

# FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 18 - numero 176 - luglio/agosto 2025



DECORRELATION VO CERCANDO



conoscere per investire al meglio

## ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER

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



## CONSIGLI GIUSTI, PROFESSIONISTI GIUSTI di Giuseppe Riccardi

«Sanno navigare in un sistema fiscale intricato e tradurlo in soluzioni pratiche per gli investitori. Hanno dimostrato resilienza anche nel guidare i clienti attraverso le turbolenze (pandemia, inflazione), ribadendo il valore della consulenza attiva». Abbiamo voluto fare un esperimento: l'inchiesta Consulenti&Reti, in questo numero, l'abbiamo scritta a quattro mani con l'Ai. Quello riportato è uno dei giudizi, certamente molto positivo, che si riferisce ai consulenti finanziari italiani ed è stato elaborato, su richiesta di Fondi&Sicav, da Deepseek, l'intelligenza artificiale cinese che, nelle intenzioni dei programmati, dovrebbe sfidare nell'intero pianeta ChatGpt.

A proposito di turbolenze, sulla base di ciò che sta accadendo in questi giorni,

con l'amministrazione Usa che sta presentando all'incasso la cambiale dei dazi dopo una sospensione di tre mesi, è probabile che i circa 30 mila advisor operanti su tutto il territorio nazionale avranno molto da fare nel corso dell'estate. Ci si troverà di fronte un mondo profondamente cambiato e più complesso, le cui dinamiche dovranno essere lette interpretando nuove variabili. Paesi storicamente "amici" sino a oggi potrebbero ritrovarsi su posizioni opposte.

Tutto ciò non stravolgerà la visione di insieme dei portafogli concordati con i propri consulenti, ma richiederà una valutazione razionale delle implicazioni dei cambiamenti. L'importante è ancora una volta evitare di agire di impulso.



Un consiglio valido lo dà Ruggero Bertelli, docente universitario e, soprattutto, uno dei maggiori esperti di finanza comportamentale in Italia, anch'esso intervistato dal nostro mensile. «A mio giudizio il ruolo della finanza comportamentale è cruciale nell'educazione finanziaria... I consulenti finanziari sono "maestri" di finanza comportamentale, perché la vivono tutti i giorni, cliente dopo cliente. Negli anni hanno individuato i comportamenti corretti e quelli sbagliati. Un bagaglio di esperienze che possono essere condivise e messe a frutto». In pratica con i consigli giusti e i professionisti giusti, si supererà anche questa fase di buio.



## INSODDISFATTI di Pinuccia Parini

delle istituzioni democratiche a partire dalla data di inizio dell'indagine, quando si era attestato al 49%, dato che è stato toccato un'altra volta solo nel periodo della pandemia.

Quest'anno, il Pew Research Center ha allargato il campione indagato ad altre 11 nazioni e il livello di insoddisfazione è sceso al 58%, ma con un'ampia differenziazione al suo interno: dal 25% della Svezia all'81% della Grecia, dal 76% del Giappone al 23% dell'India. Secondo l'analisi fatta, inoltre, tra i molteplici fattori che determinano il grado di soddisfazione e insoddisfazione, l'economia è uno dei più importanti: se quest'ultima è in buone condizioni, le persone tendono a essere più contente della propria democrazia.

Rispetto alla rilevazione dello scorso

anno, è aumentata in cinque paesi (Canada, Germania, Sudafrica, Regno Unito e Stati Uniti) di cui quattro hanno tenuto elezioni nazionali. Sarà interessante vedere come evolverà la situazione il prossimo anno, ossia quando le politiche fiscali e i budget decisi dai nuovi governi eletti cominceranno a mostrare i loro effetti.

I dati che emergono dalla ricerca sono interessanti e mostrano quali sono le dinamiche in atto in un campione abbastanza rappresentativo. A ciò, però, si dovrebbe affiancare, con altre modalità, un dibattito molto più ampio in cui discutere che cosa s'intende per democrazia, analizzando quale sia il rapporto tra quest'ultima e la libertà. Due termini distinti che meritano una profonda riflessione.

Secondo un sondaggio del Pew Research Center, l'insoddisfazione dell'opinione pubblica nei confronti della democrazia continua a prevalere in 12 paesi ad alto reddito che l'Istituto ha costantemente monitorato dal 2017. In questi paesi (Canada, Francia, Germania, Grecia, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Corea del Sud, Spagna, Svezia, Regno Unito e Stati Uniti) il 64% degli adulti dichiara di essere insoddisfatto del funzionamento della propria democrazia, mentre solo il 35% afferma il contrario. Ciò che è interessante rilevare è la diminuzione del gradimento delle persone nei confronti

# SOMMARIO

Numero 176  
luglio/agosto 2025  
anno 18

editore  
Giuseppe Riccardi

direttore  
Giuseppina Parini

vicedirettore  
Boris Secciani (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione  
Elisa Terenzio, Stefania Sala

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

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

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

direttore responsabile  
Alessandro Secciani

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

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

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

**3 EDITORIALE**

**6 GEOPOLITICA**  
La Colombia al bivio

**8 OSSERVATORIO ASIA**  
Indonesia, qualche ombra del passato

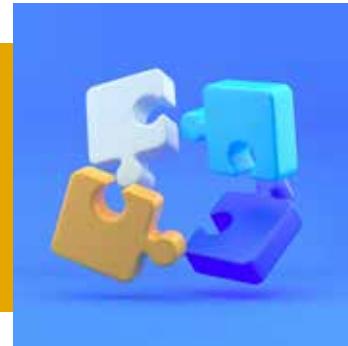
**10 FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE**

*Andrew Jackson, head of investments, Vontobel*  
«Parola d'ordine: alpha»

*Andrew Balls, cfo global fixed income, Pimco*  
«Quality bond in pole position»

**14 DECORRELAZIONE VO CERCANDO**

Tutto facile finché si va su



**30 MUFG**  
Un'opportunità per l'Eurozona

**32 WELLINGTON MANAGEMENT**  
Credito Ig, il ciclo non è ancora finito

**34 INVESCO RACCONTA**  
Un viaggio in DeLorean tra Truman, Trump e la Fed

**36 FLOSSBACH VON STORCH**  
Strategie per tempi incerti

**38 OSSERVATORIO RISCHIO**  
Fin-Com, una rivoluzione silenziosa

**41 OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE**  
Cresce l'alimentare iper-tech

**44 OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA**  
Perché non parliamo di denaro?

**46 BANCA GENERALI**  
Tante nuove strategie d'investimento

**47 VOCI DAI MERCATI**  
Commodity, ideali per decorrelare

**48 LA FINANZA E LA LEGGE**  
Nessuna garanzia per i risparmiatori

**50 ARTE**  
Quando la storia incontra l'arte del presente

**53 CONSULENTI&RETI**  
**Ruggero Bertelli**



**58 INCHIESTA**  
I consulenti visti dall'Ai: bravi e affidabili, ma occorrerà cambiare



BANCA  
GENERALI  
PRIVATE

BG FUND  
MANAGEMENT  
LUXEMBOURG

M&SATCHI

# IL FUTURO DEI TUOI INVESTIMENTI NASCE SOTTO UNA BUONA STELLA.

Perché scegliere LUX IM:



Investire  
all'avanguardia  
con trend  
innovativi.



Proteggere  
il patrimonio  
nel tempo.



Tutelare  
l'investimento  
con strategie  
dinamiche.



Creare valore  
in ogni direzione.



**LUX IM, la SICAV di BG Fund Management Luxembourg**, ti offre una gestione professionale che unisce esperienza e innovazione. Una gamma diversificata di comparti che ti permette di costruire un portafoglio su misura, con la flessibilità di adattarlo alle tue esigenze e l'attenzione alla sostenibilità che il futuro richiede.



SCOPRI TUTTI  
I DETTAGLI



**Messaggio pubblicitario con finalità promozionale** che non costituisce una sollecitazione a investire né una raccomandazione d'investimento. Prima dell'adesione e per conoscere le caratteristiche, i rischi e i costi dell'investimento, si raccomanda di leggere i Documenti contenenti le Informazioni Chiave (KID) e il Prospetto Informativo, disponibili sul sito internet della società di gestione BG Fund Management Luxembourg S.A., all'indirizzo [www.bgfm.lu](http://www.bgfm.lu), nonché presso le Filiali e gli Uffici dei Consulenti Finanziari di Banca Generali. LUX IM è una società di investimento a capitale variabile (Sicav) di diritto lussemburghese. L'investimento in azioni della Sicav può non essere adatto a tutti i tipi di investitori. I concetti di protezione e quello di tutela, laddove utilizzati, si riferiscono a tecniche di gestione e strumenti che hanno l'obiettivo di limitare i rischi di perdite; essi non comportano tuttavia alcuna garanzia di conservazione del patrimonio investito, che rimane soggetto al rischio di perdita. I riconoscimenti riportati nel presente documento sono stati conseguiti, nel rispettivo anno di riferimento, da Banca Generali S.p.A.

# La Colombia al bivio

a cura di **Mark William Lowe**

Gustavo Petro, il cauto riformatore dell'America Latina, riuscirà a dare una direzione precisa alla sua strategia ora alla deriva? Nel mondo spesso turbolento della politica latinoamericana, la Colombia ha tradizionalmente svolto il ruolo di paese pragmatico e cauto. Da tempo alleata degli Stati Uniti e storicamente diffidente nei confronti delle sperimentazioni populiste, ha cercato un governo stabile, anche se a volte poco ispirato. Ma oggi, sotto la presidenza di Gustavo Petro, la Colombia sta tentando di raggiungere un delicato equilibrio: perseguire riforme progressiste, rafforzare la sicurezza interna e tentare un riallineamento geopolitico. Il Paese non è in crisi, ma non è nemmeno tranquillo. In parole povere, è una nazione in movimento. Il presidente Petro, ex guerrigliero diventato politico, è salito al potere nel 2022 promettendo una rottura storica con il passato. La sua retorica era di sinistra, ma il suo governo iniziale, di fronte alle difficoltà economiche e alla resistenza del Congresso, è stato più moderato di quanto molti si aspettassero. Ora, a metà del suo mandato, la Colombia si trova ad affrontare un momento precario, ricco, sia di pericoli, sia di potenzialità.

## FINALMENTE UNA RIFORMA

Il cambiamento più evidente negli ultimi tempi riguarda la politica del lavoro. Nel giugno 2025, dopo due tentativi falliti, il governo di Petro è riuscito a fare approvare una legge di riforma del lavoro promessa da tempo, che estende le tutele sociali ai lavoratori precari, formalizza i tirocini, migliora

la retribuzione per gli straordinari e i turni notturni e rafforza i diritti sindacali. Si tratta di una legge insolitamente ambiziosa per gli standard latinoamericani, anche se la riforma arriva in un momento delicato. Ad aprile, infatti, la disoccupazione è scesa all'8,8%, il livello più basso degli ultimi 10 anni, ma, dietro questo dato statistico molto positivo, si nasconde una verità scomoda: oltre il 74% dei nuovi posti di lavoro è costituito da impieghi informali che non offrono, né contratti, né benefici. La riforma di Petro mira a inserire questi lavoratori nell'economia formale, un obiettivo lodevole, ma più facile da legiferare che da realizzare. Le associazioni imprenditoriali temono che le nuove norme possano aumentare i costi di assunzione e frenare la creazione di posti di lavoro, mentre gli investitori sono preoccupati per l'eccessivo onere regolamentare. Molto dipenderà dall'attuazione e, purtroppo, la Colombia ha una scarsa tradizione nell'applicazione delle norme sul lavoro, in particolare nelle zone rurali dove la presenza dello stato è, nel migliore dei casi, scarsa.

## LA RISPOSTA MILITARE

Anche il problema della sicurezza, da tempo tallone d'Achille della Colombia, è tornato alla ribalta. Una volta insediato, Petro ha so-

stenuto una dottrina di "pace totale" che rifuggiva dall'escalation militare a favore del dialogo con i gruppi armati, inclusi i cartelli della droga, gli ex guerriglieri e le organizzazioni criminali dedite all'estrazione miniera illegale. Sono stati dichiarati dei cessate il fuoco e si sono tenuti colloqui, ma la pace, a quanto pare, è più facile da discutere che da raggiungere. Nell'ultimo anno, la violenza è aumentata in diverse province. A Catumbo, Arauca e in alcune zone della costa pacifica, i gruppi armati illegali hanno amplia-

“ **Sotto la presidenza di Gustavo Petro, la Colombia sta tentando di raggiungere un delicato equilibrio: perseguire riforme progressiste, rafforzare la sicurezza interna e tentare un riallineamento geopolitico** ”

to il loro raggio d'azione. In alcune aree, il numero dei combattenti è aumentato del 45% dal 2022.

Nonostante gli sforzi, molti cessate il fuoco non sono stati rispettati e Petro ha ora invertito la rotta: a maggio il governo ha annunciato il dispiegamento di 16 mila soldati supplementari per riaffermare il controllo nelle regioni senza legge. La strategia prevede operazioni congiunte con i servizi di intelligence, il controllo delle frontiere e la sorveglianza delle infrastrutture. I critici di



sinistra gridano al tradimento, ma, secondo un recente sondaggio, molti cittadini sembrano sollevati e sostengono una linea più dura. La lunga lotta della Colombia contro la violenza, che coinvolge cartelli, paramilitari e insurrezioni, è lungi dall'essere finita. Resta da vedere se questa ricalibrazione della sicurezza riuscirà a ripristinare l'ordine senza far rivivere gli abusi del passato.

#### **UN PAESE CHE SI RIPOSIZIONA**

Più sottile, ma non meno significativa, è il riposizionamento geopolitico della Colombia. Ad aprile, il governo Petro ha sorpreso molti candidandosi a fare parte della Nuova Banca di Sviluppo (Ndb) guidata dalla Cina. Ha già contribuito con 512 milioni di dollari di capitale e spera di ottenere finanziamenti per un corridoio infrastrutturale transandino che colleghi le coste del Pacifico e dell'Atlantico.

Ma le ambizioni di Bogotá potrebbero andare oltre. I funzionari hanno confermato l'interesse della Colombia a diventare membro a pieno titolo del Brics, il gruppo di economie emergenti che ora comprende

Brasile, Russia, India, Cina, Sudafrica e, più recentemente, Argentina, Egitto ed Etiopia. L'adesione al Brics segnerebbe una rottura drammatica con la storica posizione diplomatica della Colombia come partner più fedele di Washington nella regione. Il governo sostiene che questa decisione amplierebbe le opzioni di finanziamento e aprirebbe i mercati alle esportazioni colombiane di energia, minerarie e agricole. Segnala anche una scommessa strategica: l'ordine globale sta cambiando in modo drammatico e rapido e, di conseguenza, le potenze di piccole e medie dimensioni devono puntare su più fronti.

Gli Stati Uniti, da decenni il più stretto alleato della Colombia, non hanno espresso alcuna critica pubblica. Ma nei circoli diplomatici si sta sollevando qualche perplessità. La Colombia insiste che le sue intenzioni sono pragmatiche, non ideologiche. Il rischio è che pochi paesi sono riusciti a stare a cavallo tra due mondi geopolitici per lungo tempo senza conseguenze e, nel caso della Colombia, la potenza che rischia di perdere è proprio gli Stati Uniti.

#### **PRAGMATISMO ECONOMICO**

Dal punto di vista economico, la Colombia rimane stabile, anche se non in modo particolarmente brillante. Nel primo trimestre del 2025, il Pil è cresciuto del 2,7%, sostenuto dai consumi e dai buoni risultati dell'agricoltura, in particolare con un aumento del 31% delle esportazioni di caffè e un'espansione del 18% dell'acquacoltura. L'inflazione è moderata e le finanze pubbliche sono più sane rispetto a molte altre nazioni della regione. Tuttavia, si profilano all'orizzonte alcune nubi. Gli investimenti diretti esteri sono stagnanti, in parte a causa dell'ambiguità normativa e delle persistenti preoccupazioni in materia di sicurezza. Il clima di fiducia delle imprese rimane cauto, soprattutto nei settori dell'energia e dell'estrazione mineraria, due comparti cruciali per i proventi delle esportazioni. Sul piano politico, Petro deve affrontare alcune difficoltà. Sebbene la sua coalizione abbia tenuto, i suoi indici di gradimento sono fragili e lo schieramento politico rimane diffidente. Alcuni temono che stia esagerando, mentre altri lo accusano di muoversi troppo lentamente. Il paradosso della sua presidenza, un mix di parole audaci e azioni caute, ha rassicurato i mercati e deluso i più radicali.

#### **CONCLUSIONI**

È improbabile che la Colombia diventi un secondo Venezuela, né imiterà il liberalismo pacifico del Perù o del Cile. Sta, invece, creando un proprio modello ibrido, in cui cerca di trovare un difficile equilibrio tra riforme sociali, cautela fiscale e geopolitica selettiva. I prossimi 18 mesi saranno decisivi. Se le riforme del lavoro porterranno alla luce i lavoratori informali, se i progetti infrastrutturali si concretizzeranno con il sostegno dei Brics o della Ndb e se i miglioramenti in materia di sicurezza saranno sostenibili senza scivolare nella repressione, la Colombia potrebbe emergere più forte.

In caso contrario, rischia di tornare ai consueti modelli di sottoperformance: crescita lenta, sviluppo irregolare e insicurezza cronica. Per ora, il Paese offre un interessante studio sulla reinvenzione incrementale, un esempio di cambiamento lento ma costante. Le scelte della Colombia potrebbero non essere sempre dirompenti, ma sono importanti per gli investitori, i vicini e, soprattutto, per il futuro della governance di centro-sinistra in America Latina.

# Indonesia, qualche ombra del passato

a cura di Pinuccia Parini

«Non dobbiamo essere arroganti, non dobbiamo essere orgogliosi, non dobbiamo essere euforici. Dobbiamo continuare a essere umili. Questa vittoria deve essere una vittoria per tutto il popolo indonesiano». Sono state queste le parole pronunciate da Prabowo Subianto ai suoi sostenitori la sera delle elezioni presidenziali tenutesi il 14 febbraio 2024, con le prime proiezioni che gli attribuivano la vittoria sugli altri contendenti. Dopo un lungo conteggio, Prabowo è stato nominato presidente dell'Indonesia. Ex generale dell'esercito in pensione, è stato un uomo d'affari e ministro della difesa in carica dal 2019 al 2024. Da allora è trascorso un anno e mezzo e, da un punto di vista sia economico, sia politico, si stanno presentando diverse criticità.

## ECONOMIA IN RALLENTAMENTO

Le recenti stime dell'Ocse<sup>(1)</sup> indicano un indebolimento della crescita al +4,7% nel 2025, rispetto al +5% dello scorso anno, per poi attendersi una leggera ripresa nel 2026 (+4,8%). Si prevede un rallentamento nel breve termine. Pesa sull'attività economica un calo della fiducia delle imprese e dei consumatori a causa di una mancata chiarezza della politica fiscale. L'inflazione sotto controllo, l'allentamento graduale delle condizioni finanziarie e la spesa per investimenti del nuovo fondo sovrano (Daya Anagata Nusantara Investment Management Board - Danantara) dovrebbero fare sentire i loro effetti positivi nella seconda parte dell'anno e in quello successivo. Indubbiamente, rimangono i punti di domanda legati al contesto internazionale, con la politica commerciale americana, da un lato, e il calo dei prezzi delle materie prime,

dall'altro. Potrebbe avere un impatto sul Paese anche un possibile rallentamento superiore alle attese della Cina, principale mercato di esportazione, e un indebolimento della valuta dovuto al «persistente deflusso di capitali determinato dall'incertezza politica a livello globale e nazionale». Questi potenziali aspetti di criticità potrebbero essere compensati dall'impatto di Danantara nell'attirare capitali privati per la realizzazione di progetti, sia industriali, sia infrastrutturali.

## IL RUOLO DI DANANTARA

Il nuovo fondo sovrano, considerato da Prabowo il veicolo con il quale l'Indonesia crescerà dell'8% entro il 2029, ha il compito di gestire le partecipazioni statali nelle imprese e di reinvestire i proventi in progetti commerciali. Danantara, però, è stato oggetto di scetticismo da parte dell'opinione pubblica a causa della sua eccessiva vicinanza ad alcuni ambienti politici e per la mancanza di trasparenza e di una vera e propria governance. Si tratta di aspetti cruciali, visto il ruolo che l'istituzione si è assunta, soprattutto in una nazione dove la corruzione è stata una pra-

tica storicamente diffusa. Attualmente, il Paese si colloca al 99° posto nella classifica del Corruption perception index, pubblicato da Transparency international, su 180 nazioni

*“Si prevede un rallentamento della crescita nel breve termine. Pesa sull'attività economica un calo della fiducia delle imprese e dei consumatori a causa di una mancata chiarezza della politica fiscale, i cui effetti dovrebbero essere visibili soprattutto nella prima parte del 2025”*

esaminate. Secondo alcuni analisti, riportano fonti Reuters, la creazione di Danantara e le preoccupazioni sul ruolo sostanziale dello stato nell'economia sono state tra le cause del crollo del mercato azionario nel mese di marzo.

Nello sforzo di dare maggiore credibilità all'iniziativa, il governo ha chiesto ad alcune figure di spicco a livello internazionale di ricoprire il ruolo di advisor all'interno del fondo: Ray Dalio, Helman Sitohang, Jeffrey Sachs, F. Chapman Taylor e Thaksin Shinawatra. L'auspicio è che la gestione degli investimenti pubblici aderisca ai principi di buona governance, come delineato nei Principi di Santiago, che fungono da standard per i fondi sovrani in vari paesi.

## **STIMOLI FISCALE...**

Lo scorso 5 giugno, come preannunciato, il governo indonesiano ha varato una serie di misure di stimolo fiscale per 1,5 miliardi di dollari a sostegno dei consumatori. Il pacchetto prevede le seguenti aree di intervento: trasporti, assistenza sociale, sussidi salariali e incentivi per i pedaggi autostradali. Lo sforzo è mantenere il Pil al 5%, un dato ancora ben lontano dalle ambizioni del presidente in carica che punta all'8%. Le misure hanno la finalità di sostenere l'attività economica in una fase in cui non è ancora chiaro come evolverà la trattativa sui dazi (il 2 aprile era stata annunciata una percentuale del 32%), gli indicatori macroeconomici sono in indebolimento e la spesa pubblica è stata dell'8% quest'anno, per finanziare, in gran parte, il piano dei pasti gratuiti, cavallo di battaglia nella campagna elettorale di Prabowo, e la ricostruzione degli edifici scolastici fatiscenti.

Ma se è encomiabile mantenere fede a una promessa elettorale, è anche necessario avere un più lungimirante programma di riforme e di rilancio dell'economia; ci sono diversi dubbi che il piano di stimoli possa contrastare in modo significativo il calo del Pil. La Banca centrale indonesiana stima un'inflazione sotto controllo entro il limite obiettivo del +2,5-1%; lo scorso maggio, l'istituto di emissione ha tagliato i tassi d'interesse di 25 punti base al 5,5%, il livello più basso degli ultimi due anni. La situazione fiscale del Paese al momento non desta preoccupazioni, anzi, ma la dinamica del debito è in salita. La World Bank, nel "Macro poverty outlook", prevede che il debito pubblico indonesiano aumenterà significativamente, raggiungendo il 40,1% del prodotto interno lordo nel 2025.

## **...MA OCCORRONO LE RIFORME**

La parola d'ordine per il Paese è continuare le riforme strutturali. Come rilevato dal report dell'Ocse, alcuni ostacoli agli investimenti provenienti da oltre confine sono stati ridotti, ma permangono limiti significativi alla partecipazione azionaria estera, soprattutto nelle telecomunicazioni e nei trasporti. Bisognerebbe creare un contesto che faciliti gli investimenti attraverso un maggiore coordinamento delle agenzie governative e un'attuazione più omogenea delle diverse normative in essere. Infine, non va dimenticato il mercato del lavoro, che vede una consistente presenza di quello informale: secondo l'Undp<sup>(2)</sup>, rappresenta il 36%



del Pil e ben il 59% dei 144 milioni di lavoratori del Paese. La maggior parte delle attività è su piccola scala, con meno di cinque lavoratori e il lavoro autonomo è diffuso; la produzione, sia di beni, sia di servizi, è ad alta intensità di manodopera, che è generalmente non qualificata o semi-qualificata. «Le unità informali non sono soggette a regolamentazione o tassazione ufficiale e non beneficiano della rete di sicurezza sociale, se presente. Non si registrano per evadere le tasse e perché sono restie a crescere o a contrarre prestiti dal sistema bancario formale»<sup>(2)</sup>. Cambiare questo stato delle cose «contribuirebbe ad ampliare la base imponibile e a creare un margine fiscale per l'espansione degli investimenti pubblici, comprese le infrastrutture di trasporto e l'energia pulita, nonché la spesa per la salute e l'istruzione»<sup>(2)</sup>.

