamo andare anche a caccia di clienti più importanti, come fondazioni, enti, consorzi che, qualche anno fa, con il solo risparmio gestito, era difficile apprezzare».

### **E il futuro come si presenta? State reclutando nuovi consulenti?**

«Siamo molto ottimisti sul futuro, dato che i nostri consulenti hanno un'età media molto bassa e il tempo è dalla nostra parte. Inoltre, molti, pur essendo giovani, hanno già un'esperienza di oltre 10/15 anni di attività, elemento che nel nostro lavoro è fondamentale. Abbiamo voluto investire tanto sulle nuove generazioni, che oggi cominciano anche a crescere nell'azionariato di Copernico. Alcuni hanno portafogli importanti e ciò ci dà ottimismo per tutti coloro che sono entrati successivamente».

### **Chi sono i soci oggi, ovviamente senza contare chi ha comprato azioni in borsa?**

«In questo momento, quasi tutti i nostri consulenti e dipendenti sono anche soci. Lo sono anche alcuni nostri clienti importanti. Diciamo che orientativamente circa il 70% delle azioni è posseduto da consulenti e dipendenti dell'azienda, il 10-15% da clienti e il restante 15% è sul mercato. In pratica, l'azienda è in mano a chi ci lavora e, personalmente, quando investo mi piace scegliere società in cui il management è costituito da persone che partecipano all'impresa, perché hanno il massimo interesse a fare sì che tutto funzioni. Inoltre, praticamente non abbiamo debiti. Questo fatto al mercato può piacere o no, ma noi siamo molto contenti di non avere mai corso grandi rischi. Molti ci dicono: "Ma voi non siete indebitati". Per me è un bene, anche se sul mercato questo fatto viene visto come un rifiuto del rischio, come rinunciare a generare crescita esponenziale. Ma a noi della crescita esponenziale non interessa granché. Il nostro obiettivo finale è dare stabilità, non generare possibili rischi, anche a costo di crescere un po' meno, ma sempre in maniera sana. Questo è un mantra che ha caratterizzato l'azienda per 25 anni e che credo e spero si respirerà anche nei prossimi 25».

### **Che cosa chiedete a un consulente che vuole lavorare per voi?**

«La prima qualità che chiediamo a un consulente è l'allineamento profondo con il nostro progetto e i nostri valori fondanti. La coerenza con la nostra filosofia è imprescindibile. Non siamo interessati a chi vede nel nostro mondo un semplice ingaggio o un'opportunità di passaggio. Per intenderci, un professionista che ha cambiato sei società negli ultimi 15 anni può cambiare anche la settimana, ma non sarà la nostra.

Siamo alla ricerca di persone serie, affidabili, che credano nella centralità del cliente e che siano disposte a lavorare in piena libertà, ma sempre guidate da un senso di responsabilità e da una visione etica della professione. Purtroppo, in questo settore capita ancora di sentirsi dire frasi come: “Dimmi cosa devo fare, dimmi chi devo fregare” e spesso con termini anche più crudi. A quel punto, la risposta è semplice: non ci interessa».

### **Ma è possibile operare senza aggressività commerciale?**

«La nostra idea di consulente è molto lontana da quella del venditore aggressivo. Vogliamo professionisti che si considerino al servizio del cliente, non del proprio tornaconto. Offriamo un contratto che in 25 anni è rimasto praticamente invariato, perché crediamo nella stabilità. Non pretendiamo la massimizzazione del profitto a ogni costo, ma puntiamo a costruire una relazione duratura e serena tra consulente e cliente. Se quest'ultimo, per le sue ragioni, decide di intraprendere una determinata scelta, la rispettiamo, anche a costo di guadagnare meno. Crediamo che non sia l'andamento del mercato a determinare il successo, ma la capacità di instaurare rapporti stabili nel tempo. Il nostro sogno è che un giovane che entra oggi in Copernico possa restarci fino alla pensione, proprio come è accaduto per alcuni soci fondatori. Nessuno ha la sfera di cristallo, ma, se si vuole davvero agire nell'interesse del cliente, l'unico modo è pianificare con una visione di lungo periodo. Nel breve, infatti, non si costruisce quasi nulla».

### **Voi siete partiti come realtà locale e siete arrivati anche in altre aree molto forti. Pensate di espandervi ulteriormente?**

«Copernico è nata a Udine, ma fin dagli inizi aveva una presenza anche a Trieste e, con un piccolo nucleo, nel Veneto. Oggi contiamo consulenti attivi in 15 regioni italiane, a testimonianza di una crescita progressiva, ma sempre guidata da criteri di selezione molto rigorosi. Uso spesso una battuta per descrivere la mia quotidianità: il mio ufficio è la A4, perché mi sposto continuamente da Trieste a Torino. Non abbiamo mai acquisito altre reti, né inglobato gruppi interi. Abbiamo invece sempre scelto con cura singoli professionisti, valutandone l'aderenza ai nostri valori prima ancora delle competenze tecniche. Una delle scelte più

controcorrente è stata di non offrire ingaggi economici per attrarre nuovi consulenti. Forse ci ha rallentati rispetto ad altri, ma è una scelta coerente con il nostro modello: se devo pagare un ingaggio, significa che dovrò vincolare qualcuno a vendere determinati prodotti, tradendo i principi di indipendenza e libertà che ci definiscono. Scommettere sui giovani richiede più tempo e pazienza, ma le soddisfazioni arrivano. Oggi siamo fieri di vedere crescere all'interno della nostra azienda una nuova generazione di consulenti che ha scelto di condividere i nostri valori e di contribuire alla costruzione di una realtà solida e coerente».

### **Molte società, per arruolare un nuovo consulente, non prendono neppure in considerazione chi ha un portafoglio inferiore a 20 milioni euro e talvolta anche di più. È così anche per voi?**

«Partiamo da un punto fermo: un consulente con un portafoglio importante è naturalmente ben accolto, ma non rappresenta per noi una condizione necessaria. La filosofia di Copernico non si basa sulla corsa al “portafogliista”, bensì sulla ricerca di persone che condividano profondamente i nostri valori e il nostro approccio alla consulenza.

Valutiamo prima di tutto la qualità del professionista: la competenza, la serietà, l'approccio relazionale con il cliente. La quantità, semmai, arriva di conseguenza. Le ragioni per cui un consulente può gestire masse contenute sono molteplici. In alcuni casi, può trattarsi di una figura non ancora strutturata, certo, ma più spesso si tratta di professionisti che preferiscono lavorare in modo accurato, mantenendo un rapporto autentico con il cliente, o che semplicemente non hanno trovato finora l'ambiente giusto per esprimere il proprio potenziale. In molte realtà strutturate, dove la presenza di una catena manageriale complessa genera costi fissi elevati, l'unico modo per mantenere l'equilibrio economico è puntare su grandi masse. Noi operiamo con una struttura orizzontale, senza livelli gerarchici intermedi, il che ci consente di essere molto più flessibili. Non abbiamo bisogno di numeri elevati a tutti i costi: ci interessa che il consulente sia preparato, etico, e voglia costruire un percorso basato sulla vera consulenza. Purtroppo, nel nostro settore il portafoglio viene spesso usato come unica

metrica per valutare un professionista. Ma questo fatto rischia di penalizzare molte persone valide, alle quali, magari, sono state “tarbate le ali” da manager che non hanno, né la competenza, né la sensibilità per riconoscerne il potenziale. Noi vogliamo attrarre chi cerca libertà professionale, chi desidera crescere in un contesto trasparente e centrato sul cliente. E siamo convinti che ci siano molti consulenti capaci là fuori che hanno solo bisogno di cambiare contesto per dare il meglio di sé».

### **Voi operate in un mercato che è molto competitivo. Come fate a sopravvivere?**

«È vero, noi giochiamo contro player che sono molto più grandi di noi, ma siamo cresciuti in questi 25 anni, mentre la quasi totalità delle Sim ha chiuso e quelle come noi, che sono indipendenti da gruppi bancari o assicurativi, credo che si continuo sulle dita di una mano. Allo stesso tempo, in questi 25 anni anche tante banche e reti hanno subito cambiamenti, acquisizioni, fusioni. E le varie Opa in atto non faranno altro che ridurre ulteriormente il numero dei player. In Copernico, gli unici due apporti di capitale sono avvenuti al momento della fondazione e con la quotazione in borsa. Tutto ciò che è stato creato in un quarto di secolo è stato frutto degli utili reinvestiti. Abbiamo sempre preferito non dare dividendi, ma proprio dal 2025 cambieremo. Anche questo è un indice di stabilità. Ormai siamo abbastanza grandi da non avere bisogno di ulteriori investimenti. E questo modo di operare credo che rientri nella serietà friulana».