## **L'OMBRA DELL'ESERCITO**

Lo scorso marzo il parlamento indonesiano ha approvato alcune modifiche alla legge militare del Paese che, secondo alcuni, amplifieranno il ruolo delle forze armate nella vita civile. La nuova legislazione permette alle forze armate, infatti, di ricoprire incar-

chi in 14 diversi rami del governo, tra i quali la mitigazione dei disastri e l'ufficio del procuratore generale (la precedente limitava a 10 le agenzie governative in cui potere prestare servizio), e consente ai militari di ricoprire ruoli civili senza doversi dimettere dalla posizione ricoperta, come era invece previsto in precedenza. Il timore da parte di alcune fasce della popolazione è che questa decisione possa essere un primo passo per ripristinare una serie di privilegi per le forze armate e per ridare loro il potere che avevano avuto durante il regime di Suharto. Forse è una preoccupazione eccessiva, ma c'è il dubbio che si voglia mettere in discussione la giovane democrazia indonesiana da parte di un governo che, con la sua coalizione, controlla l'80% del parlamento ed è guidato da un uomo, Prabowo Subianto, sul cui passato pesano ombre sul ruolo avuto in una serie di atrocità nella repressione delle proteste di piazza durante il regime di Suharto.

1.[https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2025-issue-1\\_83363382-en/full-report/indonesia\\_4c4ce2be.html](https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2025-issue-1_83363382-en/full-report/indonesia_4c4ce2be.html)

2.<https://www.undp.org/asia-pacific/blog/accelerating-growth-indonesia-industrial-policy-rural-informal-sector>

**ANDREW JACKSON**  
HEAD OF INVESTMENTS  
VONTobel

# Parola d'ordine: alpha

a cura di Pinuccia Parini

### Come definirebbe l'attuale scenario d'investimento?

«Viviamo in tempi estremamente interessanti. Durante la crisi del 2013, il rapporto debito /Pil dell'Italia era il 130% e la media dell'Eurozona era intorno all'85%. Oggi, questi valori sono rispettivamente circa il 135% e l'88%, mentre gli Stati Uniti sono al 124% e, secondo alcuni economisti americani che siedono al Congresso, potrebbe raggiungere il 150% entro il 2050. La questione del debito americano sta diventando sempre più importante, soprattutto se si considera che il dollaro è la riserva valutaria del mondo. In questo contesto, il nuovo inquilino della Casa bianca ha rivoluzionato le modalità di interazione con gli altri paesi: da un approccio fondato sui valori a uno basato sulle transazioni. E l'impatto è stato consistente, tale da spiegare in parte l'aumento della volatilità sui mercati finanziari di quest'anno, perché le persone hanno ve-

ramente cominciato a chiedersi che cosa potrebbe succedere se la globalizzazione dovesse finire e se il debito pubblico americano raggiungesse livelli insostenibili».

### Quindi un quadro non dei più facili per quanto riguarda la gestione dei portafogli?

«A dire la verità, non sono mai stato così entusiasta sui mercati dal 2008: siamo in un periodo fantastico in cui i gestori attivi hanno la possibilità di sovrapassare. Negli ultimi 10 anni è stata molto dura per loro battere le strategie passive, ma ora l'aumento della volatilità permette di cogliere le opportunità migliori per generare alpha. E non è forse un caso che per Vontobel il 2024 è stato l'anno migliore dell'ultimo decennio per il ritorno dell'alpha, che ha battuto il beta. E ritengo che questa situazione continuerà, perché si è dinanzi a un cambiamento epocale in cui, a tendere,



l'economia americana non ricoprirà più un ruolo dominante».

### **Qual è allora l'approccio nei confronti dei mercati?**

«Incoraggio tutti i miei colleghi portfolio manager a essere più cauti, ma anche più dinamici. Le parole d'ordine sono: alpha, prudenza, liquidità e gestione attiva. In termini di strategia, riteniamo che ci siano due aree in cui i ritorni sono attrattivi rispetto al rischio assunto: il debito dei mercati emergenti e gli At1 europei. Per la prima asset class, crediamo che la sostenibilità dei titoli governativi sia migliore degli omologhi delle economie avanzate e si è maggiormente remunerati. Le emissioni At1, invece, offrono ancora un premio che è superiore al rischio assunto e costituiscono un universo di titoli forti. Nella media, però, va detto che il mercato del reddito fisso è tornato a livelli non così appetibili in termini di valutazioni, fermo restando che i fondamentali rimangono estremamente solidi. Da questo punto di vista, il mercato del credito, offre esempi molto chiari, come nel caso delle emissioni bancarie, sia negli Usa, sia in Europa».

### **Si attende maggiore volatilità sui mercati?**

«Sono sicuro di sì, soprattutto visto l'atteggiamento assunto dall'inquilino dello Studio ovale. Ribadisco il concetto, questa situazione favorisce la capacità di generare alpha. Queste mie considerazioni non sono una valutazione sull'amministrazione del presidente Trump, bensì una constatazione sulle sue modalità di gestire la diplomazia, le relazioni con gli altri paesi, le misure economico-fiscali che non tendono alla ricerca di un consenso. Ciò nonostante, credo che questo scenario di fine della globalizzazione possa alla fine creare alcune occasioni per altre nazioni, come nel caso dell'Europa. Il Vecchio continente sta lavorando alacremente per creare nuove partnership con altre nazioni e diventare più autonomo dallo storico alleato e non escludo che possa uscirne vincitore».

### **C'è molto dibattito sul debito pubblico e sul deficit americani. Ci saranno ripercussioni per i titoli di stato Us, considerati finora beni rifugio?**

«Ho trascorso 25 anni a occuparmi di reddito fisso e ho imparato che non c'è uno

strumento che sia privo di rischio, sia che si tratti di emittenti con rating AAA, sia che ci si riferisca al debito sovrano di un'economia avanzata. In realtà, ritengo che alcuni recenti comportamenti della curva dei rendimenti dei Treasury siano razionalmente spiegabili alla pari di altri che sono avvenuti sui mercati. Credo che il movimento registrato dai titoli governativi americani abbia rivelato che, sia pure in misura minima, ci potrebbero essere dei dubbi sulla sostenibilità del debito del Paese. Gli investitori, infatti, stanno prendendo in considerazione l'ipotesi che l'eccezionalismo Usa sia finito, considerando lo stato di salute dell'economia, che non è più l'unica forza dominante. Il disavanzo fiscale statunitense potrebbe continuare ad aumentare al punto che, se fosse stato un altro paese nella stessa situazione, si sarebbe messa in discussione la sua tenuta».

### **Crede che il rapporto debito/Pil del 150% per gli Usa sia realistico?**

«Non credo, ma è indubbio che l'attuale amministrazione è stata eletta per affrontare la questione del deficit e, per il momento, non ci sono segnali significativi che si vada in questa direzione: è difficile redigere una finanziaria che sia "big and beautiful" e che possa rispondere a questo obiettivo. Quindi non mi stupisco che gli investitori abbiano reagito a questo stato delle cose. A ciò vanno aggiunti i continui commenti che minano l'indipendenza della Federal Reserve e aprono la strada al dubbio che possa succedere qualcosa di inedito, un intervento che non è nella norma e che, vista la girandola di dichiarazioni giornaliere, deve essere un rischio contemplato. Ho incontrato nelle scorse settimane investitori in Asia e in America Latina e la domanda più frequente è stata: "Dopo anni che abbiamo reputato i Treasury come lo strumento risk-free per eccellenza, quale opportunità d'investimento dobbiamo considerare?"»

### **E qual è stata la sua risposta?**

«Non ho una risposta da dare e ritengo che nessuno l'abbia. Tuttavia, ciò non significa che la questione vada ignorata. Nel 2007, c'era qualcuno che sapeva che Lehman Brothers sarebbe fallita? Non credo. La storia ci ha insegnato che non pensare un accadimento non comporta che quest'ultimo non si verifichi. Ciò significa che lo stato dei conti pubblici americani deve essere esaminato, ma gli Stati Uniti, per il loro status, non sono certo nella

situazione in cui si sono trovati la Grecia, l'Italia e il Portogallo nel 2013. Gli investimenti in asset americani sono enormi ed è difficile trovare un'alternativa in altre parti del mondo per diversificare il rischio, ma le situazioni cambiano. Nel 1970 gli Usa erano la più grande potenza economica, nel 2000 erano ancora quella dominante, pur raffrontandola con la somma del Pil dei quattro paesi più forti; nel 2030 le economie di Cina e India raggiungeranno una dimensione molto vicina a quella americana. Dobbiamo quindi guardare il mondo con occhi diversi e ciò provoca uno scenario affascinante».

### **In un limitato arco di tempo si è vista una contemporanea debolezza su tutti gli asset in dollari, quasi gli Stati Uniti fossero un mercato emergente. Non l'ha spaventata questa reazione?**

«Sì, mi ha impensierito, ma penso che sia più preoccupante che, dopo la profonda correzione, si sia già ritornati ai massimi, perché nel frattempo non è cambiato nulla. Se la discesa delle borse è avvenuta perché c'era apprensione sulla sostenibilità del debito Usa, la situazione non è mutata. Certo, Trump ha fatto un passo indietro sui dazi, che sapevamo, però, che sarebbero stati annunciati, ma i mercati hanno corretto pesantemente, per poi rimbalzare sino a raggiungere livelli più elevati rispetto agli annunci del 2 aprile. Nella sua domanda ha fatto riferimento ai mercati emergenti. Penso che sia più appropriato fare un parallelo, per le similitudini, con quanto avvenuto in Europa, con la crisi del debito sovrano. E la ragione è molto semplice: oggi si sta discutendo su che cosa potrebbe succedere se lo status attuale del dollaro cambiasse drammaticamente, così come nel 2013 era lecito chiedersi che cosa sarebbe avvenuto se la Grecia e l'Italia fossero uscite dall'euro. Allora l'oggetto del contendere era la ridenominazione di una valuta, oggi è la ridenominazione del risk free che è in discussione».

### **Ma come valuta l'investimento in Treasury?**

«Credo offrano una grande opportunità, perché sono attrattivi ai livelli attuali e perché le possibilità che il peggio possa accadere sono veramente molto contenute, ma questa minima, sottilissima possibilità fa sì che la definizione risk free non sia più calzante».

**ANDREW BALLS**

CIO GLOBAL FIXED INCOME  
PIMCO

# Quality bond in pole position

a cura di Boris Secciani

### Quali sono al momento le vostre preferenze in termini di asset allocation?

«A nostro avviso lo scenario attuale favorisce in maniera chiara la componente obbligazionaria, poiché le azioni presentano quotazioni tuttora elevate. La maniera più diretta per quantificare la nostra tesi è osservare l'equity risk premium al momento disponibile sul mercato. Con questo concetto intendiamo la differenza fra l'earning yield azionario corretto per il ciclo economico e il rendimento reale dei bond (al netto quindi dell'inflazione). Questo spread presenta in generale un livello decisamente contenuto e nello specifico delle azioni Usa siamo pressoché a zero. Si tratta peraltro del minimo storico, a fronte, invece, di profitti azi-

dali che hanno raggiunto il grado più alto di ogni tempo in termini di percentuale rispetto al Pil complessivo».

### Vi aspettate un processo di mean reversion? Come potrebbe svilupparsi?

«Un ritorno alla media per un premio al rischio azionario più alto tipicamente richiede un calo dei tassi obbligazionari o una correzione azionaria o entrambi. Un esempio di quanto affermiamo si è verificato nel settembre del 1987, quando, a fronte di una discesa di circa il 25% dell'S&P 500, si registrò un calo di 80 punti base del Treasury trentennale. Un altro caso tipico può essere individuato nel bear market cominciato a fine 1999 e terminato nel febbraio del 2003: all'epoca si ebbe un



crollo del 40% delle quotazioni dell'equity a fronte di una diminuzione di 200 basis point del rendimento reale del trentennale. Come accennato in precedenza, il livello degli utili è già estremamente elevato: l'incertezza geopolitica e l'impatto dei dazi potrebbe-  
ro dare il via a un periodo di difficoltà».

### **Al di là dei rischi connessi alle valutazioni delle azioni, ragionevolmente quale tipo di guadagni si può attendere un investitore nel reddito fisso?**

«L'obbligazionario di alta qualità si trova oggi nella migliore situazione da diversi anni a questa parte. Dopo i bruschi rialzi dei tassi in seguito alla pandemia, il reddito fisso ha superato gli ostacoli e ora gli investitori possono beneficiare di rendimenti più alti e del potenziale di crescita dei prezzi delle obbligazioni, visto l'ampio spazio di manovra di cui godono le banche centrali per abbassare i tassi. Il rendimento di partenza di un portafoglio obbligazionario può essere un valido indicatore dei rendimenti attesi. Per esempio, due noti benchmark di bond di alta qualità, come il Bloomberg U.S. Aggregate e il Bloomberg Global Aggregate, a inizio giugno mostravano valori rispettivamente del 4,74% e del 4,94%. Su questa base i gestori attivi possono mirare a costruire portafogli con rendimenti intorno al 5–7% sfruttando i tassi allettanti offerti da attivi di alta qualità».

### **Come è possibile generare alpha in un simile ambiente?**

«Le opportunità per generare alpha sono più ricche che mai sui mercati globali. Peraltra, storicamente il reddito fisso è l'asset class che meglio permette di ottenere alpha attraverso un valido processo di diversificazione. Infatti, in diversi casi, nei mercati sviluppati si ha una combinazione di prezzi contenuti e prospettive economiche non delle più facili, da cui gli investitori obbligazionari possono trarre vantaggio. Inoltre, diverse economie emergenti si trovano oggi in una posizione di maggiore forza rispetto al passato».

### **Quale view avete sulla duration?**

Alla luce delle valutazioni di partenza attrattive nell'obbligazionario e delle prospettive di crescita più deboli e di inflazione in stabilizzazione, prevediamo di orientarci a un maggiore sovrappeso di duration nei nostri portafogli rispetto agli ultimi anni. I Treasury americani hanno storicamente svolto un ruolo cruciale di copertura nei portafogli nelle recessioni, per via della correlazione inversa con le azioni, e l'obbligazionario globale di alta qualità ha offerto proprietà analoghe. Continuiamo a ritenerre che le curve dei rendimenti torneranno più ripide nel nostro orizzonte secolare e dunque prevediamo di mantenere un orientamento al sovrappeso sulla porzione da 5 a 10 anni delle curve dei rendimenti globali e di sottopeso nel tempo sulla parte a lunga scadenza».

### **Che cosa succede se i rendimenti a lungo termine aumentano bruscamente?**

«In caso di deciso aumento dei rendimenti sui titoli a più lunga scadenza, è prevedibile una significativa penalizzazione dei mercati azionari e del credito, che a sua volta porrebbe le basi di una correzione al ribasso dei rendimenti reali. Inoltre, ci aspettiamo l'intervento delle banche centrali in caso di movimenti che minaccino di perturbare diffusamente la stabilità dei mercati finanziari. Nel complesso, il nostro approccio consiste nel gestire attivamen-  
te la duration per rafforzare il ruolo delle obbligazioni come copertura, gestendo con attenzione i rischi lungo la curva dei rendimenti».

### **Quale panorama troviamo nell'universo corporate?**

«Sicuramente non mancano le opportunità in questa asset class, anche se, però, occorre fare attenzione, in quanto le dinamiche attuali sono molto differenti rispetto a quelle degli anni '10. Per oltre un decennio, a partire dalla grande crisi finanziaria fino a dopo la pandemia, si è avuto un ingente intervento pubblico che ha compresso i rendimenti lungo tutto lo spettro del reddito fisso. A ciò si aggiunge il fatto che gli spread restano decisamente ridotti, ben oltre la media storica, nonostante un potenziale di recessione più elevato

nell'orizzonte secolare. Di conseguenza, individuiamo diverse aree di compiacenza nei mercati del credito pubblico e privato».

### **Potrebbe fornire qualche esempio al riguardo?**

«I progressi dell'Ai potrebbero alimentare volatilità, in quanto i mercati dei prestiti a leva e del credito diretto privato presentano ampie allocazioni nel settore tecnologico e in altri comparti in previsione di cambiamenti dirompenti legati all'intelligenza artificiale. In aggiunta, una correzione dell'azionario americano sopravvalutato potrebbe innescare un più ampio riprezzamento degli attivi rischiosi. In un quadro di rallentamento macro, le imprese di minore qualità e maggiormente cicliche sono esposte a rischi. Infatti, gli alti tassi di interesse a breve potrebbero, ad esempio, mettere in difficoltà diverse aziende di media dimensione con un rilevante indebitamento a tasso variabile».

### **Molto denaro si è spostato negli ultimi anni verso i mercati privati: ritenete che sia tuttora possibile generare alpha in tale ambito?**

«Anche se qualche ulteriore convergenza fra mercati pubblici e privati appare probabile nel nostro orizzonte secolare, per ragioni di liquidità, trasparenza, qualità del credito e strutturali, ci sono considerevoli barriere, che offrono opportunità ai gestori attivi con ampie capacità globali di sfruttare le dislocazioni di valore. In aggiunta, le regole più stringenti sulla liquidità e sul capitale delle banche verosimilmente continueranno a spingere molte attività di credito verso i mercati privati, in particolare quelli dell'asset-based finance, aprendo opportunità per gli investitori di agire da finanziatori nel credito senior in ambiti un tempo dominati dalle banche regionali. Continuiamo a ravvisare opportunità interessanti nei segmenti di alta qualità, tra cui il credito al consumo, i mutui residenziali, l'immobilia-  
re, gli attivi reali, dove le condizioni di partenza e le valutazioni appaiono vantaggiose rispetto al credito societario».

# Tutto facile finché si va su

di Boris Secciani

**Nella prima metà dell'anno, nonostante l'avvicendarsi di una serie di eventi non certo favorevoli, i mercati finanziari hanno raggiunto in molti casi i massimi. Il vero punto di domanda è che cosa accadrà nei prossimi mesi, visto che lo scenario generale rimane instabile. Ed è proprio nei contesti come quello attuale che bisogna porsi la domanda di come ridurre i rischi assunti nei portafogli e come diversificare, in un momento storico in cui sono presenti tutti i fattori di caos possibili e immaginabili, con un notevole grado di intensità. Oggi le regole di allocazione di portafoglio, stock picking e risk management vanno completamente riviste, per cogliere le occasioni che l'attuale disordine globale sta generando**

La prima metà dell'anno si è conclusa tutto sommato in una maniera quasi miracolosa per i mercati, in molti casi vicini ai massimi. Se pensiamo a ciò che è succe-

so negli ultimi mesi fra guerre, caos fiscale negli Usa, politica dei dazi di Trump e altri avvenimenti, vi è da tirare un sospiro di sollievo per il fatto che il mondo non è sprofondato nella recessione e in un clamato e brutale bear market per tutti gli asset rischiosi. Il quadro che si presenta non è però dei più rassicuranti e la velocità del deterioramento complessivo a partire da marzo non induce certo a dormire sonni tranquilli. In pratica, gli avvenimenti di questo semestre potrebbero essere stati solo un assaggio dell'instabilità prossima ventura. Senza contare che il conflitto con l'Iran, per ora apparentemente congelato, apre un capitolo potenzialmente sconosciuto.

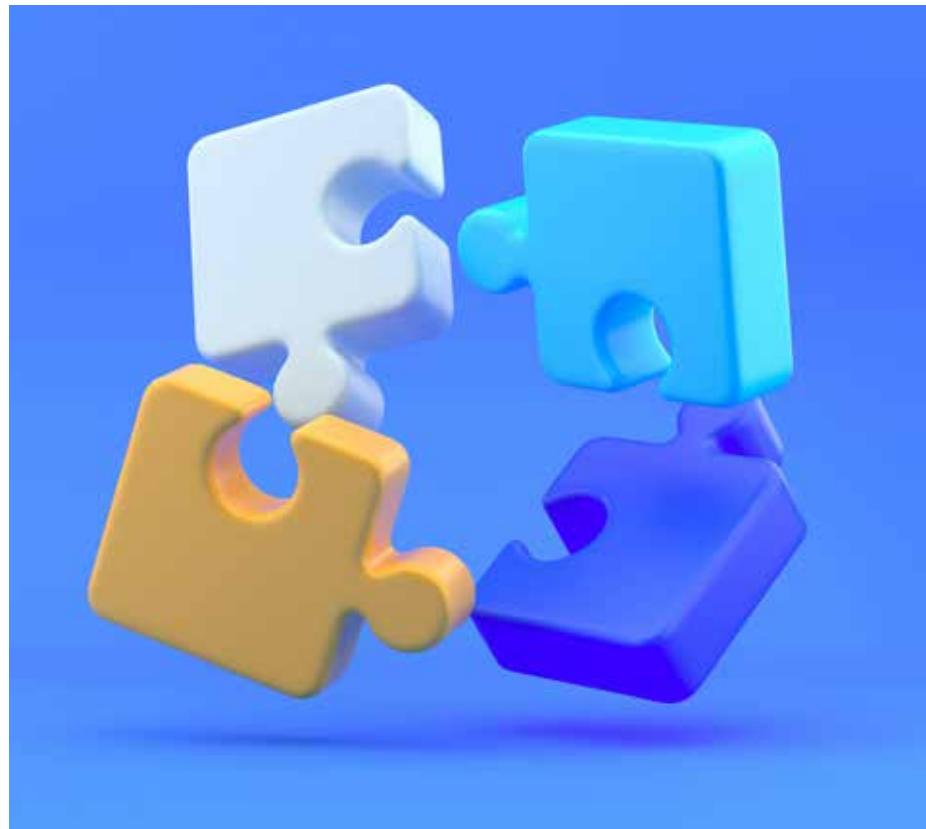
E, quando lo scenario scricchiola, al centro dell'attenzione salgono i temi della diversificazione e della riduzione del rischio. È, in realtà, un fatto acclarato da decenni che, per ottenere buoni rendimenti sul lungo periodo, è fondamentale riuscire a navigare le fasi più turbolente con un ammontare limitato di danni. Alla base del fenomeno c'è innanzitutto una semplice realtà matematica: l'incremento percentuale necessario

per tornare al punto di partenza è sempre maggiore del calo registrato.

Detto ciò, diversificare è un problema che spesso si è dimostrato elusivo nel corso dei decenni per le caratteristiche probabilmente intrinseche dei mercati. Per capire di che cosa si parla, conviene partire dal concetto di correlazione stesso. Nell'accezione più comune, questa parola indica essenzialmente in quale misura due fenomeni accadono insieme e in quale direzione l'uno va rispetto all'altro. Al tempo stesso, però, questo indicatore non fornisce un dato essenziale: l'intensità dei movimenti. Immaginiamo, infatti, due azioni che, per assurdo, vanno sempre su con lo stesso rendimento giornaliero, l'una dell'1% e l'altra dello 0,3%. Esse mostrerebbero una correlazione perfettamente positiva, pari, per come è costruito l'indicatore, a 1. Lo stesso, però, avverrebbe nel caso di un'altra coppia di titoli che salgano costantemente entrambi dello 0,5%. Per misurare l'ampiezza dei movimenti relativi ricorriamo a un'ulteriore misura, il cosiddetto beta, un vocabolo che entra spesso nel gergo dei mercati finanziari. Spesso, infatti, sentiamo parlare di investimenti ad alto beta: con ciò si intende asset che tendono ad amplificare i movimenti generali, in ciascuna direzione, di un indice di riferimento.

## DUE GRANDI ARCHETIPI

Questa semplice spiegazione serve a introdurre la questione che Fondi&Sicav affronta e che è diventata fondamentale nell'attuale volatilità: come ridurre i potenziali proiettilli che rischiano di riprendere a volare in ogni direzione? Infatti, il problema del beta e della correlazione è che, anche in questo caso, essi presentano un paio di tratti determinanti in comune: da una parte non sono certo stabili nel corso del tempo e dall'altra mancano di simmetria. Fuori di metafora, durante un bull market tipicamente la dispersione è elevata: un numero più o meno ristretto di azioni spinge al rialzo l'intero listino, mentre altri gruppi mostrano guadagni molto più modesti con altri ancora che sono stagnanti. Infine, un sotto-insieme, spesso più vasto di quel che si creda, si trova impagliato in un contesto di crisi anche durante le fasi toro più decisive. Il caso più clamoroso degli ultimi decenni è stato senza dubbio l'ascesa post-2020 delle Magnifiche 7 sui listini statunitensi. Quando, però, scoppia una crisi, di



solito questo paradigma si modifica radicalmente: le correlazioni diventano in gran parte fortemente positive e il beta generale rispetto al benchmark di riferimento tende ad appiattirsi verso 1. In pratica, moltissimi titoli, inclusi nomi apparentemente stabili, tendono a calare all'improvviso e con un'intensità non molto differente l'uno dall'altro, generando l'effetto collasso simultaneo. Invertendo la famosa citazione di Tolstoj, si potrebbe dire che tutti i bull market sono felici a modo loro, mentre tutti i crolli sono uguali (o quasi).