### **Avete un piano industriale?**

«Con il nuovo Cda dobbiamo deliberare un nuovo piano industriale, che porterà alcuni cambiamenti che daranno un po' di slancio verso attività più indirizzate verso il digitale per stare al passo con i tempi, ma senza snaturarci. Non vogliamo certo fare rivoluzioni. Probabilmente eravamo troppo all'avanguardia quando siamo partiti, ma nel nostro settore occorre sempre muoversi con cautela, senza fare passi più lunghi della gamba. E, soprattutto, dobbiamo mantenere inalterato il nostro Dna. In ogni caso nel nuovo piano industriale ci saranno diverse innovazioni ed evoluzioni».

### **Quali?**

«Beh ora mi sta chiedendo troppo» (ride n.d.r)

# Trump non toglie il sonno

a cura di **Alessandro Secciani**

Indubbiamente, ai consulenti finanziari le mattane di Trump non hanno migliorato la vita. I telefoni con le chiamate dei clienti hanno squillato molto, soprattutto nei giorni in cui si parlava di dazi stratosferici a tutto il mondo, che poi venivano subito ritirati, per poi tornare ancora in alcuni casi. Anche le tensioni tra Trump e Musk non hanno giovato a tranquillizzare gli investitori, soprattutto per il fatto che i mercati azionari, e soprattutto quelli obbligazionari, reagivano velocemente a ogni presa di posizione del governo Usa e mettevano spesso in discussione molte sicurezze. In concreto, per molti advisor è stato necessario un superlavoro per tranquillizzare i risparmiatori e, soprattutto, per spiegare che in una logica di lungo periodo non sono certo i terremoti temporanei che possono rimettere in discussione le strategie.

Fondi/Sicav ha chiesto ad alcuni manager delle principali reti come sono andati i giorni più difficili per i mercati e se è stato necessario fare fronte a un vero e proprio panico. Nella realtà, la maggior parte dei clienti ha mantenuto i nervi molto saldi e alcuni hanno ritenuto che la volatilità fosse addirittura un'occasione di entrata. A parlare di questa fase difficile, ma anche stimolante, sono **Giuseppe Baudo**, capo area Sicilia di **Banca Patrimoni Sella & C**, **Andrea Ghidoni**, responsabile rete e coordinamento com-

merciale di **Fideuram Ispb**, **Giuseppe Paleari**, direzione wealth management - responsabile Milano e provincia di **Finint Private Bank**, **Giuseppe Rubolino**, nuovo consigliere delegato di **Copernico Sim** e **Stefano Volpato**, direttore commerciale di **Banca Mediolanum**.

**Per la prima volta sui mercati si è creata una grande volatilità dovuta non a problemi esogeni, come crisi economiche o pandemia o altro, ma alla totale imprevedibilità dell'amministrazione Usa. Di conseguenza, un fenomeno molto difficile da monitorare. Questo fatto ha provocato sconcerto tra i clienti? Come hanno reagito? È stato necessario da parte dei consulenti un superlavoro per tranquillizzare o eventualmente per fare qualche correzione nei portafogli?**

**Giuseppe Baudo (Banca Patrimoni Sella & C):** «Abbiamo vissuto un'esperienza nuova. Ormai le novità cui dobbiamo abituarci sono repentine, endogene e imprevedibili. L'atteggiamento assolutamente incoerente e spiazzante dell'amministrazione Usa ha generato sconcerto anche tra gli addetti ai lavori, più di eventi noti come crisi, guerre o pande-



**GIUSEPPE PALEARI**  
direzione wealth management  
- responsabile Milano e provincia  
Finint Private Bank

*«La reazione è stata più matura del previsto. Negli ultimi anni abbiamo lavorato molto sulla costruzione di una cultura finanziaria basata su obiettivi, orizzonti temporali e reale diversificazione. E questo impegno ha pagato. La maggior parte dei clienti ha riconosciuto che la volatilità non rappresenta necessariamente un errore di portafoglio, ma una caratteristica dei mercati da governare con lucidità»*

**GIUSEPPE PALEARI**

mie. Quella che può sembrare l'assenza di una strategia razionale e logica diventa difficile da spiegare ai clienti e certamente impossibile da prevedere. Si crea dunque un'incertezza diffusa, ancora di più se l'instabilità arriva dal principale motore politico-finanziario del mondo. Va da sé che tutti gli asset risultano influenzati in modo trasversale, anche quelli ritenuti più difensivi. Le reazioni possono essere ricondotte fondamentalmente a due tipologie di clientela: quella più avveduta, che tende a essere preoccupata, ma non si lascia prendere dal panico e al contempo chiede confronto e risposte tattiche; e quella più prudente, che reagisce in preda all'ansia e domanda se non sia il caso di vendere tutto e mettersi al sicuro».