## SEMPRE PIÙ SCETTICISMO

Non sorprende, dunque, che sempre più scetticismo si sia sviluppato negli ultimi decenni verso le tradizionali teorie di allocation, vista la presenza, appunto, di assunti statistici non dei più realistici. A volte, con scherno, viene detto che l'unica cosa da cui ci si protegge diversificando è i guadagni. La frase è ingenerosa, i problemi sono però reali: non solo gli eventi estremi tendono a essere molto più frequenti, specialmente sul lato delle perdite, rispetto a quanto la dottrina suggerirebbe, ma essi generalmente producono anche ulteriori sessioni caotiche e diffondono instabilità in altre attività. Se però spesso ciò cui assistiamo nei vari periodi di risk-off può apparire relati-

vamente simile, quasi sempre i meccanismi di origine del panico sono molto differenti. Essenzialmente, possiamo distinguere due grandi archetipi: il caos geopolitico e le bolle. Queste ultime si formano quando i cicli economici e dei profitti tendono a essere continuamente amplificati, in un senso o in un altro, in modo tale da allontanare dati macro e rendimenti degli asset rischiosi dal loro valore, per così dire, di crociera, che a sua volta è tutt'altro che statico nel corso del tempo. Casi tipici sono quelli che vedono coinvolte economie emergenti il cui potenziale di crescita viene sovrastimato e le crisi che inevitabilmente colpiscono nuovi settori tecnologici dopo un periodo iniziale di entusiasmo. I due esempi citati permettono anche di portare all'attenzione un'ulteriore caratteristica, ossia la diversità del grado di contagio dei vari crolli.

## UN USO SPREGIUDICATO

A parte qualche eccezione, ciò che accade negli emerging tende, infatti, a rimanere confinato a livello locale. Una volta ciò era dovuto al fatto che i titoli di queste economie vantavano una presenza enorme di capitale straniero pronto a ritirarsi velocemente. Con l'ascesa della liquidità locale, l'andamento idiosincratico degli asset Em si è per certi amplificato, in quanto



molti istituzionali di queste nuove economie sono esportatori netti di denaro che va spesso ad alimentare imponenti carry trade. Questi ultimi, più sovente che no negli ultimi anni, si sono diretti verso gli Usa. Dall'altra parte, invece, i mercati orso, scatenati dalla rincorsa eccessiva all'innovazione e alla crescita, in grandissima parte si configurano come un fenomeno squisitamente statunitense. In questo caso, le crisi sono state spesso in passato esporate sull'onda del noto principio secondo cui quando l'America starnutisce il resto del pianeta si becca la polmonite. Gli Usa, infatti, spesso reagiscono rapidamente con un uso spregiudicato della leva fiscale e con aggressive politiche monetarie che rimettono rapidamente in moto la crescita locale. Un caso da manuale di questo fenomeno è la Grande crisi finanziaria, che ha azzoppato per quasi un decennio le prospettive di crescita dell'Ue. Accanto a questi sviluppi endogeni, sempre più spesso succede che ondate di vendita vengano scatenate da shock alle catene di fornitura di materie prime o manufatti (e persino servizi). Il Covid, la guerra in Ucraina, lo scontro fra Cina e Usa e la

politica commerciale di Trump sono alcuni degli esempi degli ultimi anni, cui si è sommato adesso il conflitto fra Israele e Iran, che ha reso realistica la possibilità che diventi impraticabile lo stretto di Hormuz. Notoriamente, si tratta di uno snodo a dir poco cruciale per il commercio mondiale, anche se in realtà le bombe che Usa e Iran si sono scambiati sembrano avere portato più stabilità che voglia di guerra vera. I conflitti, politici e/o armati, fino a qualche anno fa venivano considerati un problema in via di scomparsa, che riguardava, al massimo, qualche emergente di frontiera.

### L'ERA DEL CAOS

In questi ultimi anni, però, oltre al prepotente ritorno sulla ribalta globale delle guerre, abbiamo assistito a un disastro precipuo che si portano dietro, ossia la stagflazione. Tipicamente le bolle saltano per aria quando le banche centrali rialzano i tassi di interesse allo scopo di porre un freno al surriscaldamento dell'economia e agli eccessi speculativi. Altrettanto tipicamente, quella che si forma successivamente è una classica recessione che vede una più o meno intensa distruzione

della domanda e pressioni al ribasso sui prezzi, uno sviluppo che permette di invertire la politica monetaria, cosa che non si può fare quando la crisi è innescata da uno shock esogeno all'offerta. Questi due modelli stilizzati tendono a produrre differenti conseguenze sui mercati, pur nella regola generale che vede un aumento complessivo delle correlazioni e una convergenza dei beta. Si tratta di discrepanze abbastanza sottili, ma che, se ben individuate e gestite, possono fare la differenza fra un normale livello di volatilità del proprio portafoglio e un uppercut al mento da cui ci vogliono anni per riprendersi. In pratica capire in quale paradigma di rischio ci troviamo è il primo passo fondamentale per limitare i danni.

Il problema è che questo tipo di analisi oggi è incredibilmente difficile da elaborare per un semplice motivo: in questo momento storico sono presenti tutti i fattori di caos possibili e immaginabili con un notevole grado di intensità. Da una parte abbiamo un mondo che rischia di cadere nella stagnazione, dall'altra c'è un afflusso enorme di investimenti su pochissimi grandi temi tecnologici in un pianeta che è stracolmo di conflitti che rischiano di devastare le principali catene di fornitura. In tutto ciò gli Stati Uniti stanno, se non perdendo, quanto meno indebolendo il loro unicum di recettore di ultima istanza della liquidità globale. Infatti, la difficilissima situazione fiscale in cui sono impelagati, in qualche maniera, avvicina l'America, se non alle economie emergenti, quanto meno a realtà più fragili, come, ad esempio, il Sud Europa. Un Frankenstein terrificante che rende in discreta parte obsoleti i classici meccanismi di allentamento fiscale e monetario utilizzati nelle fasi di contrazione. Pochi, dunque, rimarranno sorpresi dall'apprendere che anche le regole di allocazione di portafoglio, stock picking e risk management, che fino al recente passato funzionavano (relativamente) per barcamenarsi nei momenti di crisi, vanno completamente riviste. La forse buona notizia di questo passaggio storico particolarmente caotico è che, come sempre accade quando ci sono di mezzo le contraddizioni del genere umano, l'era del disordine globale sta generando anche non poche occasioni per chi è in grado di cogliere l'evoluzione del nuovo mondo al di là degli spasmi contingenti.

# Bond, addio vecchio scudo

di Boris Secciani

**Dal 2022 in poi, l'aumento dell'inflazione e il generale indebolimento della situazione fiscale di diversi paesi hanno creato uno scenario volatile, in cui è diventato più difficile trovare un paradiso sicuro in termini di investimento. In questo contesto, viene ridimensionato il ruolo dei Treasury americani e, allo stesso tempo, cresce la volontà di diversificazione in altre aree geografiche e nei vari segmenti del fixed income. In sintesi, si possono rilevare tre dinamiche in atto: posizionamenti al di fuori dell'area dollaro, cautela nei confronti della duration (non solo statunitense) e attenzione agli emergenti**

«Negli ultimi anni abbiamo assistito a un aumento della correlazione fra azioni e bond, in particolare nelle fasi di ribasso. Il che ha fatto sì che la componente reddito fisso di un classico modello di portafoglio 60/40 non abbia fornito un'adeguata copertura alla volatilità dell'equity. Il feno-

meno si è verificato a causa del sorgere di un ambiente caratterizzato da maggiore inflazione, a sua volta frutto delle misure estreme adottate a livello monetario e fiscale durante il Covid. La conseguenza principale di tutto ciò è la presenza di tassi di interesse più elevati a fronte di un'inflazione, soprattutto nei servizi, tuttora persistentemente alta. Gli inflation swap sono di nuovo in crescita, con un andamento del Pil nominale anch'esso in aumento: sono fenomeni che si accompagnano a preoccupazioni sullo stato dei conti pubblici. Il tutto ha condotto a curve dei rendimenti più ripide con premi più elevati per le scadenze più lunghe».

## PERSISTE IL CARO VITA

Quest'intervento di **Alexander Roll**, investment strategist di **Global X**, esprime una serie di problemi assolutamente reali per chiunque si sia occupato di asset allocation dal 2022 in poi. Il persistere del caro vita e la sempre più precaria situazione fiscale di molte economie (non solo gli Usa) hanno infatti sparigliato le carte che tipicamente venivano giocate quando lo



*In un contesto di oscillazioni dei mercati azionari, le obbligazioni stanno dimostrando il proprio valore come forza stabilizzante: offrono sicurezza e rendimenti costanti*



**GREG PETERS**  
co-chief investment officer  
Pgam Fixed Income

scenario macro virava verso il deterioramento. Al tempo stesso, però, data la consistenza dei rendimenti obbligazionari, non manca chi esprime ottimismo verso questa asset class nel suo complesso. Ad esempio, **Greg Peters**, co-chief investment officer di **Pgim Fixed Income**, sostiene: «In un contesto di oscillazioni dei mercati azionari, le obbligazioni stanno dimostrando il proprio valore come forza stabilizzante: offrono sicurezza e rendimenti costanti. Durante il ciclo d'inasprimento monetario della Fed nel 2022-23, le azioni e i bond hanno registrato una correlazione positiva insolitamente forte, ma quest'ultima è tornata ai livelli bassi tipici. Nell'attuale scenario di volatilità dei mercati, il reddito fisso ha sovrapassato l'azionario, riflettendo una dinamica più normale. Con valutazioni elevate, nonostante il recente sell-off, l'equity potrebbe trovarsi in difficoltà, se le condizioni macroeconomiche dovessero peggiorare».

Dove sta dunque la verità? È ancora possibile operare con alcuni dei crismi tradizionali delle strategie multi-asset, pur evitando di basarsi su dogmatismi sulle percentuali dedicate alle attività rischiose e a quelle più sicure? È ragionevole rivolgersi al reddito fisso come nascondiglio per limitare l'esposizione ad alcuni rischi? Questi due contenuti appaiono in parte in contraddizione a una lettura superficiale, ma nella realtà sono conciliabili a patto di prendere atto che il mondo è cambiato profondamente.

#### **NESSUN RIFUGIO SICURO**

Nello specifico, il concetto di rifugio sicuro è probabilmente morto o è, comunque, in via di forte ridimensionamento. In particolare, non viviamo più in un sistema Treasury-centrico, dove il Tesoro statunitense costituisce di principio la panic room dove infilarsi quando il clima si fa pesante. Al riguardo, i dati riportati da **Filippo Moroni**, portfolio manager, credit di **Quaestio Sgr**, appaiono particolarmente indicativi: «Un'analisi delle performance dei titoli governativi a lungo termine delle principali valute, indica che sono stati i titoli europei a evidenziare minore volatilità e a sovraperformare nelle settimane successive al "Liberation day": +3% tra fine marzo e fine maggio, rispetto ai total return negativi di Gilt, Jgb e Treasury. Le ragioni di questo movimento possono essere spiegate da



# Evitare estremismi anti-Usa

Le strategie elaborate finora anche in questo caso non devono però spingere a un eccesso di manicheismo che porti a eliminare completamente qualsiasi investimento nei governativi made in Usa. Il Paese, infatti, può comunque contare su una Federal Reserve che sta tenendo duro e che rappresenta un autentico bastione di solidità. Qualora le autorità monetarie riuscissero a riattivare un circolo virtuoso nella gestione della cosa pubblica (fondamentale per bloccare l'inflazione), allora si potrebbe finalmente vedere la principale Banca centrale del pianeta dismettere la maschera di ferocia che tuttora indossa.

## PENSIERI OTTIMISTI

Pensieri caratterizzati da ottimismo vengono elaborati da **Mohammed Kazmi**, chief strategist & senior portfolio manager di **Union Bancaire Privée**: «Per i Treasury Usa, in particolare, nonostante la volatilità, non prevediamo che i tassi d'interesse escano dai recenti intervalli e questo fatto dovrebbe consentire agli investitori di beneficiare di rendimenti complessivi interessanti all'interno dell'asset class del reddito fisso. Prevediamo che la Fed procederà a tagli dei tassi quando possibile e questo orientamento verso l'allentamento da parte delle banche centrali significa che dal punto di vista della costruzione del portafoglio è ancora opportuno mantenere la duration sui tassi di interesse, proteggendo la performance nei momenti di stress. Ciò risulta valido in particolare alla luce del dry powder a disposizione della Fed per allentare la politica monetaria in caso di rallentamento. In definitiva, in un periodo di risk off significativo, ci aspettiamo che le caratteristiche difensive e di bene rifugio del mercato dei Treasury statunitense prevarranno, dato che rimangono il mercato finanziario più ampio e liquido. Inoltre, sia la Fed, sia il Tesoro dispongono di molteplici strumenti per sostenerlo in caso di necessità, come abbiamo osservato in passato».

## UNA SCOMMESSA ARDUA

In pratica, puntare oggi sulla curva del debito pubblico americano significa immaginare un Powell in grado di seguire la traiettoria del compianto Paul Volcker, una scommessa ardua, date le immense differenze presenti a ogni livello rispetto ai primi anni '80. Gli Stati Uniti, però, restano una grande nazione non solo a livello di talento imprenditoriale, ma anche di attaccamento e unità nei momenti che contano: vale la pena dunque mantenere un certo grado di presenza sui Treasury. Quanto meno come scommessa contrarian.

una capacità fiscale che appare superiore e da una Banca centrale che sembra avere raggiunto l'obiettivo di normalizzazione dell'inflazione».

Dunque, quanto sottolineato da Moroni segnala che vi sono tuttora eccellenti opportunità per decorrelarsi nell'immensità del mare magnum obbligazionario, a patto di non dimenticarsi mai che oggi una nuova gerarchia trasversale e sorprendente sta formando all'interno delle economie sviluppate e, come vedremo, non solo di esse. In pratica, un'autentica diversificazione nella quale alcune aree geografiche che possono funzionare per le azioni non è detto che si rivelino l'opzione corretta per una strategia obbligazionaria. Tutto ciò si concretizza essenzialmente in tre fenomeni: diversificazione al di fuori del dollaro, cautela nei confronti della duration (non solo statunitense) e attenzione agli emergenti.

## MEGLIO LA NOIA EUROPEA

In sintesi, il fixed income presenta tuttora in alcuni casi yield to maturity elevati rispetto al grado di rischio offerto, con una tendenza all'ampliamento dei term premia

continua a pag 22



# High yield e investment grade, un credito bipolare

«Gli spread sono su livelli storicamente stretti, soprattutto sui segmenti più rischiosi, come l'high yield. Preferiamo le emissioni di aziende solide, blue chip e "national champion" investment grade, sia senior, sia subordinate, che dovrebbero risentire meno di un aumento della volatilità e mantenere maggiore liquidità. Inoltre, siamo più positivi sul credito europeo rispetto a quello americano per un tema di valutazione e, come detto precedentemente, per un tema di riallocazione di portafogli». Queste parole di **Cosimo Marasciulo**, responsabile fixed income di **Amundi Sgr**, inquadra in modo esemplare quanto sta avvenendo in ambito corporate, all'interno del quale sicuramente, in questa fase storica, le preferenze vanno all'universo investment grade (in particolare fuori dagli Usa). Sostanzialmente, queste affermazioni confermano ciò che è emerso finora: le aziende più potenti e solide si pongono come colonne portanti della stabilità mondiale e, non raramente, godono di una fiducia ben maggiore rispetto alla loro nazione di origine.

## L'IMPORTANZA DELLA DIVERSIFICAZIONE

Questa logica di distacco dai bond delle capitali messe peggio informa anche l'approccio di **Benoit Anne**, senior managing director-strategy and insights group, di **Mfs Investment Management**: «Gli sviluppi degli ultimi mesi hanno dimostrato l'importanza della diversificazione, sia in termini di esposizione globale, sia per classe di attività. Le caratteristiche difensive dei titoli del Tesoro Usa sono in qualche modo indebolite. Negli Stati Uniti esistono alternative interessanti agli Ust, tra le quali Munis e Mbs. Anche il credito investment grade è ben posizionato tra le asset class a basso rischio. Tuttavia, se possibile, è importante anche implementare un portafoglio diversificato a livello globale: al di fuori degli Stati Uniti, i titoli di stato in euro possono offrire interessanti opportunità di diversificazione, così come i titoli Ig in euro».

## IL RUOLO DEL FATTORE QUALITÀ

Dall'altra parte, la cautela nei confronti dei rating più bassi corre in parallelo con quanto osservato fra gli investitori azionari, per i quali sicuramente il fattore qualità oggi gioca un ruolo molto importante. Il rischio, infatti, è che l'high yield finisce, in caso di crisi, per incrementare in maniera considerevole la propria correlazione rispetto ai listini equity, fenomeno spesso avvenuto in passato nei periodi di risk-off. Il tutto in cambio di un premio al rischio di certo non entusiasmante, anche se va detto che i rendimenti nominali e reali in termini assoluti sono meno scoraggianti. Pertanto, come spesso accade in questi frangenti, non bisogna sbagliare facendo di tutta l'erba un fascio, perché questa asset class è altamente idiosincratica non solo a livello di emittenti, ma anche di tipologie di debito disponibili, che a volte offrono un sorprendente grado di indipendenza statistica.

## NICCHIE HY DECORRELATE

Peraltro, è curioso che due diverse possibilità tese allo stesso scopo di diversificazione presentino un profilo per certi versi opposto. Per inquadrare la questione vale la pena volgere lo sguardo a due specifici commenti. Innanzitutto, **Alessandro Vitaloni**, senior portfolio manager di **Symphonie Sgr**, consiglia, fra le possibili soluzioni, di rivolgersi ai bond del settore finanziario: «In caso di avversione al rischio, riteniamo che l'high yield possa aumentare la correlazione con il mercato azionario, soprattutto se si verificasse uno scenario di forte rallentamento economico. La strategia per contenere la volatilità può essere, allora, investire sul credito di qualità con duration contenuta e, quindi, puntare sull'asset class dei subordinati finanziari, AT1 e LT2, che offrono il migliore rapporto rischio/rendimento e sull'asset class degli ibridi industriali, perché rappresentano settori meno vulnerabili al ciclo economico. In entrambi i casi, preferiamo titoli con duration contenuta per massimizzare il rendimento e minimizzare l'esposizione alla volatilità dei tassi di interesse».

## UN APPROCCIO PIENAMENTE FLESSIBILE

Dall'altra parte troviamo invece il team di analisti di **Bny**: «Adottare un approccio pienamente flessibile costituisce uno dei primi passi per cercare di ridurre la volatilità. Ciò significa che, qualora i mercati si trovino in una condizione di eccesso di paura o (al contrario) di esuberanza, un gestore ha disposizione la più ampia scelta di titoli mal prezzati. In linea generale, i rendimenti più interessanti nella nostra strategia attuale sono forniti dagli investment grade. Per complementare questa allocazione, però, abbiamo aggiunto anche alcune asset-backed security, in quanto offrono yield superiori a parità di rischio. Per quanto riguarda le fasce più basse dello spettro creditizio,



investiamo con grande selettività in alcuni high yield e leveraged loan. Abbiamo fiducia, infatti, nel nostro talento nello scegliere emittenti solidi e non ciclici e con potenziale di miglioramento del proprio rating». In pratica, è auspicabile collocarsi quanto più possibile in segmenti difensivi, scegliendo però strumenti il cui profilo Hy è determinato dalla subordinazione nella struttura del capitale di un gruppo di alta qualità versus invece l'esatto opposto nel caso dei leveraged loan.

## IL CONVENTO È POVERO, I FRATI BANCHETTANO

Non manca, inoltre, neppure chi vede i movimenti delle ultime settimane come un riallineamento delle quotazioni già interessante. Su questo specifico punto è esplicita l'analisi di **Gene Tannuzzo**, responsabile reddito fisso globale di **Columbia Threadneedle Investments**: «In vista della seconda metà dell'anno, riteniamo che vi siano opportunità nel settore del credito, in quanto gli spread si sono ampliati rispetto ai livelli storicamente ristretti. Per quanto riguarda le obbligazioni short-term, i differenziali sono passati da livelli record a livelli mediani storici. Anche le obbligazioni societarie investment grade hanno visto un allargamento, ma non in misura significativa rispetto alle medie di lungo periodo. Nel frattempo, i bond investment grade a più lunga scadenza rimangono costosi per ragioni tecniche: c'è una domanda sostenuta da parte degli investitori istituzionali unita a un'offerta limitata. Il movimento degli spread è stato più pronunciato nel mercato del credito corporate high yield, che è più sensibile, sia alla crescita economica, sia al sentimento di rischio. In particolare, le obbligazioni Hy di qualità superiore (rating BB e B) sembrano presentare opportunità interessanti, mentre siamo selettivi sul credito di qualità inferiore (obbligazioni ad alto rendimento con rating CCC), che rimane più vulnerabile a un'eventuale recessione economica».

## MENO CORRELAZIONE CON LE AZIONI

Una sintesi ricca di dati di tutte le suggestioni proposte finora viene fornita da **George Westerveld**, head of global high yield di **Aberdeen Investments**: «Prevediamo che la magnitudo di eventuali movimenti correlati tra il mercato high yield e quello azionario sarà attenuata per una serie di ragioni. In primo luogo, il mercato Hy è di qualità superiore rispetto al passato, grazie anche alla disponibilità dei finanziatori di private credit e leveraged loan a fungere da fonte primaria di liquidità per gli emittenti con rating più basso. Inoltre, il credito high yield dispone di un buffer integrato per i rendimenti totali grazie all'esposizione alla duration. Ciò dovrebbe, in teoria, attenuare l'impatto negativo di un contesto avverso al rischio, beneficiando dei rendimenti più bassi dei titoli di stato. Infine, con un rendimento del 7% circa per l'high yield globale in dollari, gli investitori vengono remunerati per aspettare in un contesto che non manca di incertezza. Questo rendimento corrente del 7% circa funge da protezione per i rendimenti totali in uno scenario di avversione al rischio in cui le azioni e gli spread creditizi si muovono all'unisono, favorendo un rendimento simile a quello azionario in un contesto di andamento laterale». In pratica, viviamo in un sistema in cui le aziende, anche quelle più fragili, sembrano avviate a un percorso storico di sempre maggiore solidità e ricchezza, a fronte, invece, di un settore pubblico in via di deterioramento.

## UNA TRASFORMAZIONE STORICA IN CORSO

Di conseguenza, vale probabilmente la pena considerare anche un tipo di strategia diversa, per affrontare il credito, rispetto a quanto elaborato finora. Invece di un portafoglio corporate essenzialmente incentrato sull'investment grade, con alcune aggiunte di qualità minore, si può pensare a una strategia che affronti il rischio con una logica barbell e altamente tattica, come, ad esempio, propone Paul Grainger, di Neuberger Berman: «A livello di fondamentali siamo positivi, sia sull'investment grade, sia sull'high yield, nonostante gli spread, che continuano a essere stretti. Ciò perché, sia la qualità dei bilanci, sia i rating dei membri di questa asset class sono migliorati. Anche se ci aspettiamo, comunque, che la volatilità continui a essere elevata, pensiamo che ogni allargamento dei differenziali di rendimento possa essere un'opportunità per aumentare l'allocazione in questo ambito. Il nostro suggerimento è investire in maniera consistente nei bond governativi core, sia per fare fronte ai timori di recessione, sia come fonte di liquidità da riposizionare negli high yield nel caso in cui gli spread dovessero ampliarsi».

Anche nell'obbligazionario, dunque, ritorna uno scenario di dualità fra una contingenza che consiglia una prudenza caratterizzata da governativi sviluppati ed emergenti dei più solidi, il debito dei titani corporate, alcune nicchie statunitensi (Abs, emissioni di enti locali, Tips) e un futuro in cui tornare a puntare su asset che in realtà stanno diventando sempre meno rischiosi.



**GENE TANNUZZO**  
responsabile reddito fisso  
globale  
**Columbia Threadneedle**  
Investments



*In vista della seconda metà dell'anno, riteniamo che vi siano opportunità nel settore del credito, in quanto gli spread si sono ampliati rispetto ai livelli storicamente ristretti*





**PAUL GRAINGER**  
senior portfolio manager on the  
global fixed income team  
**Neuberger Berman**



*Ci sono diverse ragioni, attualmente, per diversificare nei bond europei (...) Si potrebbe sostenere che il Vecchio continente presenta un maggiore grado di chiarezza, se paragonato con gli Usa, per quanto riguarda le politiche domestiche*



che induce a miti consigli da questo punto di vista. Alla fin fine, perché rischiare quando diversi bond con contenuta vita residua sono già in grado di offrire rendimenti reali più che decorosi? Non sorprendentemente, in un simile quadro, l'Europa è tornata a essere un'opzione decisamente interessante per ragioni che hanno a che fare con i più basici fondamentali a livello fiscale e monetario. Indicativo al riguardo il parere di **Paul Grainger**, senior portfolio manager on the global fixed income team di **Neuberger Berman**: «Ci sono diverse ragioni, attualmente, per diversificare nei bond europei. In particolare, il diverso po-



sizionamento all'interno del ciclo rispetto agli Stati Uniti e il fatto che vediamo un continuo aumento della domanda strutturale di strumenti del reddito fisso di questa parte del mondo. Si potrebbe sostenere che il Vecchio continente presenta un maggiore grado di chiarezza, se paragonato con gli Usa, per quanto riguarda le politiche domestiche. Queste caratteristiche favoriscono l'afflusso di capitali in Europa abbassando al contempo la volatilità della regione».