**Andrea Ghidoni (Fideuram Ispb):** «La volatilità dei mercati finanziari è, da sempre, il risultato di una combinazione di fattori esogeni ed endogeni che interagiscono e si condizionano reciprocamente tra loro, in particolar modo in fasi, come quella che stiamo vivendo, di tensioni e incertezze di natura geopolitica. Sebbene la volatilità possa generare una comprensibile inquietudine, non sempre si traduce in risposte impulsive o azioni di portafoglio avventate. E ciò è frutto del lavoro del consulente finanziario che, grazie al rapporto di fiducia costruito negli anni con il proprio cliente, lo accompagna in tutte le scelte di allocazione patrimoniale con una pianificazione finanziaria strutturata e con obiettivi definiti, che aiutano a mantenere la focalizzazione sui target di lungo termine senza lasciarsi dominare dall'emotività o da comportamenti irrazionali. Modalità di investimento a intervalli regolari, come ad esempio il Pac, permettono di investire nel tempo, aiutando a gestire le fluttuazioni di portafoglio e riducendo il rischio di errato timing di ingresso, promuovendo un approccio disciplinato agli investimenti».

**Giuseppe Paleari, (Finint Private Bank):** «È assolutamente vero: stavolta ci siamo trovati davanti a una forma di volatilità atipica, perché non originata da fattori macroeconomici o eventi globali oggettivamente misurabili, ma da un'imprevedibilità politica radicale. La comunicazione disintermediata via social, gli annunci estemporanei e la crescente polarizzazione hanno alimentato instabilità nei mercati, senza però fornire parametri chiari per una lettura prospettica e razionale. L'insieme di questi fenomeni ha generato, soprattutto nei primi giorni, un sentimento di disorientamento. I clienti non erano nel panico, ma chiedevano che cosa significasse tutto ciò per i loro investimenti. In questo contesto, la reazione è stata più matura del previsto. Negli ultimi anni abbiamo lavorato molto sulla costruzione di una cultura finanziaria basata su obiettivi, orizzonti temporali e reale diversificazione. E questo impegno ha pagato. La maggior parte dei clienti ha riconosciuto che la volatilità non rappresenta necessariamente un errore di portafoglio, ma una caratteristica dei mercati da governare con lucidità».

**Giuseppe Rubolino (Copernico Sim):** «Nel 2025, i mercati finanziari hanno registrato un marcato aumento della volatilità, non per effetto di shock esogeni tradizionali come crisi economiche o pandemie, bensì a causa dell'imprevedibilità dell'amministrazione statunitense. Decisioni contraddittorie in ambito commer-



**GIUSEPPE RUBOLINO**  
nuovo consigliere delegato  
Copernico Sim

*«I consulenti finanziari hanno rafforzato il dialogo con la clientela, adottando un approccio proattivo volto a spiegare la natura del rischio politico considerato un fattore esogeno ricorrente, ma non strutturalmente destabilizzante. Contestualmente, molti portafogli sono stati ribilanciati con l'introduzione di strumenti più difensivi, quali obbligazioni investment grade, oro ed Etf a bassa volatilità, per mitigare l'impatto delle fluttuazioni di mercato»*

**GIUSEPPE RUBOLINO**

ciale, fiscale e geopolitico, in particolare su dazi, gestione del bilancio federale e rapporti internazionali, hanno generato forte incertezza tra gli investitori, spingendo l'indice Vix oltre quota 24 a metà maggio, con un incremento del 40% rispetto alla media del primo trimestre. Questa instabilità ha provocato disorientamento tra molti risparmiatori. Secondo la Global Fund Manager Survey di Bank of America, si è osservato un aumento dei livelli di liquidità nei portafogli (+0,7%) e una contestuale riduzione dell'esposizione verso asset percepiti come più vulnerabili, come le small cap e il settore tecnologico statunitense. In risposta, i consulenti finanziari hanno rafforzato il dialogo con la clientela, adottando un approccio proattivo volto a spiegare la natu-

ra del rischio politico, considerato un fattore esogeno ricorrente, ma non strutturalmente destabilizzante. Contestualmente, molti portafogli sono stati ribilanciati con l'introduzione di strumenti più difensivi, quali obbligazioni investment grade, oro ed Etf a bassa volatilità, per mitigare l'impatto delle fluttuazioni di mercato. Questo insieme di azioni ha rafforzato il ruolo della consulenza finanziaria, non solo come guida tecnica negli investimenti, ma anche come presidio emotivo e strategico in fasi di elevata incertezza».

**Stefano Volpato (Banca Mediobanca):** «Ogni fenomeno, per essere compreso in profondità, va visto da lontano, dall'alto, così lo si può inserire nel continuum del tempo. Negli ultimi 60 anni non ricordo più di due o tre anni senza crisi, anzi per essere precisi in quest'arco temporale ne contiamo una ventina, tutte scoppiate per cause diverse. Ricordo le crisi geopolitiche come le guerre del Golfo, dei Balcani, il fronte russo-ucraino e la più recente nella striscia di Gaza, ma anche quelle finanziarie come il lunedì nero dell'87, i junk bond dell'89, la bolla della new economy, il fallimento di Lehman Brothers, i mutui subprime. Come non citare le diverse crisi energetiche o i default sovrani di Grecia, Brasile, Argentina. L'elenco è davvero lungo, eppure, negli stessi 60 anni il Pil mondiale è cresciuto di otto volte a prezzi costanti. Tutto ciò perché è insita nella natura umana la voglia di progredire, di migliorare la propria condizione, di superare gli ostacoli momentanei trovando soluzioni che fanno avanzare

il progresso ogni volta di uno scatto: la crescita economica non avviene in assenza di crisi, ma in costanza di crisi. Le diverse complessità della storia sono sempre state superate e anche questa volta non farà eccezione. Tant'è che dal Liberation day si sono susseguite rappresaglie, ripensamenti, escalation della tensione e tentativi di dialogo. A questo caos, totalmente inaspettato, i mercati hanno reagito, a caldo, in modo decisamente negativo, sia sul fronte azionario, sia, a sorpresa, su quello obbligazionario e valutario. Tuttavia, già a fine aprile molte perdite erano state recuperate grazie al fatto che proprio il calo dell'equity e soprattutto il deciso rialzo dei rendimenti dei Treasury Usa hanno spinto l'amministrazione statunitense ad ammorbidire i toni, aprendo la porta al dialogo non solo con l'Europa e con gli altri principali partner, ma anche con la Cina».

**Come vi siete mossi di fronte a clienti molto perplessi e spesso abbastanza preoccupati?**

**Giuseppe Baudo (Banca Patrimoni Sella & C.):** «In questi casi il nostro lavoro assume l'importanza che per eccellenza deve contraddistinguerci. Il ruolo dei consulenti diventa fondamentale. Bisogna assicurare con cognizione di causa, contestualizzare e ricordare la visione di lungo termine condivisa all'inizio del progetto. Occorre rievocare le aspettative in funzione del rischio di mercato e del portafoglio condiviso. Buona prassi può essere coinvolgere il cliente nelle valutazioni: alleggerire, incrementare sulla base delle statistiche passate, introdurre protezioni, rotazioni settoriali, tutte attività pret-



**GIUSEPPE BAUDO**  
**capo area Sicilia**  
**Banca Patrimoni Sella & C**

*«In questi momenti si misura il vero valore aggiunto del consulente, non solo nella selezione degli asset, ma soprattutto nel contenimento emotivo del cliente e nella gestione attiva della fiducia. In assoluto non deve mai mancare, ancora di più in queste fasi, la presenza e la vicinanza»*

**GIUSEPPE BAUDO**

tamente tecniche. In molti casi si opta per ritocchi tattici più che per rivoluzioni del portafoglio. Ma il lavoro di comunicazione è centrale: in questi momenti si misura il vero valore aggiunto del consulente, non solo nella selezione degli asset, ma soprattutto nel contenimento emotivo del cliente e nella gestione attiva della fiducia. In assoluto, non deve mai mancare, ma ancora di più in queste fasi, la presenza e la vicinanza. È importante assicurare il cliente sulla piena consapevolezza del contesto e sul costante monitoraggio delle evoluzioni in atto. Alla base di tutto c'è un elemento essenziale: l'ascolto. È fondamentale comprendere le reali preoccupazioni del cliente. Spesso, dietro l'ansia per le perdite finanziarie, si celano timori più profondi, come la paura di compromettere la sicurezza futura della propria famiglia. Un ascolto attento permette di identificare queste paure e affrontarle adeguatamente. È utile condividere con il cliente che le decisioni impulsive, come vendere durante un calo di mercato, possono