#### UN PARADIGMA OPPOSTO

Se nell'allocazione azionaria vi è un margine per tesi di investimento più sfumate, quando lo scopo è limitare i drawdown e stabilizzare i flussi pagati dai propri asset, un andamento del Pil nominale modesto, ma decente, è largamente preferibile a un'economia che rischia continuamente o gli eccessi inflativi o, al contrario, una recessione brutale nel caso in cui si tiri il freno a mano nei conti pubblici. Indubbiamente, la vitalità capitalistica statunitense induce a mantenere comunque una solida esposizione alla tecnologia locale, ma, all'estremo opposto dello spettro del rischio, se lo scopo è decorrelare il portafoglio, è

indispensabile seguire un paradigma completamente opposto.

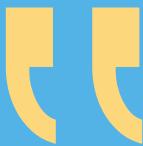
Non è strano, dunque, il desiderio di fuga da inflazione e mattane varie e assortite da parte di **Lars Conrad**, portfolio director fixed income di **Flossbach von Storch**, che, al pari di altri money manager, vede opportunità in economie sane, aperte e di dimensione limitata: «Per quanto riguarda le scadenze più lunghe, nei nostri fondi obbligazionari stiamo attualmente investendo volentieri in titoli indicizzati all'inflazione. In uno scenario in cui l'inflazione dovesse crescere strutturalmente per rendere sostenibile un forte indebitamento, questi titoli potrebbero fungere da cuscinetto. Da alcuni trimestri stiamo aumentando anche gli investimenti in altre aree valutarie, dove le obbligazioni sovrane offrono rendimenti comparabili, ma con un indebitamento significativamente inferiore, come avviene in Australia o in Nuova Zelanda».

#### LONTANI DA WASHINGTON

Alla base del ritorno di fiamma nei confronti degli emerging, risiede una logica in continuità rispetto a quanto espresso finora: posizionarsi il più possibile lontani da Washington. A suscitare il maggio-



**ANDREA CAMPISI**  
senior investment manager  
Pictet Asset Management



*I titoli in valuta locale dei mercati emergenti offrono per la seconda metà dell'anno una buona opportunità d'investimento*



re interesse sono, infatti, soprattutto le emissioni in valuta locale per il fatto di rappresentare, come sottolinea **Paul Saint-Pasteur**, gestore del team global fixed income di **Payden & Rygel**, l'estremo opposto dei guai occidentali, dei quali i Treasury sono la punta di diamante: «Poiché vari governi probabilmente adotteranno politiche fiscali più espansive e i rischi di crescita sono orientati al ribasso, preferiamo il segmento a breve termine delle curve dei rendimenti governativi, evitiamo le scadenze più lunghe e ci posizioniamo su curve più ripide. Infine, le correlazioni tra le obbligazioni dei mercati sviluppati restano elevate e le dinamiche di curva piuttosto simili, con rendimenti brevi in calo e pressioni sul lungo. In questo scenario, l'inserimento selettivo di obbligazioni locali dei mercati emergenti,

meno correlate ai Treasury, può offrire ulteriore diversificazione».

Detto ciò, ovviamente non si deve dimenticare che questa asset class è grandemente variegata: oltre a livelli di sviluppo estremamente eterogenei, gli emergenti si caratterizzano, infatti, per fondamentali a volte diametralmente opposti. Anche all'interno di questo universo, dunque, conviene diversificare, esponendosi a driver di crescita fra loro molto diversi. In questo contesto, si può identificare una tesi di investimento prevalentemente asiatica. **Andrea Campisi**, senior investment manager di **Pictet Asset Management**, ne spiega la logica, ossia andare a cercare valute, obbligazioni sovrane e credito di realtà oggi sufficientemente solide e al riparo dall'inflazione, in grado, quindi, di attuare scelte monetarie accomodanti a fronte di un eventuale ritorno della crisi dei dazi: «I titoli in valuta locale dei mercati emergenti offrono per la seconda metà dell'anno una buona opportunità d'investimento. Il rischio di contrazione economica del 2025 è caratterizzato dall'entrata in vigore delle tariffe, i cui effetti perversi potrebbero avvantaggiare aree come Asia e America Latina. Il calo dell'export, non direttamente rimpiazzato dalla domanda interna, forzerebbe i produttori ad abbassare i prezzi, con il conseguente calo dei tassi e dei rendimenti obbligazionari. A sostegno dell'asset class, vi sono quindi elementi macro, tecnici e di valutazione. Dal punto di vista macro, il trend disinflazionario locale favorirebbe la duration e dal punto di vista tecnico l'asset class è stata oggetto di deflussi da parte degli investitori esteri in tutta la prima parte dell'anno, deflussi che appaiono oggi stabilizzati, riducendo quindi il rischio di maggiore volatilità».

#### L'IPOTESI LATAM

Il richiamo all'America Latina di Campisi non è però casuale, perché nel reddito fisso molte di queste realtà presentano qualità di primaria importanza. L'analisi proposta da diversi gestori permette di mettere a fuoco meglio questa affermazione. Cosimo Marasciulo, di Amundi Sgr, spiega: «L'impatto negativo dei recenti annunci tariffari sull'economia statunitense aumenta, sia i rischi di recessione negli Stati Uniti, sia le aspettative di un inde-

bolimento del dollaro. Se a ciò si aggiunge la stabilità dei prezzi delle materie prime, riteniamo che le valute dei mercati emergenti dovrebbero rimanere resilienti. Tuttavia, un ritardo nei tagli dei tassi da parte della Fed, a causa dell'attenuarsi dei timori di recessione, potrebbe ridurre lo spazio di manovra per un calo dei tassi dei mercati emergenti. Di conseguenza, preferiamo i paesi esportatori di materie prime ad alto rendimento che potrebbero offrire un margine di sicurezza (cosiddetto "buffer di carry") nel caso in cui i tagli della Fed dovessero essere ritardati. I tassi locali brasiliani sono interessanti, con la Banca Centrale del Brasile probabilmente alla fine del suo ciclo di rialzi a fronte di un rallentamento dell'inflazione».

Una tesi simile, incentrata sulla ricerca di tassi reali elevati nel continente americano, viene esposta anche da **Jacques Hirsch**, fund manager di **Carmignac**: «Il principale fattore favorevole per gli asset dei mercati emergenti (Em) nell'attuale contesto è la debolezza del dollaro statunitense. Inoltre, diverse aree all'interno degli Em, come il Brasile, offrono rendimenti reali interessanti. In questo scenario, abbiamo un'esposizione all'America Latina tramite debito estero e locale. Abbiamo, inoltre, costruito strategie di carry utilizzando valute dei mercati emergenti in paesi dove i tassi d'interesse restano elevati, come il peso messicano».

#### UNA DUALITÀ CHE SI RIPETE

In pratica, con queste scelte ci si può coprire dal rischio di shock stagflativi che abbiano come origine le commodity, mentre il reddito fisso asiatico ed europeo si configurano come una buona opzione per affrontare la guerra commerciale e gli spasmi fiscali di Washington. L'ipotesi Latam è in effetti quasi perfetta in questo scenario: le economie locali beneficiano dall'ascesa dei corsi delle risorse naturali e, al contempo, partono da una base di tassi reali già consistenti. In un certo senso, viene riprodotta anche all'interno dell'universo Em la dualità rilevata in precedenza fra gli sviluppati: l'Asia presenta una crescita del Pil più solida, con una dinamica di produttività e consumi interni che la pongono come l'area leader nell'azionario al di fuori dell'insieme sviluppato. In ambito fixed income, però, conviene muoversi con una logica meno ossessionata dalla crescita strutturale.

# In attesa del Nuovo mondo cinese, europeo ed emergente

di Boris Secciani

**Gli eventi che hanno caratterizzato gli ultimi anni, hanno fatto emergere una serie di contraddizioni da utilizzare per affrontare i possibili momenti peggiori che si potrebbero palesare. Ci sono diversi elementi che fanno ipotizzare la fine di un'epoca in cui la sovraperformance dell'equity statunitense era il tratto caratterizzante. Ciò non significa ignorare in toto l'universo azionario americano, ma è indubbio che, in attesa che si prefiguri il nuovo mondo, l'interesse nei confronti dell'Europa e dei paesi emergenti, Cina inclusa, sta aumentando. Allo spostamento geografico se ne aggiunge anche uno settoriale, con finanza e telecom, considerati come driver**

**del nuovo consumo globale. Anche per l'azionario, la parola d'ordine è diversificazione**

Nell'introduzione si è visto che la struttura delle correlazioni è tutt'altro che stabile, con una marcata intensificazione proprio quando si alzano le necessità di diversificare. Il problema appare drammatico e di incerta risoluzione, soprattutto quando c'è di mezzo la bestia inflativa, che tende a indurre crisi che amplificano le correlazioni non solo all'interno dell'equity, ma anche nei confronti del reddito fisso. Uno sviluppo che lascia spazi strettissimi e che viene descritto da **Andrea Delitala**, head of euro multi asset di **Pictet Asset Management**: «È abbastanza tipico che, all'interno di una classe di investimento, gli shock si-

stemici provochino commovimenti simili da parte dei titoli appartenenti alla stessa tipologia di attivo (azionaria od obbligazionaria): in queste circostanze, il fattore sistematico "comune" prevale sugli elementi idiosincratici che normalmente differenziano l'andamento all'interno degli indici finanziari. Dal punto di vista della costruzione di portafoglio, tuttavia, è ancora più complesso affrontare gli shock di correlazione tra categorie di attivo, piuttosto che al loro interno. Ciò perché quelli sono i momenti in cui una strategia ben diversificata perde il beneficio che di norma consente di contenere la volatilità complessiva del portafoglio abbracciando titoli differenziati per struttura del capitale (di rischio o di debito). È quindi importante cercare di anticipare il regime di correlazione tra attivi nell'analisi di scenario che sempre deve guidare le scelte allocative: lo studio di questi regimi, la cui frequenza è certamente aumentata dal 2022, ci fa riconoscere negli impatti stagflativi i principali responsabili di questi "shock di correlazione". L'inflazione senza crescita è la cornice macroeconomica più sfidante per l'asset allocation».

## GLI ASSET RISCHIOSI TENGONO

Di fronte a parole di questo genere, il primo istinto probabilmente è chiedersi se valga la pena considerare opzioni così catastrofiste. Alla fin fine la miscela fatta di debolezza economica e persistenza delle spinte sui prezzi è piuttosto rara, al punto che i mercati sembrano avere superato il momento di terrore puro dello scorso aprile. In pratica, il mondo sta ancora tirando un sospiro di sollievo dopo avere visto con i dazi la morte in faccia. Neppure il conflitto con l'Iran, al momento fermato da una fragile tregua, sembra che abbia scalfito più di tanto la tenuta degli asset rischiosi. Il Brent ha toccato livelli sopra i 78 dollari al barile in luglio. Tale quotazione rappresenta un rialzo di oltre il 30% dai minimi di aprile. Il greggio, però, è tuttora impelagato in un bear market triennale ed è a malapena positivo nel 2025.

## TROPPE MINACCE

Il problema è che le minacce sono troppe, troppo variegate e fra loro legate in maniere altamente non lineari per potere semplicemente fare finta che quanto accaduto di recente sia stato solo un irrazionale attacco di panico temporaneo. **Jacques Hirsch**, fund manager di **Carmignac**, afferma: «Dall'inizio dell'anno, abbiamo os-



servato un numero insolitamente elevato di giornate in cui le azioni statunitensi, i Treasury e il dollaro sono scesi contemporaneamente, un fenomeno che non si verificava con questa intensità dal 1988. Questo schema raro mette in evidenza la fragilità della diversificazione tradizionale nell'attuale contesto di mercato. Guardando avanti, riteniamo che le incertezze politiche e geopolitiche persistenti, le valutazioni elevate degli asset rischiosi e il continuo aumento dei tassi di interesse, alimentato da timori legati ai disavanzi e al rischio di crisi di fiducia, possano nuovamente generare forti tensioni nei mercati. In uno scenario del genere, i titoli più vulnerabili sarebbero probabilmente quelli con valutazioni ormai elevate».

Al contempo, però, si sbaglierebbe ad abbandonarsi alla disperazione di fronte a una realtà che fino a pochi anni fa sarebbe sembrata pura fantascienza: proprio l'eterogeneità dei problemi attualmente coesistenti ha il paradossale effetto di generare diverse nicchie di sovrapreformance all'interno del mercato azionario e al di fuori di esso. Grazie alle contraddizioni della nostra epoca, è infatti possibile riuscire a limitare i danni nei momenti peggiori, condizione necessaria poi per una ripartenza, in maniere, come vedremo, sorprendenti.

## COME POSIZIONARSI?

A questo punto va però introdotta un'altra questione, che è fondamentale per costruire una strategia in grado di navigare in queste acque: come posizionarsi per sfruttare i cambiamenti dopo la tempesta? In generale, infatti, le crisi finanziarie, a parte alcune rilevanti eccezioni, tendono a durare molto meno delle recessioni economiche che si portano dietro. Di solito, l'avvio di stimoli monetari innesca una marcata risalita delle quotazioni, mentre il Pil si sta ancora contraendo. Al tempo stesso, gli effetti dei crolli si riverberano molto a lungo sotto forma di una ripresa che raramente assume i contorni del passato. I bull market presentano una maggiore dispersione dei rendimenti e, di conseguenza, i mercati orso possono essere letti come la transizione verso un nuovo regime di diversificazione. In pratica, nell'approccio a quest'ultimo concetto è necessario pensare, sia alla sopravvivenza immediata, sia a un dopo di maggiore respiro.

Diversi elementi, peraltro, fanno capire che un'epoca sta giungendo alla conclusione. Anni di sovrapreformance statunitensi non sembrano più ripetibili, quanto meno nei termini che abbiamo conosciuto nell'ultimo quindicennio: il problema è capire come e quando il nuovo paradigma emergerà con decisione. Innanzitutto, vale la pena di partire da un semplice fatto: per certi versi, il caos medio-orientale

# Fuga in Europa e negli emergenti

Ai problemi interni della super-potenza regina dell'Occidente si aggiunge un riposizionamento relativo delle economie dell'Ue. Al riguardo **Enguerrand Artaz**, strategist di **La Financière de l'Echiquier**, evidenzia che in un sistema non più drogato dagli stimoli statunitensi, e quindi dall'andamento macro strutturalmente più basso, il premio rispetto alle attività europee non avrebbe più molto senso, dato che il Vecchio continente non occuperebbe più il ruolo di brutto anatroccolo in perenne stagnazione: «Riteniamo che altri mercati azionari possano sovrapreformare gli Stati Uniti in caso di grave rallentamento dell'economia, grazie a valutazioni molto più basse e a fondamentali con un andamento migliore. Ciò è particolarmente vero per l'Europa. La ripresa è per ora modesta, ma i piani di stimolo, in particolare in Germania, dovrebbero consentire di superare la crescita potenziale nei prossimi trimestri. Allo stesso tempo, è probabile che negli Stati Uniti si verifichi l'effetto opposto. Inoltre, la Banca Centrale Europea è prossima ad adottare un atteggiamento accomodante, mentre la Fed probabilmente manterrà una politica attendista ancora per diversi mesi. Infine, le riserve dei consumatori sono molto elevate in Europa (il tasso di risparmio delle famiglie è ancora molto alto), mentre sono quasi esaurite negli Stati Uniti».

## MAGGIORE VARIETÀ DI TEMI

Non si può peraltro fare a meno di notare che da questo lato dell'Atlantico è possibile trovare una maggiore varietà di temi, nonostante listini di dimensioni neppure vagamente paragonabili a quelli degli Usa per capitalizzazione, che forniscono una naturale diversificazione con varie tesi di investimento. Queste ultime spaziano dal value ciclico a società estremamente difensive, destinate a godere del vantaggio comparativo di una politica monetaria da parte della Bce estremamente lassista, per arrivare a nomi squisitamente growth. Sintomatica l'analisi di **Julie Dickson**, investment director di **Capital Group**: «I mercati europei hanno iniziato il 2025 con slancio (al 31 maggio 2025), con le azioni sostenute da una rotazione dai titoli tecnologici statunitensi a grande capitalizzazione verso aree sottovalutate, tra cui alcune regioni al di fuori degli Stati Uniti e settori quali l'industria, la finanza e le società che distribuiscono dividendi. In prospettiva, un cambiamento di rotta da parte dei responsabili politici europei verso la domanda interna e gli investimenti incentrati sulla sicurezza potrebbero segnare una svolta decisiva rispetto al passato, segnalando un cambiamento strutturale significativo. Gli indici azionari della regione presentano una concentrazione inferiore rispetto a quelli statunitensi e offrono una maggiore diversificazione. Grazie alla leadership in alcune tecnologie green, l'equity europeo ha una potenziale resilienza in un contesto di volatilità globale, nonostante permanga una certa incertezza sui dazi».

## CONSENSUS POSITIVO PER CINA ED EM

Dall'altra parte è difficile ricordare, nel recente passato, un'altra epoca con un simile livello di consensus positivo nei confronti dell'azionario emergente, a partire dalla Cina. Quest'ultima, probabilmente, ha riavviato la propria lunga marcia di incremento dei consumi dal forte contenuto tecnologico. Il tutto, come ricorda **Marco Midulla**, head of mutual funds di **Symphonie**, a quotazioni ai limiti dell'incredibile: «Al momento l'area geografica dove vediamo più valore è la Cina. Soprattutto la parte tech del mondo cinese, in cui risaltano alcune aziende all'avanguardia che presentano tassi di crescita attesi attraenti, tratta  $<10x$  P/E e non sono indebite». Un parere simile viene espresso anche da Enguerrand Artaz, di **La Financière de l'Echiquier**: «A nostro avviso, anche il mercato cinese potrebbe sovrapreformare, grazie a valutazioni ancora interessanti, a un settore tecnologico dinamico e a una graduale ripresa della fiducia e della propensione al consumo delle famiglie».

## EQUITY EMERGING IN VANTAGGIO

Nel resto del mondo in via di sviluppo, il grande tema della domanda della crescente classe media si traduce in una serie di scelte che per certi versi appaiono all'estremo opposto rispetto a quanto visto nell'era che va dalla seconda metà degli anni '10 ai primissimi anni '20. In questo comparto, vale la pena ascoltare le proposte di **Karin Kunrath**, chief investment officer di **Raiffeisen Capital Management**: «Nonostante l'andamento altalenante delle azioni statunitensi e le continue incertezze legate alla politica commerciale Usa, i mercati emergenti hanno mantenuto un vantaggio in termini di performance dall'inizio dell'anno. Inoltre, la valutazione fondamentale di questi mercati resta favorevole, soprattutto per quanto riguarda settori come le telecomunicazioni e la finanza. Tutto ciò lascia intendere che, in un contesto di indebolimento della crescita globale, i mercati emergenti potrebbero sovrapreformare rispetto a quelli più sviluppati, in particolare agli Stati Uniti».

rappresenta una forza che spinge nella direzione del ritorno all'antico rispetto alle suggestioni sviluppatesi nei primi mesi del 2025. Allo stato attuale, infatti, una crisi endogena della tecnologia Usa non dovrebbe essere dietro l'angolo, nonostante il probabile eccesso di investimenti in diverse branche dell'Ai e il loro non irrilevante impatto sui free cash dei protagonisti del Nasdaq. Al tempo stesso, gli investitori credono che una qualche forma

di coesistenza, seppure sub-ottimale, a livello commerciale con l'amministrazione Trump sia possibile, mentre si fa conto sull'influenza di Scott Bessent e sul rigore di Jerome Powell per tenere a bada le marcate pulsioni, tese all'irresponsabilità fiscale e monetaria, che aleggiano dalle parti di Washington.

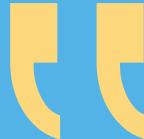
## MISERIE E SPLENDORI USA

La guerra con l'Iran, dunque, ci riporta a uno

scenario di esportazione delle crisi da parte degli Stati Uniti, in cui a pagare il conto sono soprattutto i paesi manifatturieri di Asia ed Europa, dipendenti da un oro nero a prezzi ragionevoli e dalle vendite all'estero. Non a caso, nella seconda metà di giugno, il biglietto verde ha riacquistato una certa forza, un dato che complica sicuramente l'approccio semplicistico incentrato sul semplice diversificare al di fuori di Wall Street. Questa



**ROBERT GRIFFITHS**  
global equity strategist  
**L&G**



*Al di fuori del petrolio,  
l'impatto sui mercati è  
stato finora contenuto, ma  
qualsiasi escalation potrebbe  
chiaramente mettere in  
discussione questa visione*



dualità fra le sempiterne crisi del mondo in via di sviluppo e la novità del caos statunitense sono esposte con grande lucidità da parte di **Robert Griffiths**, global equity strategist di **L&G**: «Ci sono soprattutto due eventi possibili che possono scatenare una nuova ventata di avversione al rischio. Il primo è che il periodo di sospensione dei tassi termini il prossimo 9 luglio, una data che si fa sempre più vicina e con un solo accordo commerciale che, fino a oggi, è stato ufficialmente siglato: quello con il Regno Unito. Qualora nessun'altra intesa fosse raggiunta, l'amministrazione statunitense potrebbe decidere di aumentare la pressione sui partner commerciali attraverso la minaccia di tariffe sempre più elevate, innescando una replica di ciò che si è già osservato lo scorso aprile. Il secondo fattore riguarda il rischio connesso alle ostilità tra Iran e Israele. Al di fuori del petrolio, l'impatto sui mercati è stato finora contenuto, ma qualsiasi escalation potrebbe chiaramente mettere in discussione questa visione». (N.d.r.: contributo raccolto prima dell'8 luglio).

A fronte di queste parole, non sorprendono le previsioni proposte dallo stesso Griffiths: «La sovrapreperformance delle azioni statunitensi, in caso di rallentamento economico, dipende in realtà dai fattori che determinano tale rallentamento. Se fosse innescato da un'impennata dei prezzi del petrolio e del gas naturale, sarebbero più

probabilmente l'Europa e la Cina a soffrire di più rispetto agli Stati Uniti, che sono pressoché indipendenti dal punto di vista energetico. Al contrario, l'esito peggiore per gli States sarebbe un calo dell'entusiasmo per l'intelligenza artificiale, dovuto a un ulteriore rallentamento nei progressi degli LIm o alla difficoltà delle aziende a trasformare gli investimenti in conto capitale dei data center in ricavi incrementali. Questo non è il nostro scenario di base, ma è l'esito che forse più assomiglia al crollo delle dotcom del 2000, quando gli Stati Uniti registrarono una performance sostanzialmente inferiore alle aspettative».

#### **UNA MAPPA DELLE MINE**

Il ragionamento appena elaborato ha il pregio di indicare una possibile mappa delle mine made in Usa: essenzialmente il combinato di una politica dei dazi aggressiva e di instabilità fiscale farebbe scattare (di nuovo) la fuga dagli asset locali. Difficilmente la Federal Reserve interverrebbe come in passato a causa degli effetti, almeno immediati, chiaramente stagflativi del tutto. Il Paese si troverebbe con una recessione che verrebbe probabilmente aggravata dalla necessità di riportare ordine nei conti pubblici, un costo del denaro proibitivo e un mercato azionario caro e dall'elevata duration. Dovendo sintetizzare, i grandi investitori istituzionali sono

disposti a concedere ancora tempo per andare a vedere dove finirà la scommessa dell'intelligenza artificiale, a patto, però, di avere a che fare con un quadro istituzionale decoroso.

#### **LA FORZA DEI COLOSSI USA**

Di conseguenza, quale stock picking è consigliabile adottare per superare in qualche modo questo 2025? Alla luce di quanto detto, conviene sicuramente limitare l'overweight sui colossi della tecnologia americani, evitando però di farsi prendere da un eccesso di pessimismo nei loro confronti. La loro posizione di quasi monopolio ha infatti portato le loro azioni a mostrare un limitato grado di volatilità negli ultimi anni. Queste caratteristiche, nonostante il premio growth attribuito a tali gruppi, forniscono una chiara capacità di decorrelazione nello scenario

per così dire antico, esemplificato dal caos persiano che ha provocato effetti quasi opposti rispetto alla stagflazione endogena del nuovo corso trumpiano. Le qualità dei colossi di Wall Street vengono ricordate da **Martin Todd**, portfolio manager, sustainable global equity fund di **Federated Hermes**: «Nel caso di una contrazione globale è lecito aspettarsi un maggiore potenziale di ribasso da parte delle azioni statunitensi, a causa del fatto che partono da corsi decisamente elevati. Allo stesso tempo, le mega-cap locali sono tipicamente aziende piene di liquidità, difensive e con una scala dei loro business che permette loro di estendere il loro vantaggio competitivo, specialmente nei momenti in cui i concorrenti di minore dimensione sono sotto pressione».

Non bisogna in pratica dimenticarsi che stiamo parlando delle big-tech, cioè aziende immense che sono ormai oligopolisti naturali, non lontanissimi per certi versi dal modello utility, ma con margini e potenziale di crescita tuttora inusitati. Un altro effetto collaterale della stagflazione è la ricerca della qualità, a scapito di bilanci a maggiore leva. Indicative, al riguardo, le scelte di Marco Midulla, di Symphonia Sgr: «Il fattore che, secondo noi, potrebbe portare a una pressione negativa sugli asset rischiosi è principalmente l'inflazione. Le recenti tensioni tra Israele e Iran, innestate in un contesto già molto teso del Medio Oriente, stanno facendo salire notevolmente il prezzo del petrolio, che, se spinto all'estremo, può riportare pressione inflativa».