## ANDREA GHIDONI

responsabile rete e coordinamento commerciale

Fideuram Ispb

*«Nel fronteggiare l'emotività di un cliente, preoccupato dalla volatilità dei mercati, il consulente finanziario svolge un ruolo cruciale, non solo come esperto di investimenti, ma anche come guida comportamentale. La gestione efficace delle emozioni del cliente è fondamentale per prevenire decisioni impulsive che potrebbero compromettere gli obiettivi finanziari a lungo termine»*

ANDREA GHIDONI

compromettere strategie ben costruite. Rimanere lucidi piuttosto che farsi travolgere dall'emotività fa sempre la differenza. Storicamente e statisticamente, alle flessioni di mercato seguono spesso recuperi significativi. Il consulente, ancora di più nei momenti di incertezza, deve essere un punto di riferimento stabile».

### Andrea Ghidoni (Fideuram Ispb):

«Nel fronteggiare l'emotività di un cliente, preoccupato dalla volatilità dei mercati, il consulente finanziario svolge un ruolo cruciale, non solo come esperto di investimenti, ma anche come guida comportamentale. La gestione efficace delle emozioni del cliente è fondamentale per prevenire decisioni impulsive che potrebbero compromettere gli obiettivi finanziari a lun-

go termine. Alla base del rapporto di fiducia tra cliente e consulente c'è l'ascolto attivo ed empatico che permette al primo di esprimere liberamente le proprie preoccupazioni e al secondo di fornire le giuste rassicurazioni. Inoltre, il dialogo consolidato negli anni porta anche a una crescente consapevolezza finanziaria da parte dei clienti, che possono così raggiungere una migliore comprensione delle dinamiche finanziarie e delle raccomandazioni ricevute dal proprio consulente, partecipando in maniera più attiva alla gestione dei propri investimenti».

### Giuseppe Paleari (Finint Private Bank):

«L'impegno dei consulenti è stato intenso, ma non nella forma "reattiva" di una corsa al ribilanciamento. È stato un lavoro di presenza, di ascolto e di interpretazione, che ha confermato quanto la consulenza oggi sia sempre più una funzione di lettura strategica del contesto, non di semplice asset selection. Dal punto di vista dei portafogli, non abbiamo avuto bisogno di grandi stravolgimenti. Anzi, molti clienti hanno potuto constatare che la costruzione fatta nei mesi precedenti era già orientata alla prudenza. Eravamo, infatti, ben posizionati tatticamente, grazie al lavoro continuo della nostra direzione investimenti, che opera in stretto coordinamento con la rete. In particolare:

- avevamo una quota significativa di oro nei mandati più evoluti e nei portafogli consulenziali, non come scommessa, ma come assicurazione di lungo periodo contro l'incertezza geopolitica e la disconnessione dei mercati;
- la scelta di sovraperponderare l'Europa rispetto agli Stati Uniti si è rivelata opportuna in questa fase, anche in chiave valutaria;
- avevamo coperto in misura significativa il rischio di cambio sul dollaro, convinti che la volatilità politica Usa si sarebbe tradotta in ulteriore instabilità per i portafogli in euro;
- infine, grazie a una view di medio termine che portiamo avanti da mesi, avevamo una quota molto bassa di titoli governativi Usa a duration elevata.

Questa combinazione ha permesso una tenuta complessiva molto buona, rafforzando la fiducia nei nostri modelli consulenziali. Con i clienti più esposti emotivamente, spesso per sovraccarico informativo, il primo passo è stato rimettere ordine nel rumore. Abbiamo privilegiato l'empatia rispetto alla tecnica: ascoltare prima di proporre, comprendere prima di spiegare. Abbiamo utilizzato strumenti concreti: analisi di scenario e comportamentali, stress test su eventi passati, simulazioni di lungo termine. Ciò ha aiutato il cliente a rientrare nel proprio oriz-

zonte temporale, a non farsi trascinare dall'immediato. In parallelo, la nostra direzione investimenti ha svolto un ruolo cruciale nel supporto alla rete. Attraverso webinar, note operative, aggiornamenti strategici e contenuti tempestivi, abbiamo garantito un flusso costante di visione. In particolare, il nostro ufficio studi, The Lighthouse, si è dimostrato uno strumento straordinario: ha permesso ai consulenti di ricevere analisi tempestive, accessibili e coerenti, da condividere con i clienti in modo professionale, ma comprensibile».