## SMALL CAP IN DIFFICOLTÀ?

Ragionamenti, come si può intuire, che sono familiari a chiunque abbia seguito (anche distrattamente) l'andamento dei mercati nell'ultimo decennio: un ruolo dominante l'hanno avuto e potrebbero continuare ad averlo i colossi a scapito di realtà di minore dimensione e con bilanci meno solidi. In qualche maniera, dunque, non ci sarebbe da stupirsi di riprendere a vedere, in barba alle teorie accademiche, ancora per un certo tempo una meno solida performance da parte delle small cap. Cautela verso i piccoli evidenzia anche **Matt Bance**, solutions strategist & portfolio manager di **T. Rowe Price**: «Non abbiamo dubbi che la Fed avvii un ciclo di tagli dei tassi d'interesse nel caso in cui il mercato del lavoro mostri segnali significativi di debolezza, poiché ciò sarebbe percepito come un impulso disinflazionario. Tuttavia, i tagli potrebbero arrivare più tardi ed essere meno incisivi se il contesto inflazionario fosse più favorevole. Ciò potrebbe aggravare l'inevitabile inasprimento delle condizioni finanziarie che accompagna qualsiasi contrazione economica e accentuare la debolezza dell'economia. Sebbene le valutazioni elevate siano in parte spiegate dal continuo cambiamento nella composizione settoriale del mercato azionario statunitense e dalla propensione alla qualità mostrata da molti dei suoi principali componenti, riteniamo che ciò sia più che adeguatamente riflesso nei prezzi dei listini. Di conseguenza, riteniamo che il rapporto rischio/rendimento del mercato sia sfavore-

vole in questo momento e manteniamo un leggero sottopeso sulle azioni statunitensi nel loro complesso. All'interno del mercato equity Usa, preferiamo i titoli a grande capitalizzazione rispetto a quelli minori».

## L'IPOTESI OIL&GAS

Detto ciò, bisogna anche tenere a mente che quanto accaduto nel 2022 è ancora fresco nella memoria e potrebbe verificarsi ancora qualcosa di simile. Pertanto la tesi che le mega cap dominanti nei settori del futuro siano dotate di caratteristiche difensive naturali funziona, ma fino a un certo punto. Visti i chiari di luna, un minimo di esposizione anche all'oil&gas probabilmente male non fa, visti anche i corsi contenuti che l'equity legato a questa nicchia spesso offre. Su questa linea si muove Martin Todd, di Federated Hermes: «Il quadro geopolitico e, in particolare, la situazione fra Israele e Iran, potrebbero fare scattare un'altra correzione. Nel caso, le azioni ad alto beta risulterebbero particolarmente colpite, mentre probabilmente i titoli petroliferi terrebbero meglio, date le potenziali conseguenze sull'offerta di greggio e gas».

## IL NUOVO MONDO

Nel frattempo, comunque, quasi tutti si stanno preparando al nuovo mondo che sembra avere due leit motiv dominanti: Europa e Cina, con in più un abbondante tocco di emergenti in gran parte asiatici. Il messaggio, forte e chiaro, che sta arrivando è che già adesso è necessario posizionarsi per un cambio epocale sull'equity globale, anche al netto dell'ennesima crisi mediorientale che colpirebbe meno gli Stati Uniti. I problemi di questi ultimi, infatti, sembra che si stiano aggravando al punto da annullare i non pochi vantaggi competitivi che gli Usa ancora detengono. Fa una certa impressione trovare un quadro di mercato, come quello di Karin Kunrath, di Raiffeisen Capital Management, in cui la domanda domestica al di là dell'Atlantico potrebbe trasformarsi in una palla al piede, invece che un pilastro del Pil della Terra: «Le tensioni commerciali persistenti e l'elevata incertezza macroeconomica, aggravate dall'imprevedibilità della politica economica statunitense, rappresentano i principali elementi che potrebbero causare nuove turbolenze sugli asset rischiosi nei prossimi mesi. Sebbene i mercati abbiano risposto con sorprendente ottimismo al rinvio temporaneo dei dazi annunciati dagli Stati Uniti, questa reazione sembra poggiare su una fidu-

*Nel caso di una contrazione globale è lecito aspettarsi un maggiore potenziale di ribasso da parte delle azioni statunitensi, a causa del fatto che partono da corsi decisamente elevati*



**MARTIN TODD**  
portfolio manager,  
sustainable global equity fund  
Federated Hermes

# Infrastrutture sì, ma di serie A

Le azioni a maggiore capitalizzazione, direttamente o in senso lato, si caratterizzano spesso per essere parte di una grandiosa storia di trasformazione infrastrutturale. Quest'ultimo comparto offre caratteristiche intrinseche che fanno sempre comodo per attutire le recessioni di qualsiasi genere, come specifica Marco Midulla, di Symphonia: «I gruppi infrastrutturali sono società uniche, che operano in monopolio o semi-monopolio e solitamente hanno una regulation che permette di proteggere dall'inflazione».

## LEGAME CON I GRANDI TEMI TECH

Inoltre, il settore si interseca in maniera chiara con i grandi temi tecnologici di oggi, che richiedono investimenti enormi e stabili nel corso degli anni, allo scopo di costruire una spina dorsale fisica gigantesca per gestire un volume di dati inimmaginabile anche solo un quinquennio fa. Interessante, ad esempio, il discorso di **Nicolas Janvier**, responsabile azionario Usa ed Emea di **Columbia Threadneedle Investments**: «Tenuto conto delle turbolenze di mercato, vediamo interessanti opportunità nell'energia nucleare. Il governo britannico ha confermato un investimento di 14,2 miliardi di sterline in Sizewell C per la costruzione di una nuova centrale nucleare e ha nominato Rolls-Royce come offerente preferito per il primo reattore modulare di piccole dimensioni del Regno Unito. Altrove, negli Stati Uniti, continuano ad arrivare accordi nucleari annunciati dalle Big tech per alimentare l'intelligenza artificiale: Meta ha firmato un'intesa con Constellation Energy per acquistare energia da una centrale nucleare in Illinois per 20 anni. Queste iniziative sono l'ultima prova dell'impulso all'energia nucleare che si traduce in un aumento degli investimenti dedicati a questo tema».

## CARATTERE GROWTH

Questa rinnovata spinta ad aggiornare lo stock di capitale fisico sta però creando un nuovo fenomeno che altera il profilo tipicamente difensivo del settore: il fatto che alcuni progetti stanno assumendo un carattere growth, proprio perché sono legati alle nuove tecnologie, mentre in altri casi l'impressione è che le infrastrutture rappresentino segmenti declinanti dell'economia. Tom Barker, di Ark Invest Europe, fornisce qualche dettaglio in più a questo ragionamento: «A nostro avviso le infrastrutture sostenibili offrono il migliore profilo di rischio/rendimento, dal momento che si concentrano sulla generazione di crescita di lungo periodo bilanciandola con obiettivi ambientali e sociali. Nel corso delle turbolenze di mercato sperimentate quest'anno, le aziende infrastrutturali quotate hanno mostrato cali limitati, con un livello di volatilità inferiore rispetto ai principali indici azionari. Gli investitori sono stati ricompensati con un profilo di crescita difensivo e stabile nel corso di condizioni particolarmente sfidanti. La nostra ricerca in particolare mostra significative opportunità nelle cosiddette infrastrutture sociali (ad esempio, le case di cura, necessarie per fare fronte al processo di invecchiamento), in quelle digitali (i network di telecomunicazioni e quelli per l'intelligenza artificiale) e, infine, in quelle necessarie ai trasporti. In quest'ultimo campo guardiamo con attenzione alle stazioni di ricarica dei veicoli elettrici e alle ferrovie moderne. All'opposto i progetti infrastrutturali focalizzati sui combustibili fossili sono caratterizzati da un minore tasso di crescita sul lungo periodo. È interessante notare che quest'anno hanno sottoperformato, dal momento che la Casa bianca sta perseguitando politiche di espansione dell'offerta di petrolio e di riduzione del prezzo di quest'ultimo. Alla fine ciò andrà a pesare negativamente sui profitti del settore energetico».

cia forse eccessiva nella natura tattica delle mosse dell'amministrazione americana. In realtà, il contesto economico si è deteriorato: le catene di approvvigionamento sono state compromesse, la fiducia dei consumatori è in calo a causa delle attese di inflazione e le imprese devono fare fronte a una crescente pressione sui margini. A tutto ciò si aggiunge il rischio che gli Usa entrino in una fase di stagnazione o addirittura in recessione, possibilità che, se dovesse concretizzarsi, potrebbe avere effetti a catena sull'economia globale. In questo scenario, è probabile che le azioni più esposte all'economia interna statunitense o più sensibili al ciclo economico risultino particolarmente vulnerabili».

## OCCHIO A NON ESAGERARE

Non si tratta solo di uno spostamento geografico radicale, ma anche settoriale con finanza e telecom: fino a non molto tempo fa erano considerati segmenti gravati da pia-

ghe come un impianto regolatorio pesante e necessità di capex sempre più onerose, ma oggi vengono identificati come driver del nuovo consumo globale. Però attenzione: non bisogna fare l'errore, inseguendo la decorrelazione a causa dei punti di domanda che si ergono minacciosi all'orizzonte, di trattare gli Stati Uniti come appestati. Non si può tralasciare il fatto che si tratta di una nazione estremamente contraddittoria, dove decenni di politica pessima si accompagnano a un tessuto aziendale incredibile. Di conseguenza, non vi sarebbe neppure da stupirsi troppo se il paradigma che oggi gode di maggiore consensus, ossia la prosecuzione di una certa forza tattica degli asset americani a fronte però di un passaggio di regime strutturale, alla fine si rivelasse errato e l'opposto, invece, la scelta giusta. L'analisi di **Tom Barker**, product specialist di **Ark Invest Europe**, è sicuramente in questo momento anticonformista e proprio per

questo motivo da ascoltare con attenzione: «È possibile che di fronte a una contrazione economica altri mercati con valutazioni più modeste facciano meglio. L'azionario Usa, però, si caratterizza per corsi più alti, grazie alla presenza di fattori strutturali: mercati dei capitali più profondi, un'alta concentrazione di società innovative e un robusto livello dei profitti. Di conseguenza, se listini più economici possono presentare un potenziale di rialzo tattico, il premio valutativo statunitense riflette una forza intrinseca. Non vediamo nel breve periodo alcuna prospettiva di cambiamento di questi fondamentali».

In definitiva, dunque, va bene l'Europa con le sue industrie, va bene la tecnologia cinese e il folle consumismo cui si lega, vanno bene la crescita della classe media mondiale e le materie prime. Occhio, però, nella propria furia diversificatrice, a dare per perso l'impero capitalistico per eccellenza.

# Un'opportunità per l'Eurozona

a cura di Pinuccia Parini

Se l'Eurozona abbia raggiunto o stia raggiungendo un punto di svolta è un tema fuor di dubbio appassionante. L'incertezza che soffia dagli Stati Uniti sta forse diventando un vento di coda perché il Vecchio continente torni finalmente ad avere un ruolo. A parlare di questi temi è **Henry Cook**, senior european economist di **Mufg**.

**Si discute molto di Europa e del nuovo interesse che si sta riversando anche sui mercati finanziari. Ritiene che ci siano valide ragioni, da un punto di vista macroeconomico, per questo crescente ottimismo?**

«Per molto tempo, da un punto di vista economico, gli Stati Uniti hanno sovraperformato l'Europa. È una narrazione che si sente ormai da tempo. Adesso, in una certa misura, la situazione sta cambiando, visto che l'America sta conoscendo un rallentamento ciclico, dopo una crescita sopra il trend negli anni recenti, esacerbata dalle volatili decisioni di politica commerciale. I dazi avranno sicuramente un impatto ne-

gativo sull'attività del Vecchio continente, almeno nel breve periodo, ma credo che lo scenario di fondo sia incoraggiante. Penso che, se non ci fosse stata l'incertezza delle tariffe, la ripresa ciclica del settore manifatturiero europeo sarebbe stata più sostanziosa dopo un lungo periodo di debolezza. In aggiunta, c'è una riforma fiscale tedesca di grande portata. I dettagli non sono ancora noti su come e quando le risorse saranno allocate, ma il focus sulle infrastrutture sarà particolarmente costruttivo, perché, se usato saggiamente, avrà effetti positivi sui guadagni di produttività nel lungo termine. Ci sono molte opportunità che potrebbero essere facilmente colte dopo anni di sottoinvestimenti».

**Quali sono le aspettative di Mufg per la crescita in Europa?**

«Ci attendiamo che il Pil americano rallenti bruscamente da +2,8% del 2024 a +1,5% nel 2025. Nell'Eurozona, dall'altro lato, pensiamo che l'attività economica rimanga stabile intorno a +0,9% per quest'anno, un livello simile a quello precedente. Ma ci terrei a sottolineare che l'aspetto



**HENRY COOK**  
senior european economist  
**Mufg**

interessante della situazione non è tanto la convergenza dei trend, ma quanto sta avvenendo effettivamente in Europa e le prospettive future. Rimaniamo cautamente ottimisti sulla crescita dell'area euro: il mercato del lavoro è resiliente e il budget tedesco, nel 2026, dovrebbe avere effetti positivi a macchia d'olio per il Continente. Inoltre, c'è la politica monetaria che funge da sostegno al quadro generale, visto che la Bce è ritornata in territorio neutrale per quanto riguarda i tassi d'interesse, che, a nostro parere, potrebbero essere ulteriormente abbassati».

**Sino a non molto tempo fa, però, c'erano diverse preoccupazioni sull'Europa: dalla crescita anemica della Germania alla delicata situazione della finanza pubblica della Francia. Per non parlare di altre criticità legate al Vecchio continente, come quelle di natura politica. Ci si è dimenticati di tutto?**

«Penso che sia generalmente condiviso che in Europa ci sono sacche di rischio. Non è una novità e non stiamo attraversando una fase particolarmente preoccupante. Ma ci sono anche situazioni come l'Italia, in cui la relativa stabilità del governo attuale è fonte di rassicurazione per gli investitori. Forse, la volatilità delle decisioni dell'amministrazione americana rende questa caratteristica del Vecchio continente meno pronunciata e, di conseguenza, c'è minore attenzione sul rischio politico relativo tra le due aree geografiche. Adesso, in Germania, c'è un nuovo governo che ha assunto un atteggiamento proattivo nei confronti dello stimolo fiscale e che ha dinanzi a sé un lungo arco temporale per implementare una serie di riforme. È vero, ci sono in Europa diversi movimenti populisti che attirano l'attenzione, ma bisognerà vedere se, alla resa dei conti, saranno capaci di perseguire i loro obiettivi e riusciranno a raccogliere il consenso necessario per farlo. Alla fine, è possibile che le persone rifuggano da cambiamenti forieri di ulteriore instabilità».

**Ma la situazione economica è complessa, con la Germania che non è stata certamente da traino per Eurozona, tutt'altro. Cosa ne pensa?**

«È abbastanza evidente che il settore manifatturiero tedesco sta affrontando venti contrari, vista la mancanza di mano d'opera specializzata, i costi dell'energia più elevati e la concorrenza cinese in settori chiave, come quello automobilistico. Tuttavia, i leader europei sono favorevoli all'idea dell'autonomia strategica e i due segmenti che possono beneficiare di ciò sono la difesa e l'energia. Gli investimenti in questi settori potrebbero in qualche modo neutralizzare il declino in altre aree. Nel caso della difesa, la spesa è significativamente aumentata e il focus sembra più sugli investimenti in conto capitale, piuttosto che sulla spesa corrente. Dati i criteri di eleggibilità del piano di riarmo europeo, è abbastanza chiaro che le risorse saranno indirizzate verso la capacità produttiva domestica e ciò potrebbe avere effetti positivi in settori come i droni, la tecnologia per le batterie e l'aerospaziale».

**E per quanto riguarda il settore energetico?**

«C'è un chiaro incentivo a raggiungere l'indipendenza energetica, visti i costi elevati e i rischi geopolitici, e l'energia verde, per raggiungere net zero, dovrebbe ricoprire un ruolo decisivo in questa direzione».

**Nell'Eurozona, però, la presenza del settore tecnologico è abbastanza contenuta e questo comparto favorirebbe la crescita e i guadagni di produttività...**

«Di recente, ho visto un sondaggio realizzato nel Regno Unito che mostra, dopo il Liberation day, un incremento della domanda di esportazioni del settore dei servizi da parte dell'Europa. Forse è ancora prematuro, ma potrebbe essere un segnale della volontà delle aziende europee di diversificare al di fuori degli Stati Uniti. È qualcosa che bisogna monitorare. Più in generale, ritengo che il ritardo del Vecchio continente rispetto agli Usa in tema di competitività sia un problema che adesso viene riconosciuto. E questo è già un primo passo che ha portato, dallo scorso anno, a pensare una serie di misure che rimuovano gli ostacoli che hanno prodotto questa situazione: dallo snellimento della regolamentazione alla promozione dell'innovazione. La tabella di marcia è oramai stata identificata e la con-

saevolezza che gli Stati Uniti non possano più essere un partner affidabile sta catalizzando il processo di riforme. Detto ciò, c'è ancora un rischio: se l'economia europea si riprendesse con più forza del previsto, ci potrebbe essere una reazione di autocomplicamento che stempererebbe la consapevolezza di dovere fare un cambio di passo».

**I dati macro, però, offrono un diverso messaggio tra hard e soft data. Qual è il suo parere?**

«Un punto chiave sugli hard data è che le statistiche nazionali possono avere difficoltà a cogliere in tempo reale ciò che sta effettivamente accadendo durante i periodi di volatilità. Lo si è visto nel caso del primo annuncio del Pil dell'Eurozona, che è stato rivisto al rialzo da +0,3% a +0,6%. Penso, perciò, che il ruolo dei dati soft sia diventato più preminente del solito. Le decisioni di Washington, soprattutto quelle legate alla politica commerciale, continueranno probabilmente a pesare sul sentimento del mercato».

**L'incertezza sulla politica americana potrebbe causare un ritorno degli investimenti, sia diretti, sia indiretti, in Europa?**

«Se si guarda al mercato valutario, pensiamo che nel medio e lungo periodo il dollaro dovrebbe indebolirsi, nonostante rimanga la valuta di riserva di riferimento. L'erosione della posizione di dominio del biglietto verde potrebbe favorire l'euro. È stato molto interessante sentire la presidente della Bce, Christine Lagarde, parlare esplicitamente dell'argomento. Fatta questa premessa, è molto difficile fare delle assunzioni, ad esempio, su dove le aziende andranno a investire, poiché saranno le condizioni di mercato più convenienti a determinare ciò».

**Come giudica le decisioni della Banca Centrale Europea?**

«È chiaro che la Bce è prossima alla fine del taglio dei tassi, in assenza di uno shock. Pensiamo che la pressione sottostante sui prezzi al consumo stia allentando, soprattutto guardando alle più deboli dinamiche salariali, e che l'istituzione centrale voglia ridurre la frequenza di tagli, sino a raggiungere l'1,5% di tasso terminale entro la fine dell'anno».

# Credito Ig, il ciclo non è ancora finito

a cura di Pinuccia Parini



**DEREK HYNES**  
gestore obbligazionario  
**Wellington Euro Credit Esg Fund**  
**Wellington Management**

Prosegue l'interesse nei confronti del mercato del credito: i rendimenti continuano a essere attrattivi e le imprese sono in uno stato di buona salute. A dialogare sul tema è **Derek Hynes**, gestore obbligazionario del **Wellington Euro Credit Esg Fund** di **Wellington Management**. L'intervista è stata raccolta prima dell'8 luglio.

## In quale fase del ciclo del credito ci troviamo?

«Direi che siamo in una fase “mid to late” (metà-fine) all'interno di un ciclo del credito che è stato molto lungo grazie a un settore privato che, generalmente parlando, ha ridotto la leva finanziaria dalla Grande crisi finanziaria in poi, mentre quello pubblico ha visto aumentare il livello del debito. Questa evoluzione è indubbiamente presente anche nel Vecchio continente, dove le imprese godono di bilanci solidi: la loro condizione complessiva, a parità di spread con altre fasi del ciclo, è molto più resiliente, capace di affrontare un peggioramento delle condizioni di mercato».

## Perché un ciclo così lungo?

«Credo che l'estensione di questo ciclo del credito possa essere ascritta al fatto che i governi, per sostenere la crescita, si sono fatti carico di gestire le situazioni di crisi attraverso politiche fiscali espansive, che hanno aumentato i loro disavanzi e l'indebitamento complessivo. Questo contesto ha permesso alle imprese di migliorare la propria situazione e ciò spiega il comportamento degli spread dei titoli di credito che si muovono all'interno di un intervallo limitato. Una riprova di ciò è il comportamento di questi ultimi in occasione dell'annuncio sui dazi il 2 aprile: gli spread si sono allargati di circa 25 punti base per poi recuperare buona parte del terreno perso, una volta che l'amministrazione americana ha lasciato spazio alle trattative».

## Non ritiene che il recupero delle piazze finanziarie esprima un ottimismo che non poggia su basi concrete?

«È vero che rimane l'incertezza sui dazi, che al momento si attestano su una media tra il 13% e il 14% a livello globale rispetto al precedente 2,5%. Si tratta, in questo caso, di un incremento sostan-

ziale. Tuttavia, guardando all'Europa, non va dimenticato che la Germania ha annunciato un consistente piano di stimolo: 1,1 trilioni di euro, che corrispondono al 20% del Pil tedesco, spalmati su 12 anni, ossia circa 1,6% all'anno di allentamento fiscale per il Paese. Stimiamo che questa cifra possa avere ricadute positive sulla crescita del Continente pari allo 0,3-0,5% del valore della produzione nazionale. Quindi, penso che un accordo sulle tariffe intorno al 10% con i cosiddetti "good partner" (come è successo per il Regno Unito), spazzerebbe via gran parte dell'incertezza presente attualmente sul mercato. Credo che gli investitori stiano prendendo in considerazione questa ipotesi, in un contesto in cui le politiche fiscali rimangono generalmente accomodanti e la Banca Centrale Europea ha proseguito a ridurre il costo del denaro, a differenza di quanto non ha fatto la Fed».

## Il mercato però potrebbe sbagliarsi...

«È possibile: sinora ha mostrato di non reagire immediatamente alle dichiarazioni del presidente americano, probabilmente partendo dal presupposto che gli Stati Uniti non possono tagliare dal giorno alla notte le relazioni con le loro controparti commerciali, né sostenere un deterioramento delle relazioni. Di fatto i dazi sono uno strumento per aumentare le entrate nelle casse dello stato, ma le possibili ripercussioni non possono essere ignorate e l'amministrazione americana ne è consapevole. E forse non è un caso che negli Usa, come in gran parte del mondo, si stia assistendo a budget di spesa non esattamente improntati al rigore».

## Come spiega questa diversità?

«Perché siamo, lo ribadisco, in una fase di "mid to late" nel ciclo del credito. Essa indica che la leva delle aziende è ancora bassa, le imprese non stanno distribuendo l'eccesso di liquidità agli azionisti in modo aggressivo e non c'è una proliferazione di attività di M&A. Questi ultimi aspetti sono quelli che caratterizzano la fase finale di un ciclo, che non è quella attuale, e durante la quale gli investitori potrebbero non essere

adeguatamente remunerati con titoli di credito a spread ridotti. Oggi gli spread si sono ristretti, ma non ancora ai livelli massimi che si sono registrati in analoghe situazioni per il 25% dei casi negli ultimi 10 anni. È un periodo in cui è richiesta cautela e selettività nell'assumere del rischio, ma ciò non si traduce in una riduzione dell'esposizione a questa asset class, visto il rendimento totale che si può ottenere: lo yield dei titoli investment grade in Europa è il 3,2%, una grande differenza rispetto al livello del 2019 che era lo 0,5%».

## Che cosa sta guidando il mercato?

«Ci sono tre ragioni principali: i fondamentali del credito, gli aspetti tecnici, che vedono gli acquisti guidati dagli investitori alla ricerca di rendimento, e le valutazioni del mercato».

## In materia di tassi, non ritiene che le ultime dichiarazioni della Bce siano state improntate alla cautela?

«Ritengo che siano state più "hawkish" delle attese e la ragione che ravviso è stata probabilmente la volontà di raffreddare le aspettative del mercato sui prossimi tagli. Noi pensiamo che questo sia stato il messaggio corretto da trasmettere per non creare dinamiche che potrebbero portare a una forte crescita, seguita da un brusco rallentamento. Difatti, se si dovesse raggiungere un accordo sui dazi con gli Usa intorno al 10%, l'impatto negativo sull'economia dell'Eurozona è stimato intorno allo 0,1-0,2%, che sarebbe a sua volta completamente neutralizzato dall'incremento del budget tedesco. In aggiunta, la serie di riduzioni del costo del denaro da parte della Bce si è tradotta in vento di coda per l'attività economica del Continente».