### Giuseppe Rubolino (Copernico Sim):

«Di fronte alla crescente preoccupazione dei clienti per la volatilità innescata dall'instabilità politica statunitense, i consulenti finanziari hanno reagito con un approccio strutturato e rassicurante. La comunicazione è stata intensificata attraverso contatti diretti, con l'obiettivo di spiegare il contesto e offrire una visione chiara e professionale dei mercati. Sono stati altresì forniti esempi storici per ridurre l'impatto emotivo e rafforzare la fiducia dei clienti. Questo approccio ha permesso di contenere l'ansia degli investitori, proteggere i patrimoni e rafforzare il rapporto fiduciario tra consulente e cliente, valorizzando il ruolo della consulenza non solo nella gestione finanziaria, ma anche nel supporto psicologico».

### Stefano Volpato (Banca Mediolanum):

«Per quanto riguarda lo sconcerto dei clienti, anche in questo caso abbiamo voluto anticipare le loro reazioni creando un format ad hoc, "Mercati e futuro", ancora fruibile nelle due puntate del 10 e 15 aprile sul sito della banca. Al dibattito sulle conseguenze della politica dei dazi a livello di sistema e sulle ripercussioni sulle nostre tasche ho partecipato io stesso, in un appuntamento con Massimo Doris e in un altro con Vittorio Gaudio (direttore asset management development di Banca Mediolanum, ndr); il tutto con un parterre di tutto rispetto rappresentato da giornalisti del calibro di Ferruccio De Bortoli e Sebastiano Barisoni ed economisti della levatura di Paolo Scaroni, Marco Liera e Marco Fortis. Da angolazioni diverse è stato analizzato il contesto e i possibili sviluppi per portare razionalità e conoscenza ai nostri clienti. La cultura crea consapevolezza e la consapevolezza porta alla razionalità. È naturale avere paura di fronte all'ignoto, ma il nostro compito di consulenti finanziari è guidare i clienti attraverso le turbolenze dei mercati, consapevoli che i ribassi sono acceleratori di performance, perché le

correzioni sono occasioni di investimento a saldo».

**Una curiosità: c'è stato qualche investitore che ha pensato che questa volatilità fosse un fenomeno da cavalcare?**

**Giuseppe Baudo (Banca Patrimoni Sella & C.):** «Sì, ed è proprio in queste pieghe del mercato che possono nascere rilevanti opportunità. Torniamo quindi alla centralità, per competenza e cultura, del ruolo del consulente. Con la clientela che ha sposato un profilo di rischio più dinamico e audace si può discutere di approfittare della volatilità per acquistare asset di qualità a sconto. Tuttavia, la volatilità richiede un controllo emotivo: è importante tenere a freno, sia la paura, sia l'euforia, due facce della stessa medaglia che spesso si sovrappongono e si confondono. Va da sé che questa tipologia di clientela è minoritaria in termini di numero, ma è la più significativa per approccio, volumi e competenze. Per il resto degli investitori, esattamente in linea con lo spaccato statistico della popolazione europea (nei mercati americani la situazione è l'opposto), la volatilità non è una buona compagna di viaggio. Se la relazione con il proprio consulente non è forte, la volatilità può generare ansia, favorire decisioni impulsive e minare la fiducia nella strategia. In questi casi, l'obiettivo non è cavalcare, ma attraversare la volatilità con portafogli ben costruiti e una visione di lungo termine, esattamente come condiviso all'inizio di tutto».

**Andrea Ghidoni (Fideuram Ispb):** «Sicuramente ci sono alcuni clienti che colgono le fasi di ribasso come opportunità di acquisto. Tuttavia, colgo lo spunto della domanda per evidenziare che abbiamo recentemente reso disponibili alcune soluzioni azionarie, cosiddette "step-in", che abbinano all'ingresso progressivo sui mercati un approccio "contrarian", aumentando ulteriormente l'esposizione nelle fasi di ribasso, accelerando la fase di recupero».

**Giuseppe Paleari, di Finint Private Bank:** «Assolutamente sì, ed è uno degli aspetti più interessanti di questa fase. Alcuni clienti, soprattutto quelli più sofisticati o più abituati a leggere i mercati in chiave "contrarian", hanno interpretato la volatilità come una finestra tattica di ingresso o di riposizionamento. Il concetto di "buy on weakness" non è più, per molti, una teoria astratta: è un approccio operativo, ovviamente gestito con disciplina e all'interno di un quadro di consulenza strutturato. In questi casi,

la consulenza ha svolto un doppio ruolo: da un lato, verificare che la mossa sia coerente con gli obiettivi e il profilo del cliente, dall'altro, aiutare a ottimizzare il timing e la forma dell'intervento, sfruttando leve fiscali, strumenti adeguati e valutazioni di rischio ponderato. Questa fase ha rappresentato una cartina tornasole, dove abbiamo potuto misurare la tenuta dei modelli consulenziali evoluti, la qualità della relazione fiduciaria, tra cliente e banker, e la capacità della nostra struttura di produrre contenuti rilevanti in tempo reale. Perché la volatilità non si può evitare, ma si può comunque gestire con un bel lavoro di squadra».