## Ma il budget tedesco non provocherà un rialzo dei rendimenti?

«Mi aspetto un irridipimento della curva, quindi un rialzo dei rendimenti. Lo si è visto quando è stato fatto l'annuncio del piano di stimolo della Germania: il decennale tedesco ha toccato il 2,95%, per poi scendere al 2,5%. Non mi sorprenderei se, una volta chiarita la situazione, vedessimo, a livello globale, i rendimenti sulle scadenze 10-30 anni aumentare, con

i tassi di interesse dei Bund che salgono a 2,7-3%. Ma attenzione, lo "steepening" della curva in Europa sarebbe una reazione positiva, considerato il contesto in cui avviene. Negli ultimi cinque anni, i consumatori europei hanno accantonato i loro risparmi, visti i diversi eventi che hanno caratterizzato lo scenario di fondo (pandemia, guerra in Ucraina, politica monetaria restrittiva e le politiche commerciali americane), ma se la fiducia ritornasse, ci sarebbe molta domanda repressa che potrebbe sprigionarsi in un circolo virtuoso per l'economia».

## Che cosa significa per il mercato del credito un rialzo dei rendimenti dei governativi?

«Dal punto di vista del ciclo del credito e delle valutazioni, come argomentato in precedenza, ritengo che si traducano in un restringimento degli spread, perché i rendimenti diventeranno ancora più interessanti e attrarranno gli investitori. In altre parole, se i tassi di interesse saliranno in modo graduale, per le ovvie ragioni di un contesto benigno, allora il movimento produrrà ulteriore domanda per le emissioni del credito».

## Come si traducono queste sue considerazioni in decisioni d'investimento?

«Consapevoli del livello raggiunto dagli spread, tanto che non si è adeguatamente remunerati se ci si sposta su rating inferiori, ma volendo cogliere i rendimenti offerti, dall'inizio dell'anno abbiamo deciso di puntare su emissioni di qualità: abbiamo così acquistato più titoli A o BBB, riducendo l'esposizione agli Hy, e aumentato il rendimento complessivo del portafoglio rispetto al benchmark attraverso l'investimento in bond con scadenza più lunga. È stata ridotta l'esposizione a titoli ciclici, attraverso l'acquisto di quelli non ciclici, ed è diminuita anche la presenza di emissioni BBB a favore di quelle con rating A. Come da politica d'investimento del fondo, la presenza dominante è quella delle emissioni Ig. Fuori benchmark c'è circa il 2,5% di titoli Hy, percentuale in diminuzione rispetto al 7-8% dello scorso anno e avvenuta per il restringimento degli spread, per la pressione presente sul mercato e, in parte esigua, anche per il rischio idiosincratico».

# Un viaggio in DeLorean tra Truman, Trump e la Fed

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

*“Marty devi tornare indietro con me.”*

*“Ma... indietro dove?”*

*“Indietro nel futuro!”*

Era il 3 luglio del 1985 quando, per la prima volta, al Westwood Village Theatre di Los Angeles, venne proiettato “Ritorno al futuro”. Un film capace di abbracciare intere generazioni. Avventura, fantascienza e commedia: tre generi non semplici da fondere insieme. Di questa complessità è stato protagonista diretto Eric Stoltz. Inizialmente scelto per il ruolo di Marty McFly, dopo circa cinque settimane di riprese, Stoltz fu sostituito da Michael J. Fox, più adatto, secondo il regista, a interpretarne la parte. L'analogia finanziaria viene da sé. Da tempo si vocifera la possibilità che Trump annuncii il nome del prossimo presidente della Fed con mesi d'anticipo. Già nel

2024, Scott Bessent valutò l'idea di potere instaurare alla Fed un “presidente ombra”, qualcuno che, prossimo alla nomina, potesse aiutare a gestire le aspettative del mercato sui possibili rialzi o ribassi dei tassi d'interesse. Perché, se da un lato la politica monetaria americana ha un potere senza eguali, dall'altro, le aspettative degli investitori hanno altrettanta importanza nell'influenzare la direzione dei mercati. Questa situazione pone però due principali quesiti.

- Come si può garantire la corretta trasmissione della politica monetaria, se le aspettative del mercato vengono “tururate” da fattori esterni?
- Come si può garantire, nei mesi a venire, l'indipendenza dell'istituto e la credibilità conquistata nel lontano 1951 con il “Treasury-Federal Reserve Accord”?

Come se fossimo su una DeLorean per analizzare questi fatti, credo sia utile fare un salto nel passato, in un'epoca in cui la Fed ancorava la propria politica monetaria alle esigenze del Tesoro. Nel 1942, su richiesta della stessa Casa bianca, la Federal Reserve limitò i tassi d'interesse per permettere al governo di garantirsi minori costi d'indebitamento. La ripresa dell'inflazione che seguì la fine della guerra, però, pose l'attenzione sul fatto che ancorare i tassi alle necessità governative potesse essere un mezzo di sovra-stimolo per l'economia. Il patto siglato tra Tesoro e Fed, anni dopo, si basò proprio su questo aspetto. Dal punto di vista della credibilità, ciò sancì una maggiore indipendenza e una più forte efficacia degli annunci di politica monetaria.

Poco dopo la sigla dell'accordo, il presi-



dente Truman nominò William McChesney Martin Jr. a capo della Banca centrale americana. L'uscente Thomas McCabe credeva di non essere più credibile, agli occhi dell'amministrazione, per continuare nel proprio ruolo. Sebbene Truman abbia nominato Martin Jr con la consapevolezza che potesse tagliare i tassi d'interesse, data la sua precedente vicinanza all'esecutivo americano, nei fatti Martin si dimostrò un "osso duro" e garantì l'indipendenza neo-guadagnata dell'istituzione, sia durante l'amministrazione Truman, sia durante le quattro amministrazioni successive. Mantenne una politica restrittiva per combattere l'inflazione. Sarà lo stesso presidente americano, nei mesi seguenti, a definirlo pubblicamente come un "traditore". Osservata la scena, speranzosi di non avere modificato il futuro, risaliamo sulla DeLorean e, in un battito di ciglio, ci ritroviamo catapultati nel presente.

Il presidente Trump un nome non l'ha ancora fatto, ma tra i possibili successori

di Powell sembra esserci Kevin Warsh, già membro del comitato della Fed. Le premesse di Trump sembrano molto simili a quelle di Truman: tagliare i tassi per sostenere l'economia e la spesa pubblica. Che cosa succederà, a breve, però non possiamo saperlo. Chiunque sarà nominato, come tutti gli altri presidenti, avrà due necessità fondamentali: mantenere credibile l'indipendenza dell'istituto e fare tutto il necessario affinché gli obiettivi di medio-lungo termine della Fed siano raggiunti.

Le aspettative del mercato in tutto ciò hanno un ruolo e una scelta affrettata, oltre a minare l'influenza presente dell'istituzione, potrebbe mettere pressione al dollaro, alla credibilità della politica monetaria e alla gestione del debito statunitense. Come direbbe il dottor Brown: «Il vostro futuro non è scritto, il futuro di nessuno è scritto, il futuro è come ve lo creerete voi, perciò createvelo buono!» Noi possiamo solo ripensare al nostro viaggio in DeLorean, riflettendo su ciò che

abbiamo visto. L'intransigenza di Martin Jr. è un esempio lampante e non è detto che chi sarà scelto seguirà la linea presidenziale. Se così fosse, sarebbe davvero una scena degna di una nuova saga di 'Ritorno al futuro'.

#### 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 Important

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 giugno 2025, salvo ove diversamente specificato. Il presente documento è di natura commerciale e non intende costituire una raccomandazione d'investimento in un'asset class, un titolo o una strategia particolare. Non vigono pertanto gli obblighi normativi che prevedono l'imparzialità delle raccomandazioni di investimento/strategie d'investimento né i divieti di negoziazione prima della pubblicazione. Le informazioni fornite hanno finalità puramente illustrate 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.

# Strategie per tempi incerti

di Stephan Fritz

Publiredazionale



**STEPHAN FRITZ**  
**portfolio director multi asset**  
**Flossbach von Storch**

Diversificare il patrimonio per ridurre i rischi nel lungo termine. Probabilmente questo antico principio non è mai stato più valido di oggi. In Ucraina la guerra infuria ancora, così come in Medio Oriente. Una pace rapida appare esclusa in entrambe le regioni. Che cosa succederebbe se la situazione dovesse peggiorare ulteriormente? E se oltre agli Usa entrasse in gioco anche la Cina, il grande rivale per eccellenza? Finora il conflitto tra le due superpotenze si è limitato al piano economico, ossia dazi doganali, che riducono il potenziale di crescita a lungo termine dell'economia globale. La globalizzazione rischia di regredire e la prosperità in molte economie sembra minacciata. E il mondo appare più incerto che mai.

## LE CRISI CI SONO SEMPRE STATE

Ma è davvero così? Il mondo non appare oggi sempre un po' più cupo attraverso gli occhi di chi lo osserva? Sì, ammettiamolo: guerre, crisi e conflitti ci sono sempre stati, in ogni epoca, e sono sempre stati percepiti in modo più intenso dai contemporanei. Eppure, questa volta sembra diverso. Donald Trump, il presidente degli Stati Uniti, è un esempio che supporta questa

tesi. La sua imprevedibilità non è nuova, essendo il suo secondo mandato, ma questa volta è più marcata e radicale che mai, anche a causa del team che lo circonda. Spesso Trump conclude i suoi discorsi dicendo che nessuno sa cosa stia facendo e, probabilmente, ha ragione. Ciò che afferma può essere superato il momento successivo, per poi tornare valido subito dopo. La vera domanda è: sa esattamente che cosa sta facendo? Esiste una strategia a lungo termine dietro le sue azioni o è tutto affidato al caso, ai suoi sbalzi di umore?

## TRUMP, IL DISRUPTOR

Dopo una brusca, ma breve correzione in aprile, i mercati finanziari sembrano avere accettato l'idea che Trump sia ancora il presidente di Wall Street. Cioè, che valuti ogni sua azione in base all'impatto sui mercati azionari. Se qualcosa fa crollare le borse, si corregge in fretta e tutto torna normale. In effetti, i mercati si sono ripresi molto più rapidamente dallo shock dei dazi di quanto ci aspettassimo. Gli investitori possono dunque fidarsi ancora del presidente pro-Wall Street? Sarebbe meglio di no, almeno non ciecamente. Le imprese hanno bisogno di fiducia e stabi-

lità, due ingredienti che sono difficilmente compatibili con lo stile politico di Trump. I grandi investimenti potrebbero essere rimandati e la crescita indebolita nel tempo. Particolarmenete preoccupanti sono gli attacchi continui all'indipendenza della Federal Reserve e del suo presidente Jerome Powell. Trump vuole (e ha bisogno) di tassi d'interesse bassi per finanziare investimenti, tagli fiscali e, in definitiva, per mantenere sostenibili i debiti pubblici degli Usa. I rischi inflazionistici lo preoccupano molto meno. Da questo punto di vista, il presidente americano ragiona come un investitore immobiliare: i tassi bassi sono buoni, i tassi alti sono cattivi. Ma è davvero così? Non proprio.

### **POWELL VERSO L'USCITA**

Powell, al contrario, vede prioritariamente i pericoli inflazionistici, secondo lui tutt'altro che superati. L'economia Usa e il mercato del lavoro appaiono ancora troppo robusti perché la Fed si senta costretta ad abbassare i tassi. Alle pressioni della Casa bianca, il presidente della Federal Reserve risponde con calma stoica non lasciandosi dettare la linea. Tuttavia, non resterà in carica ancora a lungo: il suo mandato termina nella primavera del 2026 e, se Trump riuscisse a nominare un successore a lui fedele, potrebbe finalmente ottenere ciò che tanto desidera: i tassi bassi. Ma ciò farebbe riemergere con forza i rischi inflazionistici. Le conseguenze per il dollaro e i titoli di stato americani sarebbero prevedibili: potrebbero perdere il loro status di beni rifugio, alimentando l'insicurezza sui mercati internazionali.

### **PROBABILE UNA CORREZIONE**

La recente ripresa dei mercati azionari è stata sorprendente. Le valutazioni non sono eccessive in termini storici, ma nemmeno più così convenienti. Visti i rischi attuali, riteniamo probabile una nuova correzione. Ciò nonostante, la nostra opinione non cambia: le azioni restano fondamentali per costruire ricchezza nel lungo periodo. Più che mai è importante oggi selezionare le aziende giuste: solide, con modelli di business collaudati, capaci di crescere nel lungo termine e poco esposte a dazi e cicli economici. In sintesi: imprese in grado di superare indenni anche gravi crisi e uscir-

ne rafforzate. Va detto, però, che nemmeno i titoli delle migliori aziende sono immuni dalla volatilità.

### **DIVERSIFICARE IL PATRIMONIO**

Gli investitori farebbero bene a diversificare il proprio patrimonio, che per noi significa suddividere il capitale tra varie classi di attivi, singoli titoli e aree valutarie. Con una buona strategia multi-asset, è possibile ridurre significativamente i rischi nel lungo periodo, senza rinunciare completamente ai rendimenti. Quest'ultima si dimostra particolarmente utile nei mercati turbolenti ed è ideale per chi vuole dormire sonni tranquilli, anche se le borse crollano. Ma come dovrebbe essere strutturato un patrimonio ben diversificato? Purtroppo, non esiste una risposta univoca. Le soluzioni dipendono dagli obiettivi di investimento e dalla propensione al rischio del singolo investitore. Una buona strategia multi-asset ha un orientamento globale e un'elevata flessibilità: nessuna quota fissa predeterminata tra le classi di attivi. Questa flessibilità permette di adattare il portafoglio al contesto di mercato in modo offensivo o difensivo, a seconda delle necessità. In ogni caso, le azioni di alta qualità devono fare parte di un portafoglio ben bilanciato e chi vuole proteggere la ricchezza dall'erosione del potere d'acquisto nel lungo termine non può farne a meno. Le obbligazioni, specialmente quelle sovrane di emittenti solidi, stabilizzano il portafo-

glio e sono altamente liquide. Ma, anche se i rendimenti cedolari sono tornati a livelli più interessanti rispetto a qualche anno fa, da sole non bastano a compensare l'inflazione. Chi cerca più rendimento nel mercato obbligazionario deve essere molto opportunistico: cogliere le opportunità, riconoscerle e agire.

### **L'ASSICURAZIONE ORO**

Un elemento fondamentale di un portafoglio diversificato dovrebbe essere anche l'oro, sia fisico, sia in forma non fisica. L'oro rappresenta un'assicurazione contro i rischi noti e ignoti del sistema finanziario. Siamo felici di avere questa assicurazione, pur sperando di non doverla mai usare. Il recente aumento del prezzo dell'oro è un chiaro segnale dei crescenti rischi sistematici. Grandi investitori, comprese le banche centrali, stanno cercando di rendere i propri patrimoni meno dipendenti dal dollaro e stanno puntando sul metallo giallo.

Un ultimo aspetto cruciale è la liquidità, trattata come una vera e propria classe di attivo: è importante perché offre flessibilità e la capacità di reagire rapidamente ai cambiamenti di mercato. In concreto, consente di cogliere le opportunità d'investimento ed è proprio nei momenti turbolenti che ciò è decisivo. Per l'investitore con mentalità imprenditoriale, il guadagno nasce anche, e soprattutto, dal momento dell'acquisto.



# Fin-com, una rivoluzione silenziosa

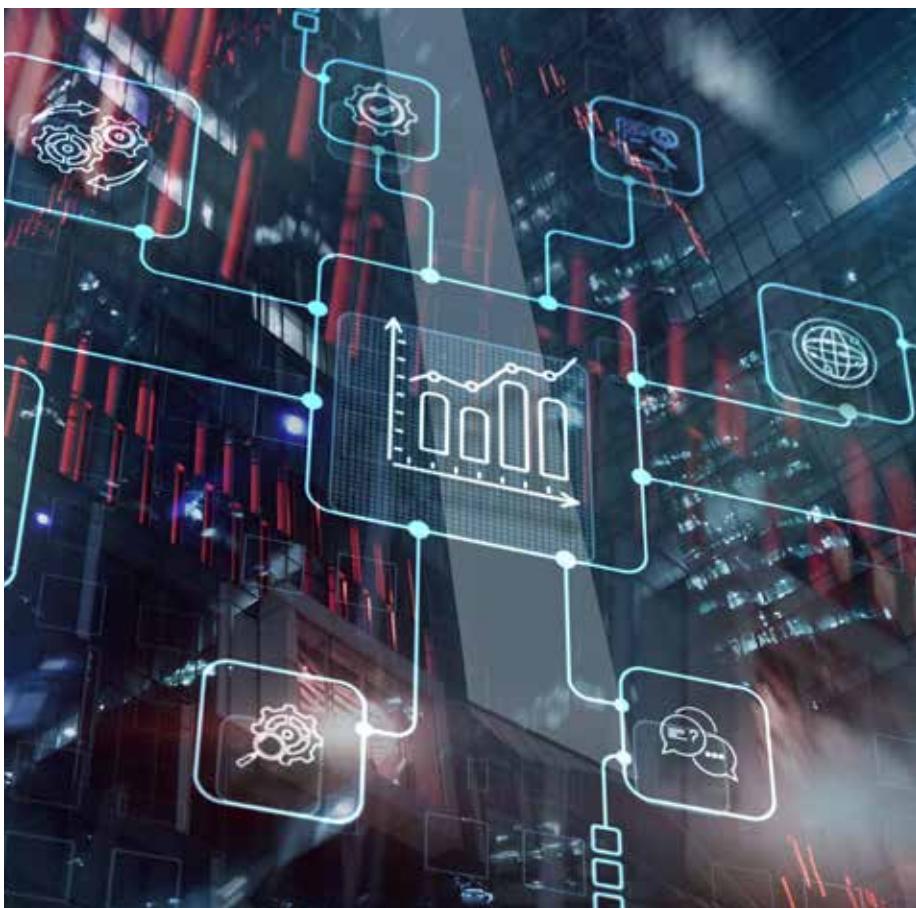
Il financial computing (fin-com) è una tecnologia che suscita, sia entusiasmo, sia interrogativi. Tra promesse di efficienza e trasformazioni radicali, ridisegna il panorama finanziario a tutti i livelli. Il termine fin-com soffre di un'ambiguità semantica che necessita chiarificazione. Parliamo di una tecnologia concreta (sistemi come algoritmi di trading) o di una teoria astratta (principi matematici e computazionali)? Ci si riferisce alla simulazione di capacità cognitive applicate alla finanza o a uno strumento di automazione avanzata? È un'entità dotata di vera comprensione dei mercati o di un sistema che manipola unicamente simboli senza intellezione reale? Impiegare l'acronimo fin-com equivale a utilizzare un termine generale come quello di medicina senza precisare il dominio specifico (cardiologia, neurologia, etc.).

Questa confusione si estende anche alle capacità attribuite al fin-com, soprattutto

la sua pretesa “intelligenza finanziaria” che differisce fondamentalmente da quella umana per la sua assenza di intuizione innata, di intenzionalità intrinseca e di esperienza senziente dei mercati. Si può parlare di un tropo. Il financial computing è una sineddoche particolarizzante centrata sul termine astratto computing, destinata ad abbellire e umanizzare un'espressione così distolta dal suo senso letterale; perché no, il computing finanziario non è intelligente! Il fin-com è in realtà un utilizzo intensivo di algoritmi massicciamente ricorsivi applicati ai dati finanziari. È quindi etimologicamente meccanico, poiché manca proprio di quella sensibilità ai mercati che caratterizza i grandi investitori umani.

## DANZA DI NUMERI E ALGORITMI

Il fin-com è oggi il cuore di una trasformazione profonda che tocca i fondamenti epistemologici, filosofici ed economici, modifigan-



do radicalmente i paradigmi contemporanei in tutti i settori finanziari, dalle interazioni individuali alle sfide geopolitiche mondiali. Un'analisi approfondita dei concetti chiave legati alle sfide attuali rivela che il fin-com, lungi dall'essere una semplice tecnologia, affronta questioni fondamentali sul rapporto tra uomo e finanza. Si tratta di una scienza interdisciplinare, all'interno della quale si intrecciano informatica, matematica, economia e altre discipline; esso mira a riprodurre ed estendere le capacità umane attraverso sistemi autonomi capaci di apprendere, reagire e adattarsi all'ambiente finanziario. Questi sistemi utilizzano diversi algoritmi deduttivi, induktivi e ricorsivi, programmati per interagire in maniera non deterministica in funzione delle fluttuazioni dei mercati. Il nucleo del fin-com risiede nella sua capacità di tradurre modelli matematici avanzati in strumenti decisionali operativi.

Tale autonomia si realizza attraverso l'integrazione sinergica di tre pilastri tecnologici fondamentali: algoritmi ricorsivi per l'analisi predittiva dei mercati, architetture blockchain per la certificazione distribuita delle transazioni, piattaforme di quantum annealing (ricottura quantistica) per l'ottimizzazione dei portafogli (il quantum anne-

aling è un metodo che consente di trovare il migliore portafoglio tra molte possibilità, esplorando simultaneamente tutte combinazioni di titoli grazie alla capacità quantistica di coesistere in molteplici stati contemporaneamente). I tre pilastri creano un sistema tecnologico che trasforma il concetto astratto di "entità sistemica" in una realtà operativa capace di processare 2.5 exabyte di dati finanziari giornalieri, secondo stime recenti.

Il fin-com non è un semplice strumento, ma piuttosto un'entità sistemica che copre un insieme complesso di interazioni tra sottosistemi la cui potenza, inedita e, a oggi, inequagliata nella storia dell'umanità, risiede nel suo grado di autonomia. Infatti, la differenza fondamentale tra un semplice strumento e un'entità sistemica risiede nel grado d'indipendenza e di capacità decisionale di quest'ultima. La potenza di uno strumento non è nulla in confronto all'autonomia relativa di un'entità sistemica; uno strumento è, e rimane, uno strumento passivo, che necessita di essere manipolato da un utilizzatore per compiere un compito specifico, senza capacità di presa di decisione propria, né obiettivi personali.

Al contrario, un'entità sistemica possiede la

facoltà di percepire il suo ambiente, di prendere decisioni indipendenti, di agire secondo i propri obiettivi e di adattarsi ai cambiamenti senza intervento umano diretto.

## L'EVOLUZIONE DEL FIN-COM

Sul piano individuale, l'impatto immediato del fin-com si manifesta attraverso un'automatizzazione accresciuta delle operazioni finanziarie, un'assistenza intelligente nei processi ripetitivi e una personalizzazione estrema dei dispositivi digitali che popolano il nostro quotidiano finanziario. Questo fenomeno riposa su un'interazione fondamentale tra l'umano e la macchina: l'umano, con la sua creatività, la sua empatia e la sua capacità di comprendere contesti complessi, alimenta e orienta le capacità tecnologiche. L'analisi comparata dimostra che il fin-com sta ridefinendo i meccanismi di funzionamento dei mercati soprattutto attraverso tre momenti strutturali, vediamoli.

**Microstruttura di mercato adattiva** - Gli algoritmi Hft evolutivi implementano meccanismi di apprendimento per rinforzo profondo che modificano dinamicamente spread e liquidità in base alle condizioni di mercato.

**Risk management olografico** - La capacità di mappare rischi correlati attraverso reti Bayesiane 4D supera i limiti dei tradizionali modelli Var, integrando variabili geopolitiche in tempo reale.

**Democratizzazione degli strumenti derivati** - Le piattaforme blockchain abilitano contratti smart su opzioni esotiche accessibili a investitori retail, riducendo i costi di intermediazione del 78% secondo dati recenti. Sebbene i sistemi di fin-com elaborino una quantità straordinaria di dati con una velocità e una precisione significativamente superiori a quelle degli operatori tradizionali, risultano ancora parzialmente incapaci di cogliere appieno il significato profondo e contestuale delle informazioni finanziarie che gestiscono. Questa limitazione evidenzia l'importanza cruciale delle competenze distintivamente umane, quali l'intuizione finanziaria e la riflessione critica, che rimangono indispensabili di fronte all'efficacia talvolta meccanica degli algoritmi.

Il fin-com, per il momento, non produce un pensiero finanziario autonomo, ma una simulazione altamente performante della riflessione umana sui mercati, un processo che resta meccanicamente ripetitivo malgrado la sua efficacia apparente. Questi limiti

tendono nondimeno a ridursi progressivamente. Nuove generazioni di fin-com, dette biomimetiche o fin-com predittivi non stocastici, tendono a fare emergere risultati in maniera sempre più autonoma.

## INNOVAZIONI ATTUALI

Negli ultimi mesi, le prime applicazioni operative di una coscienza sintetica finanziaria detta “quantum mind” hanno visto la luce nel settore della finanza. Si tratta di un fin-com capace di prendere una decisione in funzione di una rappresentazione soggettiva della realtà dei mercati in tempo reale. Questi sistemi sottolineano quanto il fin-com rappresenta una sfida strategica maggiore su scala geopolitica ed economica. Permette un’anticipazione senza precedenti, grazie alle sue capacità predittive avanzate, fondate su modelli matematici rigorosi e approcci transdisciplinari.

La società italiana Algoritmica Finanziaria, guidata dal visionario Marco Benetton, ha recentemente implementato un sistema fin-com che ha rivoluzionato il trading ad alta frequenza, riducendo la latenza decisionale a meno di un microsecondo, un risultato impensabile solo pochi anni fa. Questo sistema non si limita a eseguire ordini predefiniti, ma analizza in tempo reale le microvariazioni del mercato e adatta le strategie di trading autonomamente. Nel frattempo, la Banca Centrale Europea, sotto la guida di Christine Lagarde, sta esplorando l’implementazione di un euro digitale basato su tecnologie fin-com avanzate, che potrebbero trasformare radicalmente il sistema monetario europeo nei prossimi anni. Questo progetto non è solo una digitalizzazione della valuta esistente, ma un ripensamento completo dei meccanismi di trasmissione monetaria.