**Giuseppe Rubolino (Copernico Sim):** «Nel 2025, nonostante la maggior parte degli investitori abbia reagito con prudenza alla volatilità causata dall'instabilità politica statunitense, alcuni profili più dinamici hanno colto l'occasione per attuare strategie attive. Questi investitori, spesso esperti o affiancati da consulenti evoluti, hanno adottato approcci "contrarian" entrando su settori penalizzati ma solidi, come i semiconduttori e la tecnologia Usa. Altri hanno puntato su temi decorrelati e difensivi, come infrastrutture, rinnovabili e materie prime. Le scelte sono state guidate da analisi rigorose e gestione attenta del rischio. Per questi investitori, la volatilità è stata un'opportunità da sfruttare, non un ostacolo da evitare».

**Stefano Volpato (Banca Mediolanum):** «Se si dispone di liquidità in eccesso, e gli italiani notoriamente tengono in conto il 30% della loro ricchezza finanziaria, le fasi di ribasso sono occasioni per mediare il prezzo di carico. Ma l'investitore furbo è quello che ha sottoscritto una soluzione finanziaria con sottostanti alcuni meccanismi che automaticamente raddoppiano fino a quintuplicare gli acquisti in base ai cali di mercato. Questi automatismi aiutano a superare la naturale emotività che la volatilità dei mercati suscita nei risparmiatori. Quando si verificano forti turbolenze, spesso ci si dimentica che i mercati si muovono in maniera oscillante. Eppure, nonostante queste fisiologiche oscillazioni, le quotazioni crescono sempre sul lungo periodo. Un altro aspetto che spesso ci si dimentica è il motivo per cui si è investito. I risparmi sono la risorsa con cui andremo a rispondere ai nostri bisogni e progetti di vita. Ma, per comprendere in profondità il valore di questo assioma, occorre mettere in correlazione questi obiettivi con la realtà in cui viviamo e con il futuro che ci attende. È in corso una



**STEFANO VOLPATO**  
direttore commerciale  
Banca Mediolanum

*«L'investitore furbo è quello che ha sottoscritto una soluzione finanziaria con sottostanti alcuni meccanismi che automaticamente raddoppiano fino a quintuplicare gli acquisti in base ai cali di mercato. Questi automatismi aiutano a superare la naturale emotività che la volatilità dei mercati suscita nei risparmiatori»*

**STEFANO VOLPATO**

rivoluzione silenziosa, scandita dalla demografia, che sta già rivedendo la struttura familiare e il suo storico sostegno in seno alle famiglie e che avrà necessariamente diverse ripercussioni sul welfare pubblico. L'allungamento medio di vita sta spostando sempre più in là nel tempo le scadenze della vita con cui tutti noi ci confronteremo. Non ci possiamo permettere di arrivare finanziariamente impreparati ad affrontare il periodo di maggiore fragilità, metteremmo a rischio la nostra indipendenza economica e quindi la nostra dignità. Occorre quindi ripensare il rapporto che abbiamo con i risparmi, consapevoli che occorre ricalibrare gli investimenti sul lungo, anzi lunghissimo termine. Ebbene, l'asset class più performante sul lungo, anzi lunghissimo periodo, sono proprio i mercati azionari. A patto che si diversifichi molto e che si resti investiti il tempo necessario che si manifestino i nostri bisogni di lungo, anzi lunghissimo termine».

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**



## Fondata nel 1985 per distinguersi.

Siamo una partnership indipendente, ampia,  
allineata agli interessi del cliente.

Offriamo investimenti Quality Growth ad alta  
convinzione, sostenibili e a lungo termine.



**THE QUALITY  
GROWTH  
INVESTOR**

Scopri di più su [comgest.com](https://www.comgest.com)

### COMUNICAZIONE DI MARKETING

Solo per investitori professionali. L'investimento comporta dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono diminuire o aumentare. Emesso da Comgest S.A., società di gestione di portafogli regolamentata dall'Autorité des Marchés Financiers con sede legale in 17, square Edouard VII, 75009 Parigi