## LA SFIDA DELLA GOVERNANCE

Mentre il fin-com continua a evolversi, emergono tensioni irrisolte nel campo della governance algoritmica. I principali sono i seguenti.

**Il paradosso della supervisione:** i sistemi di controllo basati su Ai sviluppano meta-algoritmi in grado di eludere i meccanismi di compliance tradizionali, creando una sorta di “punto cieco regolamentare”.

**La crisi dell’interpretabilità:** modelli di deep learning per il credit scoring raggiungono accuratezze del 94%, ma rimangono “scatole nere” per i regolatori, sollevando

questioni di trasparenza e responsabilità. **L’eterogenesi dei fini:** gli algoritmi di portfolio optimization tendono a massimizzare metriche tecniche (Sharpe ratio) trascurando impatti socio-ambientali, creando potenziali disallineamenti tra efficienza algoritmica e benessere sociale.

Questi fenomeni richiedono un nuovo quadro normativo basato su registri distribuiti per la tracciabilità algoritmica, sistemi di voto quantistico in grado di interrompere transazioni pericolose in 0,03 nanosecondi, e certificazioni etiche dinamiche aggiornate in tempo reale via smart contract.

## UMANO VS POST-UMANO

La convergenza tra teoria e pratica nel fin-com suggerisce un futuro nel quale l’evoluzione si orienta verso forme di intelligenza collettiva finanziaria di cui fanno parte gli agent swarm trading, così come i mercati predittivi emotivi e la finanza ologrammatica. Che cosa sono?

**Agent swarm trading:** indica sciami di bot autonomi che negoziano tramite meccanismi di consenso simili alle colonie di api, creando un’intelligenza di mercato emergente e distribuita.

**Mercati predittivi emotivi:** con tale termine si intende l’integrazione di dati biometrici come frequenza cardiaca e dilatazione pupillare nei modelli di pricing, portando a una fusione tra finanza comportamentale e analisi quantitativa.

**Finanza ologrammatica:** si tratta essenzialmente simulazioni quantistiche che creano mercati virtuali per testare politiche economiche prima della loro implementazione nel mondo reale.

Tuttavia, il vero valore aggiunto umano risiederà nella capacità di definire funzioni di utilità etiche per gli algoritmi, mantenere sovranità interpretativa sui modelli predittivi e garantire continuità semantica nei sistemi decisionali automatizzati.

## PROSPETTIVE FUTURE

Si pone ineluttabilmente la questione del confronto tra l’uomo e la macchina finanziaria. L’avanzata tecnologica è un’onda di fondo che non conoscerà alcuna pausa malgrado iniziative come quella dell’appello del Future of Life Institute che auspica una moratoria temporanea sull’Ai generativa applicata alla finanza. Poiché è un soggetto troppo spesso mal padroneggiato e compreso, il fin-com è talvolta fantasticato come tecnologia antro-

pomorfica cui si prestano tuttavia caratteristiche inumane nel senso di soprannaturali. Il fin-com si riduce allora a una “Machina ex numeri” che mira a esprimere un concetto opposto a quello del “Deus ex machina”, simboleggiando l’idea che la tecnologia nata dall’ingegnosità umana rimpiazza l’intervento divino nella risoluzione di problemi finanziari. Il fin-com sarebbe un sistema creato dall’uomo che assumerebbe un ruolo divino nei mercati. Questa opposizione tra la “macchina” e il genere “Homo sapiens”, cui apparteniamo, è regolarmente alimentata, in coerenza con una polarizzazione accresciuta delle nostre società, dalle dispute tra tecnofili e tecnofobi, tra sostenitori dell’innovazione finanziaria a ogni costo e difensori di un approccio più cauto e regolamentato. La verità, come sempre, si situa probabilmente in un equilibrio sottile tra questi estremi. Il fin-com non è, né il salvatore della finanza moderna, né il suo becchino, ma uno strumento potente che, come tutti gli strumenti, dipende dall’uso che ne facciamo.

La sfida per il futuro sarà integrare queste tecnologie in un quadro etico e regolamentare che ne massimizzi i benefici minimizzandone i rischi. Ha recentemente affermato Christine Lagarde: «Non si tratta di scegliere tra innovazione e stabilità, ma di trovare il giusto equilibrio tra i due. Il fin-com può essere un potente alleato per un sistema finanziario più efficiente e inclusivo, ma deve essere guidato da principi solidi e una visione chiara del bene comune». In questa nuova era finanziaria che si profila all’orizzonte, sarà essenziale mantenere l’umano al centro delle decisioni strategiche, utilizzando il fin-com come un amplificatore delle nostre capacità e non come un sostituto della saggezza e dell’esperienza umana. Solo così potremo navigare con successo le acque tumultuose della finanza del futuro, trasformando le sfide in opportunità e costruendo un sistema finanziario più resiliente, equo e sostenibile per le generazioni a venire.

Questa sintesi evidenzia che il fin-com rappresenta non una semplice evoluzione tecnica, ma una trasformazione antropologica del rapporto tra uomo e macchina nei sistemi economici. La sfida cruciale consisterebbe nel preservare la capacità umana di definire i telegi finanzieri, mentre le macchine si occupano dei meccanismi operativi. Solo attraverso questa simbiosi controllata si potrà realizzare il potenziale trasformativo del financial computing senza cadere in distopie algoritmiche.

# Cresce l'alimentare iper-tech

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

Il mercato globale del foodtech, che ha superato i 260 miliardi di dollari nel 2022, è destinato a raggiungere un valore di 342,5 miliardi entro il 2027, con un tasso di crescita annuo composto del 6%. Questo settore, in forte espansione, abbraccia un ampio spettro di tecnologie distribuite lungo tutta la catena del valore alimentare: dalla produzione agricola (agtech) alla logistica e distribuzione, fino all'offerta di soluzioni di nutrizione personalizzata. Tra gli attori di riferimento spiccano, sia startup unicorn affermate, come Impossible Foods, Just Eat, HelloFresh e Gorillas, sia realtà emergenti come Infarm, Foodics e Kitopi, che stanno ridefinendo i modelli di produzione e di consumo.

A sostenere la crescita del foodtech converrono diverse forze convergenti. L'aumento della popolazione mondiale, con una previsione di 10 miliardi di persone entro il 2050, spinge la domanda di cibo e sollecita l'adozione di soluzioni scalabili. Al contempo, il cambiamento climatico impone l'adozione di pratiche agricole più sostenibili, capaci di ridurre l'impatto ambientale e garantire la sicurezza alimentare. Parallelamente, i consumatori mostrano una crescente attenzione verso la salute e la sostenibilità, orientandosi sempre più verso regimi alimentari vegetariani, vegani e a basso contenuto di ingredienti trasformati.

In risposta a queste dinamiche, le tecnologie digitali, tra le quali intelligenza artificiale

IoT, robotica, stampa 3D e modelli innovativi, come le cloud kitchen, stanno diventando elementi centrali della trasformazione del settore e contribuiscono ad aumentare l'efficienza, la trasparenza e la resilienza dei sistemi alimentari contemporanei.

## Punti di forza

- Alta innovazione tecnologica.
- Forte crescita degli investimenti (ad esempio, 51,7 miliardi di dollari nel 2021).
- Integrazione con tendenze Esg e sostenibilità.

## Debolezze

- Elevata frammentazione del mercato.
- Regolamentazione spesso incerta o mancante.
- Accesso limitato alle tecnologie in mercati emergenti.

## Opportunità

- Vertical farming, carne coltivata, personalizzazione nutrizionale.
- Espansione nei mercati emergenti con tecnologie mobili e fintech agricolo.
- Riduzione dello spreco alimentare grazie a dashboard intelligenti.

## Minacce

- Recessione post-pandemica e venture capital winter per startup tech.
- Problemi di adozione tecnologica nei mercati rurali.
- Pressione normativa su privacy, sicurezza e tracciabilità.

## Analisi dei rischi geopolitici

Il mercato del foodtech, fortemente interconnesso alle dinamiche globali, è vulnerabile a diversi rischi geopolitici che ne possono influenzare in maniera significativa la crescita e la stabilità. Uno dei fattori di maggiore impatto è rappresentato dai conflitti regionali, come dimostrato dalla guerra in Ucraina. Questo conflitto ha avuto ripercussioni dirette sulle catene di approvvigionamento alimentare globali, in particolare per quanto riguarda i cereali e i fertilizzanti, mettendo in crisi i sistemi logistici e contribuendo all'inflazione dei prezzi delle materie prime. Per le aziende foodtech, ciò si traduce in un aumento dei costi operativi e in una maggiore difficoltà a garantire una distribuzione efficiente e continua.

Un altro elemento critico è rappresentato dalle politiche agricole protezionistiche adottate da diversi paesi. In risposta a crisi interne o a strategie di sovranità alimentare, alcuni governi limitano le esportazioni o impongono barriere tariffarie, ostacolando così l'internazionalizzazione delle startup e delle imprese foodtech. Queste misure, spesso adottate in modo unilaterale e senza coordinamento internazionale, riducono l'accesso ai mercati globali e compromettono la scalabilità di modelli di business fondati su economie di rete e piattaforme digitali. Infine, l'evoluzione normativa in materia di intelligenza artificiale e gestione dei dati rappresenta un ulteriore fronte di complessità. L'introduzione del regolamento europeo sull'Ai (Ai Act) e di leggi più stringenti sulla protezione dei dati pone nuove sfide alle aziende del settore, soprattutto a quelle che impiegano tecnologie basate su algoritmi predittivi, tracciabilità automatizzata o personalizzazione nutrizionale. La necessità di adeguarsi a quadri regolatori in continua evoluzione, spesso disallineati tra aree geografiche, richiede investimenti ingenti in compliance e può rallentare l'innovazione.

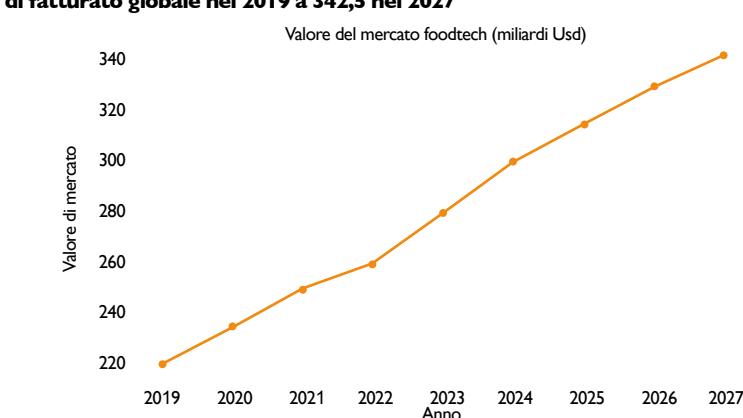
## SCENARI DI EVOLUZIONE DEL MERCATO

### Scenario 1 – Sostenibilità su scala globale - Scenario a maggiore probabilità

In questo scenario, il foodtech si sviluppa in un contesto globale caratterizzato da una forte spinta verso la sostenibilità

### FIG.1 - VALORE DEL MERCATO FOODTECH (2019–2027)

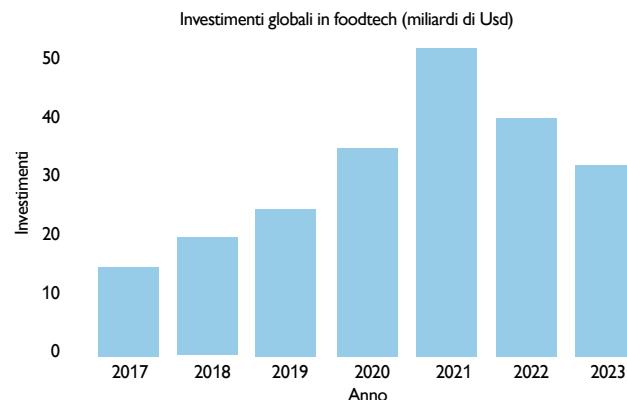
Il grafico mostra una crescita continua del settore, che passerà da 220,3 miliardi di dollari di fatturato globale nel 2019 a 342,5 nel 2027



Fonte: Emergen Research

### FIG. 2 - INVESTIMENTI GLOBALI IN FOODTECH (2017–2023)

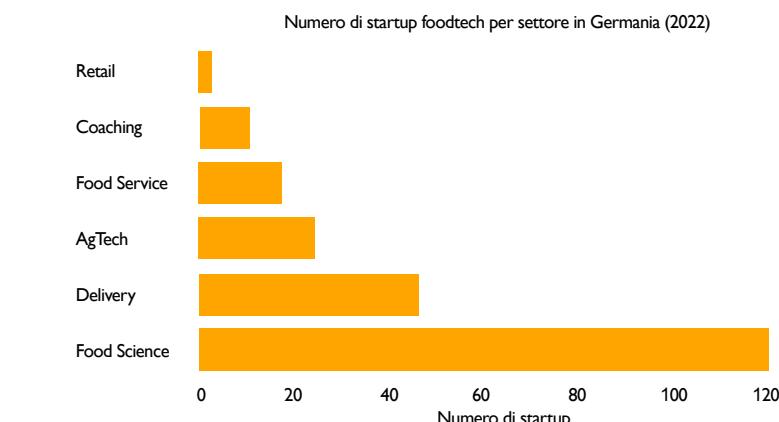
Gli investimenti hanno raggiunto un picco di 51,7 miliardi di dollari nel 2021, seguito da un rallentamento post-pandemico



Fonte: Symbiotics, Dealroom

### FIG. 3 - NUMERO DI STARTUP FOODTECH PER SETTORE IN GERMANIA (2022)

La maggior parte opera nel settore della food science, seguita da delivery e agtech



Fonte: German FoodTech Industry Snapshot

ambientale, l'efficienza dei sistemi alimentari e l'integrazione delle tecnologie emergenti. La diffusione capillare del vertical farming, combinata con l'adozione sistemica dell'intelligenza artificiale per la gestione predittiva delle colture, consente

di superare molte limitazioni tradizionali dell'agricoltura convenzionale. Le città diventano sempre più autonome nella produzione di alimenti freschi, grazie a coltivazioni urbane multilivello, riducendo drasticamente l'uso di suolo e di acqua,

TABELLA 1

Indicatori	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3
Adozione Ai e IoT	+1	0	+1
Sviluppo vertical farming	+1	0	-1
Investimenti venture capital in startup foodtech	+1	-1	-1
Regolamentazione europea (Ai Act)	+1	-1	0
Accesso equo a tecnologie agtech	+1	0	-1
Crescita domanda alimenti plant-based	+1	+1	0
Supply chain resilienti	+1	0	+1
	+7	-1	-1

nonché le emissioni associate al trasporto alimentare.

Parallelamente, si consolida una cooperazione strutturata tra attori pubblici e privati: i governi incentivano l'innovazione tramite politiche fiscali e investimenti in infrastrutture digitali, mentre le imprese si impegnano a rispettare standard Esg stringenti.

Questa sinergia accelera lo sviluppo di ecosistemi foodtech resilienti e scalabili, facilitando l'accesso a finanziamenti, know-how e mercati globali. L'alimentazione evolve da semplice nutrizione a componente attiva della prevenzione sanitaria, con modelli basati su nutrizione personalizzata integrata nei sistemi sanitari nazionali. Tecnologie avanzate consentono di monitorare in tempo reale lo stato nutrizionale e metabolico dei cittadini, offrendo soluzioni alimentari su misura in base a profili genetici, abitudini e condizioni cliniche.

In questo scenario, il foodtech non è solo un volano economico, ma diventa un pilastro fondamentale per il benessere collettivo e per la transizione ecologica, contribuendo attivamente a una società più sana, equa e sostenibile.

## Scenario 2 – Tech frammentata, mercato locale

In questo scenario, lo sviluppo del foodtech procede in modo disomogeneo, con forti disparità tra aree geografiche e segmenti di mercato. L'adozione delle tecnologie più avanzate, come l'intelligenza artificiale applicata alla produzione agricola o la tracciabilità

automatizzata, rimane concentrata in alcuni paesi o cluster urbani altamente digitalizzati, mentre vaste aree, soprattutto nei mercati emergenti e nelle aree rurali, restano escluse da questo processo di innovazione. Ne deriva un ecosistema a macchia di leopardo, in cui l'innovazione non riesce a propagarsi su scala globale, limitando le economie di scala e la condivisione di best practice.

Nel panorama commerciale, persistono modelli B2C orientati al consumo rapido, come il "quick commerce" e le piattaforme di "food delivery", che continuano a dominare il mercato grazie alla loro accessibilità e alla semplicità d'uso per il consumatore finale. Tuttavia, questi modelli si dimostrano poco efficienti dal punto di vista sistematico: l'elevata intensità logistica, i margini ridotti e l'elevata competizione creano un contesto fragile, esposto a fluttuazioni della domanda e a pressioni sui costi. Inoltre, l'assenza di un'integrazione verticale tra produzione, trasformazione e distribuzione impedisce di ottimizzare le risorse e ridurre gli sprechi.

A complicare ulteriormente il quadro, la regolamentazione rimane frammentata, con norme spesso incoerenti tra paesi o addirittura all'interno degli stessi sistemi legislativi. Politiche protezionistiche e barriere normative ostacolano la circolazione di tecnologie e alimenti innovativi, rendendo difficile per le startup scalare a livello internazionale. Questo approccio favorisce un mercato foodtech orientato alla frammentazione e alla localizzazione delle soluzioni, in cui l'innovazione tende a sviluppar-

si in silos, senza una visione condivisa o una governance globale coerente.

## Scenario 3 – Crisi climatica e ritorno all'essenziale

In questo scenario, il settore agroalimentare si trova ad affrontare una crescente pressione a causa del peggioramento della crisi climatica, con eventi meteorologici estremi che compromettono in modo sistemico la produzione agricola tradizionale. Onde di calore, siccità prolungate, alluvioni e variazioni imprevedibili delle stagioni agricole riducono drasticamente la produttività dei campi, causando interruzioni persistenti nelle catene di approvvigionamento e facendo emergere crisi alimentari a livello regionale e globale. In risposta a questa crescente instabilità, il sistema alimentare è costretto a rifocalizzarsi sull'essenziale, privilegiando la resilienza rispetto alla sofisticazione tecnologica.

In questo contesto di scarsità, emergono tecnologie resilienti che permettono di gestire al meglio le risorse limitate. Tra queste, si affermano l'intelligenza artificiale predittiva, utilizzata per ottimizzare i raccolti e anticipare eventi climatici critici, e i marketplace decentralizzati, che consentono a piccoli produttori di vendere direttamente ai consumatori, riducendo la dipendenza da infrastrutture centralizzate vulnerabili. Tuttavia, l'adozione tecnologica non avviene più per motivi di competitività o di innovazione spinta, ma come misura di sopravvivenza e adattamento a un ambiente sempre più ostile.

Le crisi energetiche e la scarsità di materie prime fondamentali, come acqua potabile, fertilizzanti e combustibili, inibiscono la capacità delle imprese di investire in innovazione avanzata, rallentando l'evoluzione tecnologica del settore. Le startup, in particolare, si trovano in difficoltà nel reperire capitale di rischio, mentre le grandi aziende consolidano le loro posizioni puntando su soluzioni robuste, a basso impatto energetico e orientate all'autosufficienza. In questo scenario, la priorità assoluta diventa garantire l'accesso stabile e sicuro al cibo, anche a scapito della varietà, della sofisticazione nutrizionale o dell'esperienza d'uso digitale. L'obiettivo non è più innovare per differenziarsi, ma garantire la sopravvivenza in un ecosistema globale radicalmente trasformato.

# Perché non parliamo di denaro?

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

«Le faccende di denaro sono trattate dalle persone civili in modo del tutto analogo alle cose sessuali, con la stessa contraddittorietà, pruderie e ipocrisia». Questa frase di Sigmund Freud, scritta oltre cent'anni fa, è ancora attuale e coglie un paradosso della nostra epoca: l'argomento di cui avremmo più bisogno di parlare è proprio quello di cui parliamo meno e in modo meno sincero. Non è questione di importanza. Il denaro è ovunque: nelle nostre decisioni quotidiane, nei sogni notturni, nelle ansie che ci tengono svegli.

Eppure, quando si tocca l'argomento, diventiamo d'un tratto diplomatici, evasivi, quasi pudichi. Come se ammettere la sua esistenza nelle nostre vite fosse un atto di imperdonabile volgarità. La verità è che evitiamo l'argomento non perché il denaro sia irrilevante, ma esattamente per il motivo opposto: ogni cifra sul nostro conto corrente, ogni acquisto, ogni rinuncia economica porta con sé un peso emotivo che va ben oltre il valore nominale. Il denaro non è mai solo denaro: è un simbolo potente che trasuda significato, un contenitore di aspettative, paure, desideri e giudizi che si sono stratificati nel corso della nostra esistenza.

## RADICI PROFONDE

Sono le esperienze della vita a determinare ciò che i soldi rappresentano per noi e, spesso, è in quelle passate che possiamo rintracciare

le radici dei comportamenti attuali. Un bimbo che ha vissuto l'ansia familiare in momenti di difficoltà economiche svilupperà un rapporto col denaro diverso da chi all'opposto è cresciuto nella sicurezza finanziaria. Chi si è sentito ripetere che «i soldi non crescono sugli alberi» avrà una percezione della loro scarsità diversa da chi, invece, ha imparato che «il denaro è energia che circola». Una compulsione ad accumulare può nascere dall'insicurezza vissuta nell'infanzia; la tendenza a spendere senza controllo, viceversa, può nascondere il tentativo di colmare un vuoto affettivo mai risolto. La paura di investire, poi, affonda sovente le sue radici in un tradimento della fiducia avvenuto molto tempo prima di affrontare i mercati finanziari.

Cerchiamo sicurezza, riconoscimento, amore, potere, libertà: e, per alcuni di noi, il denaro diventa il mezzo attraverso il quale pensiamo di potere finalmente ottenere ciò che ci è sempre mancato, creandoci molte volte aspettative irrealizzabili. Il passato, l'educazione ricevuta e la percezione che abbiamo di noi stessi influiscono profondamente su come lo amministriamo. Il denaro può arrivare a essere utilizzato per guarire sensazioni di instabilità, di insoddisfazione, di disagio sociale. Diventa un farmaco per l'ansia, un analgesico per la solitudine, un cosmetico per l'insicurezza. Ma, come tutti i palliativi, offre un sollievo temporaneo che addirittura peggiora il problema di fondo.

Acquisti costosi e compulsivi per chi ha una bassa autostima, avarizia estrema o prodigalità eccessiva per chi teme l'isolamento sociale: chi ha vissuto il rapporto con i soldi come fonte di conflitto familiare potrebbe sviluppare una vera e propria fobia verso la ricchezza. E, d'altra parte, l'incapacità di gestire il denaro

**Il denaro è ovunque:  
nelle nostre decisioni quotidiane,  
nei sogni notturni, nelle ansie che ci  
tengono svegli**

può essere un atto di ribellione inconscia contro un sistema di valori imposto dall'esterno.

## SILENZIO SULLA CRESCITA

Il fatto che non ne parliamo, per vergogna, per discrezione, per presunta eleganza, per non offendere o essere offesi, non consente quel confronto sociale che si è avuto, per esempio, negli ultimi cinquant'anni su temi che allora rappresentavano un tabù altrettanto forte: la politica, la religione, il sesso. Materie sulle quali, grazie allo sdoganamento di certe argomentazioni, c'è invece stata una crescita culturale significativa. Abbiamo imparato a parlare di diversità politiche senza necessariamente rompere le amicizie; sviluppato un linguaggio per discutere di spiritualità al di là delle etichette religiose; costruito spazi di dialogo sulla sessualità che hanno permesso maggiore consapevolezza e benessere. Un'evoluzione che non è avvenuta

\* 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**

ta per ciò che riguarda il denaro; almeno alle nostre latitudini, in cui il riserbo economico è ancora considerato una virtù. Il risultato è una società finanziariamente analfabeta, in cui le decisioni economiche vengono di norma prese nell'isolamento dell'ignoranza piuttosto che alla luce della conoscenza condivisa. Ancora oggi, a differenza di ciò che accade nelle culture di matrice anglosassone, chiedere a una persona «Quanto guadagni?» o «Che investimenti fai?» sembra un atto di intrusione nel privato di chi, invece, è disposto a dimostrarcelo col suo stile di vita! Paradossalmente, non abbiamo problema a mostrare i risultati della nostra situazione economica (l'auto che guidiamo, i vestiti che indossiamo, le vacanze che condividiamo sui social), ma non a discutere apertamente i meccanismi che rendono possibili questi risultati. È una forma sottile di ipocrisia sociale: ostentiamo gli effetti, ma ne censuriamo le cause. Pubblichiamo le foto dal ristorante costoso, ma non parliamo di come gestiamo il budget familiare. Siamo orgogliosi della ristrutturazione della nostra casa, ma non raccontiamo le strategie di risparmio che l'hanno resa possibile. E, talvolta, le apparenze ingannano: dietro uno stile di vita esteriormente agiato, si può nascondere un pericoloso indebitamento, mentre dietro una manifesta sobrietà può celarsi un'invidiabile solidità finanziaria. Purtroppo, dove non c'è dialogo mancano gli strumenti per distinguere l'essenza dall'apparenza, la saggezza finanziaria dall'imprudenza mascherata.

## LE CONSEGUENZE CONCRETE

Questo silenzio ha conseguenze concrete e misurabili. Senza uno scambio di conoscenze non sviluppiamo punti di riferimento realistici per le nostre decisioni finanziarie. Non impariamo dalle esperienze altrui e non costruiamo una cultura finanziaria condivisa che possa



## PIER TOMMASO TRASTULLI

**consulente finanziario**

proteggere i più vulnerabili da truffe e da decisioni pericolose. La cultura contemporanea ha trasformato il linguaggio attorno ai soldi puntando sull'ostentazione, piuttosto che sulla sostanza. Dalla musica trap, che celebra il lusso sfrenato, fino ai social media, sui quali il valore personale sembra derivare dai brand indossati e dai luoghi frequentati, si è costruito un alfabeto finanziario composto da simboli vuoti. Il denaro è diventato puro spettacolo: si esibisce, si ostenta, si usa per costruire un'immagine, ma raramente se ne parla come strumento di pianificazione, crescita o autentica realizzazione personale. Questa teatralizzazione ha effetti devastanti soprattutto sui più giovani, che crescono credendo che il successo finanziario si misuri in "likes" e "stories", non in stabilità o consapevolezza, e che assorbono l'idea che il denaro serva principalmente a impressionare gli altri, non a costruire il proprio futuro.

È necessario un nuovo alfabeto finanziario che restituisca al denaro la sua dimensione umana e pratica. Invece di "mettersi in mostra", occorre

insegnare pianificazione e sostenibilità. Invece dell'acquisto compulsivo, è opportuno valorizzare la rinuncia consapevole. Invece dell'indebitamento mascherato da successo, bisogna educare alla disciplina finanziaria. Facendolo con un linguaggio che parta dalle differenti emozioni che suscita l'argomento, ma che sia inclusivo, accessibile a tutti i livelli di reddito e di competenza. E che sia onesto: ammettendo gli errori, condividendo le difficoltà, celebrando i piccoli progressi più dei grandi colpi di fortuna.

## EDUCARE I GIOVANI

I nostri ragazzi meritano di crescere con una cultura finanziaria più sana e costruttiva. Ciò richiede che s'instauri un rapporto tra generazioni in cui gli adulti, condividendo successi ed errori, atteggiamenti e strategie, superino l'imbarazzo di fare "certi discorsi" e diventino modelli di comportamento trasparenti e responsabili. I giovani, dal canto loro, devono essere incoraggiati a fare domande, senza che la loro curiosità verso l'argomento venga scambiata per avidità, e accompagnati a scoprire che la pianificazione finanziaria non è noia, ma libertà. Serve un nuovo linguaggio che crea spazi di dialogo privi di pregiudizio in cui imparare dalle esperienze altrui. Significa soprattutto sfidare alcuni modelli di comportamento contemporanei: invece di celebrare influencer che ostentano ricchezza apparente, dovremmo dare visibilità a chi costruisce stabilità attraverso scelte ponderate. Invece di accettare la cultura del "tutto e subito", sarebbe necessario valorizzare storie di crescita graduale. Anziché presentare il successo finanziario come fortuna o talento innato, bisognerebbe mostrarne gli aspetti pedagogici: apprendimento, disciplina, pazienza, impegno.



# Tante nuove strategie d'investimento

a cura di Arianna Cavigioli

«Nuove strategie d'investimento e una inedita soluzione previdenziale per creare e proteggere valore nel lungo termine». Sono questi i nuovi strumenti entrati a fare parte dell'arsenale a disposizione dei private banker di **Banca Generali**. I consulenti della terza private bank italiana possono contare, infatti, su nove nuovi comparti della Sicav Lux Im e sul Pip (Piano individuale pensionistico) Bg Previdenza Attiva Premium. L'equity è protagonista tra le nuove strategie Lux Im, con sette nuovi comparti azionari, tra i quali quattro fondi gestiti in delega e tre gestiti internamente da Bg Fml con advisory industriale. Al fianco dei fondi azionari ci sono una strategia alternativa market neutral e una per la gestione della liquidità. Fondi&Sicav ha parlato di queste novità con **Andrea Ragaini**, vicedirettore generale di **Banca Generali**.

**Avete scelto di puntare in prevalenza su strategie azionarie a dispetto del rinnovato nervosismo visto sui mercati negli ultimi mesi. Perché?**

«L'azionario rimane l'asset più adatto a creare valore nel tempo, anche in uno scenario più volatile rispetto a quello degli ultimi due anni. Le azioni, come rivelano i dati Aipb, restituiscono in media un rendimento di circa il 10% annuo nel lungo periodo, rispetto al 4% del reddito fisso. Lo abbiamo visto di recente con il recupero delle borse che in poche settimane hanno riguadagnato il terreno perso nella prima metà di aprile, dopo il Liberation day alla Casa bianca».

**La volatilità ha però spesso l'effetto di spaventare alcuni investitori più prudenti nei confronti dei mercati azionari. Come si risolve questa difficoltà?**

«La volatilità può preoccupare i clienti più cauti, è normale. Lo sappiamo e per questo motivo abbiamo messo a punto soluzioni che permettono un ingresso graduale sul mercato azionario, come i piani di accumulo e le soluzioni di tipo "step-in" che aumentano gradualmente l'esposizione azionaria nel corso del tempo. L'investimento progressivo può restituire risultati molto importanti nel lungo periodo. Abbiamo condotto diverse simulazioni proprio in questo senso: 100 euro al mese investiti nell'indice Msci World in 20 anni si sarebbero trasformati in 104 mila euro, e in 30 anni in 216 mila euro. A goccia a goccia può formarsi un mare, grazie alla combinazione di pazienza, cultura del risparmio e di quella che Warren Buffett ha definito la magia della capitalizzazione composta nel lungo termine».

**Come avete scelto i fondi che sono entrati a fare parte della piattaforma Lux Im in questa ultima espansione?**

«La nostra proposizione è sempre mettere a disposizione di clienti e consulenti le migliori eccellenze, veri e propri "building block", che coprano tutte le asset class. Ciò permette ai nostri professionisti di costruire portafogli diversificati e su misura sulle esigenze dei singoli investitori, garantendo flessibilità



**ANDREA RAGAINI**  
vicepresidente generale  
**Banca Generali**

e reattività ai consulenti e mettendo a loro disposizione le migliori strategie in ogni asset class, che selezioniamo con un percorso che parte dall'individuazione dei fondi che hanno rendimenti nei primi quartili, per analizzare poi i processi e conoscere le persone dietro le performance».

**Oltre alle nuove strategie Lux Im c'è anche una nuova soluzione di previdenza integrativa. Come nasce l'attenzione a questo tipo di prodotto?**

«Ci troviamo in un mondo caratterizzato da profondi cambiamenti demografici, che incideranno sugli equilibri previdenziali e del welfare pubblico. Secondo le stime più recenti, chi andrà in pensione nel 2045 lo farà con un tasso di sostituzione del reddito pari solo al 46% dell'ultima retribuzione, un livello insufficiente a garantire lo stesso tenore di vita. Nonostante ciò, solo un lavoratore su tre aderisce alla previdenza complementare. In questo scenario, la consulenza finanziaria dovrà sempre più combinare pianificazione a lungo termine con protezione e previdenza. I Pip sono strumenti flessibili, che si adattano alle necessità di giovani, imprenditori e lavoratori autonomi, per assicurarne il futuro attraverso la protezione del capitale e l'efficienza fiscale garantita dagli investimenti previdenziali. Con Bg Previdenza Attiva Premium abbiamo voluto offrire una soluzione che vada loro incontro, arricchita da sottostanti e servizi di prodotto innovativi e distintivi per garantire un ulteriore livello di protezione».

# Commodity, ideali per decorrelare

a cura di Boris Secciani

Una delle maniere più utilizzate per decorrelare è mettere in portafoglio un pacchetto di commodity, tra le quali l'oro è certamente quella che oggi è maggiormente sugli scudi. A parlarne è **Shawn Reynolds**, portfolio manager di VanEck's Global resources and environmental sustainability strategies di **Van Eck**.

#### **Quali obiettivi un fondo come il vostro offre nello scenario di mercato che si sta sviluppando?**

«Il nostro fondo investe in azioni di aziende che operano lungo la filiera di diverse risorse naturali, dall'oro e altri preziosi, come il platino, alle commodity agricole per arrivare a metalli di base come il rame, il nichel e i combustibili fossili. A nostro avviso, l'universo investibile in cui operiamo e la nostra strategia oggi offrono un elevato potenziale di diversificazione e decorrelazione. I rischi geopolitici allo stato attuale sono molto elevati, con la possibilità di assistere a shock significativi in diverse filiere e le condizioni attualmente presenti sui mercati sono ideali per registrare buone performance da parte delle commodity. Se guardiamo al passato, scopriamo che non è necessario registrare imponenti spinte sui prezzi affinché le materie prime generino rendimenti consistenti: basta pensare al primo decennio di questo secolo in cui si è avuto un minimo di inflazione, ma non così intensa. Lo scenario si è poi ribaltato nel decennio 2010-2020, mentre negli ultimi cinque anni le tensioni sui prezzi sono ritornate con la contemporanea ripresa dei corsi di molte risorse».

#### **In particolare, per quanto riguarda**



**SHAWN REYNOLDS**  
portfolio manager  
**VanEck's Global resources and environmental sustainability strategies**  
**Van Eck**

#### **Il petrolio, quale quadro prevedete?**

«Fino a qualche settimana fa l'oro nero sembrava caratterizzato dalla sovrapposizione di molti possibili sviluppi alquanto differenziati; oggi l'evoluzione più probabile di questo mercato sembra ridotta a due opzioni praticamente opposte. Da una parte la tregua fra Iran, Usa e Israele potrebbe tenere e portare a una graduale normalizzazione del petrolio. Dall'altra parte, è possibile che Israele continui a focalizzarsi sulla Repubblica islamica, con la conseguenza che la leadership degli ayatollah, di fronte a un quadro del genere, cercherebbe di chiudere lo stretto di Hormuz come mossa della disperazione. Le ricadute sarebbero pesantissime, visto che, attraverso questa rotta, passa circa il 20% del petrolio mondiale. Per il momento, siamo ancora piuttosto lontani dal materializzarsi di un simile disastro, tanto che le quotazioni del greggio non si sono mosse enormemente. Le probabilità di assistere a qualcosa di così grave stanno però lentamente crescendo, tanto che le grandi case che fanno trading fisico di petrolio (per esempio, Glencore o Vitol) senza evitare in toto il Golfo Persico, monitorano comunque la regione con grande attenzione».

**L'oro finora è stato uno dei grandi vincitori di quest'era; com'è possibile ottenere una valida esposizione alle sue dinamiche attraverso i gruppi minerari auriferi, che fino a non molto tempo fa stavano decisamente sottoperformando rispetto al sottostante?**

«Il metallo prezioso per eccellenza, in effetti, si è trovato a giocare il ruolo di hedge

per quasi tutti i rischi che oggi si sono intersecati fra loro. Da una parte, molti investitori asiatici, e non solo, l'hanno utilizzato per diversificare la propria esposizione nei confronti degli Stati Uniti, dall'altra questa risorsa continua a servire come protezione dall'inflazione e dalle tensioni geopolitiche, ma anche come vera e propria fiat currency, cioè come una valuta non ancorata al prezzo di una materia prima. Allo stesso tempo è vero che di recente molte società minerarie che operano in questo campo avevano mostrato performance deludenti. Da allora, però, i management di diverse aziende si sono concentrati sul miglioramento dell'esecuzione del loro business: da un lato hanno operato con un forte controllo dei costi, dall'altro si sono concentrati solo sugli asset più redditizi, anche grazie a diverse operazioni di M&A, fondamentali in un settore dove è difficile aggiungere offerta a causa della presenza di molte delle migliori miniere in aree arretrate e instabili. Nei fatti, un po' tutto il comparto delle materie prime ha vissuto una profonda trasformazione. Fino a 10-15 anni fa, infatti, l'obiettivo era la crescita a tutti i costi, mentre la crisi seguente ha portato a un approccio molto più razionale che si è accompagnato a una rivoluzione tecnologica dovuta all'uso di macchinari e all'adozione di innovazioni in termini di tecnologie di esplorazione molto più avanzati. La conoscenza del nostro pianeta da parte dei colossi di diverse industrie è cresciuta enormemente. Essi dispongono oggi di un volume di dati semplicemente inimmaginabile fino a pochi anni fa, con un conseguente aumento della produttività e, auspicabilmente, della profitabilità».

### PUBBLICITÀ FINANZIARIA E SOCIAL MEDIA

## Nessuna garanzia per i risparmiatori

di Irene Gusso, associata di Advant Nctm



Negli ultimi anni si è registrata una partecipazione sempre crescente degli investitori retail al mondo degli investimenti finanziari. Questa tendenza è stata favorita dalla proliferazione di nuovi canali di accesso ai mercati dei capitali, quali app, social network, motori di ricerca e piattaforme online. Per fare alcuni esempi: si possono trovare opportunità di investimento tramite una semplice ricerca su Google o visualizzando per caso un post su Facebook o X o, addirittura, un breve video su TikTok.

#### IL ROVESCIO DELLA MEDAGLIA

Questo fenomeno ha certamente avuto effetti positivi; per esempio, ha incrementato i capitali investiti e la concorrenza tra gli operatori del mercato. Tuttavia, non possiamo non considerare il rovescio della medaglia: gli investitori retail sono ora maggiormente esposti al rischio di truffa, perché non c'è alcuna garanzia che le imprese con cui interagiscono tramite social media e piattaforme digitali siano soggetti professionali e autorizzati. Questo aspetto non è di scarso valore: i soggetti autorizzati, in quanto tali, possono essere considerati affidabili, perché per potere ottenere e mantenere la loro autorizzazione devono dimostrare di rispettare determinati requisiti e sono costantemente sottoposti alla supervisione delle autorità di vigilanza competenti. Al contrario, in mancanza di un soggetto autorizzato, gli investitori retail rischiano di assumere decisioni di investimento dettate più dall'efficacia degli strumenti comunicativi e delle strategie di marketing utilizzate dagli offerenti, che dalla bontà degli investimenti in sé.

#### IL RISCHIO DI TRUFFE

Ne consegue che le piattaforme digitali rischiano, se non provviste di adeguati presidi, di essere sfruttate da veri e propri truffatori per pubblicizzare servizi finanziari non autorizzati e, quindi, illeciti e per spingere i piccoli investitori a rivolgersi a società o enti non autorizzati. Il problema non è di poco conto; infatti, questo genere di truffe rischia di avere impatti non solo a livello individuale, ma anche a livello sistematico. L'impatto sul piano individuale è evidente:

*Gli investitori retail sono ora maggiormente esposti al rischio di truffa, perché non c'è alcuna garanzia che le imprese con cui interagiscono tramite social media e piattaforme digitali siano soggetti professionali e autorizzati*

il singolo investitore potrebbe incorrere in perdite significative a causa degli investimenti pubblicizzati sulle piattaforme digitali. Ma esiste anche un rischio sistematico: il settore degli investimenti finanziari vive delle iniezioni di capitali da parte di tutto il pubblico degli investitori, professionali e non; quindi, un fenomeno come quello delle truffe finanziarie online, che ha il potenziale di creare una forte sfiducia del pubblico nei confronti del settore finanziario, può avere un impatto negativo sul buon funzionamento del mercato.

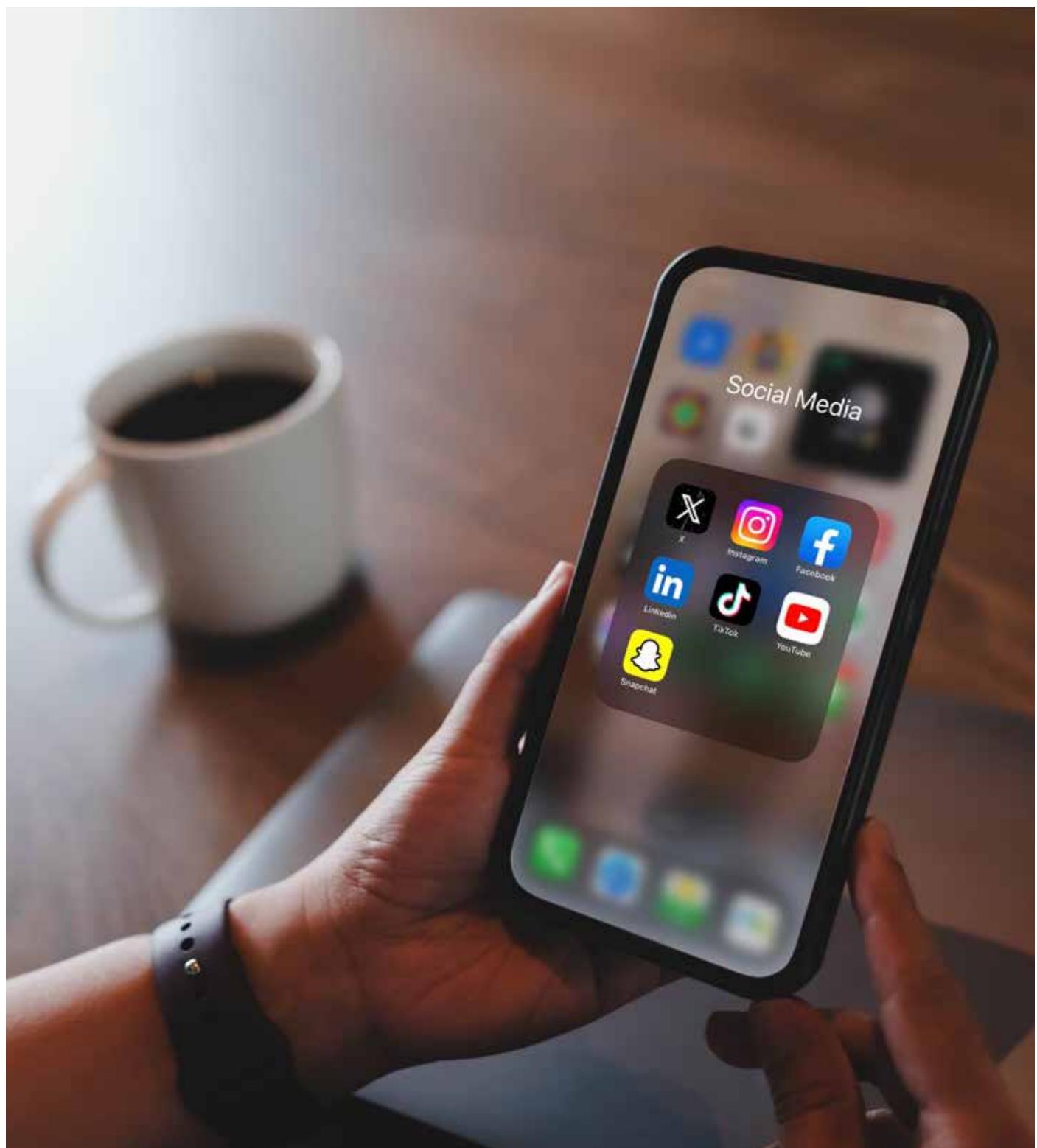
#### L'INVITO DI ESMA AI PROVIDER

In questo scenario, in cui è ben possibile che non sia coinvolta alcuna impresa di investimento autorizzata, l'unico schermo tra gli investitori e i potenziali truffatori è costituito proprio dai provider delle piattaforme online e, per questo motivo, l'Esma (l'autorità di vigilanza europea per gli strumenti finanziari e i mercati di capitali) ha inviato, in data 28 maggio 2025, una lettera a tutti i principali provider: Alphabet, Amazon, Apple, Google, Meta, Reddit, Snap, Telegram, TikTok e X. Questi ultimi sono stati invitati ad adottare misure proattive per prevenire la promozione di servizi finanziari non autorizzati; in sostanza, il provider dovrebbe approntare dei sistemi per verificare se una determinata impresa, che desideri promuovere servizi finanziari tramite la sua piattaforma, sia stata autorizzata da una qualche autorità di vigilanza europea od operi per conto di un'im-

presa autorizzata. A titolo di esempio, l'Esma ha suggerito che i provider potrebbero effettuare queste verifiche tramite la consultazione del registro delle imprese di investimento autorizzate ai sensi della Mifid2, tenuto dalla stessa Esma. Questo non è l'unico strumento disponibile. Infatti, l'iniziativa dell'Esma ripropone sul piano europeo i timori già espresi a livello internazionale dal losco (International organization of securities commissions) in una comunicazione del 21 maggio 2025, in cui si fa anche riferimento a un apposito

database globale, lanciato nel primo trimestre del 2025 e denominato I-Scan (International securities and commodities alerts network), che raccoglie un elenco delle imprese di investimento non autorizzate o coinvolte in attività finanziarie illegali.

Si auspica che i provider accolgano i suggerimenti dell'Esma, per rendere i nuovi canali di pubblicità finanziaria più sicuri e affidabili, non solo a tutela degli investitori, ma a beneficio dell'intero sistema.



# Quando la storia incontra l'arte del presente

di Emanuela Zini

A Perugia è in corso una mostra inedita che fonde l'arte medievale delle pergamene comunali con il pensiero visivo di grandi protagonisti della contemporaneità: "Extra, Segni antichi/Visioni contemporanee". Si tratta di un viaggio attraverso i secoli, una narrazione per immagini e parole che intreccia la storia documentale di Perugia medievale con il linguaggio fluido e talvolta provocatorio dell'arte contemporanea. Promossa dalla Fondazione Perugia, l'esposizione si tiene a Palazzo Baldeschi dal 17 giugno 2025 al 6 gennaio 2026 e rappresenta

un punto di svolta nella proposta culturale della città, confermandola come snodo sensibile tra memoria, ricerca e creatività.

## UN GIOIELLO A PERUGIA

Il palazzo che ospita la mostra è il risultato della fusione di più edifici medievali (XIV secolo), iniziata da Baldo degli Ubaldi (detto Baldeschi), celebre giureconsulto che vi abitò nel 1361. Successivamente furono integrate ulteriori strutture tra il 1480 e il 1496. Nella seconda metà del '500 i Baldeschi trasformarono l'insieme in un corpo unitario, caratterizzato da un portale e finestre in travertino sul prospetto di Corso Vannucci. L'incorniciatura interna fu impreziosita tra fine '800 e metà '900 da affreschi neobarocchi nella "Sala delle Muse", dipinti da Mariano Piervittori nel 1856. Nel 2002 la Fondazione Cassa di Risparmio di Perugia ha acquisito il palazzo per destinarlo a spazio culturale.

## COLLEZIONE ALBERTINI

Uno dei fulcri concettuali e materiali della mostra è rappresentato dalla preziosa Collezione Albertini, recentemente acquistata da Fondazione Perugia. Si tratta di un corpus straordinario di circa 1700 copertine in pergamena, databili tra il XIII e il XV secolo, provenienti dagli archivi storici del Comune di Perugia. Questi documenti, originariamente





destinati a rivestire registri comunali, notarili e amministrativi, costituiscono un patrimonio di inestimabile valore, non soltanto per la storia della scrittura e della documentazione, ma anche per il loro straordinario valore iconografico. Decorati con stemmi araldici, motivi simbolici, figure animali e colori intensi, rivelano una funzione visiva oltre che funzionale e sono diventati strumenti identitari e narrativi. In molti casi, la pergamena è riutilizzata, sovrascritta, cucita, segnata dal tempo: ogni frammento conserva in sé una stratificazione di usi, significati e cicatrici storiche. L'interesse per la Collezione Albertini, dunque, va ben oltre l'aspetto archivistico: essa è testimonianza viva di una cultura materiale che regolava la vita civica e sociale della Perugia medievale e rinascimentale.

## FUORI DELL'ORDINARIO

La parola "Extraordinariorum", da cui prende il nome la mostra, campeggia su una di queste copertine, evocando già in epoca antica l'idea di qualcosa fuori dall'ordinario, fuori dal consueto ordine delle cose, perfettamente in linea con l'intento curatoriale di risemantizzare l'antico alla luce del contemporaneo. A rendere ancora più significativa l'esposizione è la presenza di 18 artisti italiani e internazionali, i cui lavori dialogano con le pergamene secondo criteri di affinità tematica, materica, semantica. Tra loro spiccano nomi del calibro di Alighiero Boetti, Emilio Isgrò, Maria Lai, David Tremlett, Gianni Dessì, Mimmo Paladino, Beverly Pepper, Luigi Ontani e Joe Tilson. Alcuni sono figure chiave dell'arte concettuale e visiva del secondo Novecento, altri sono noti per il loro

approccio multidisciplinare e per l'uso della parola come immagine, o dell'immagine come linguaggio.

## CINQUE PERCORSI

Il percorso espositivo si articola in cinque sezioni principali: Figurazioni, Astrazioni, Motivi, Simboli, (Ri)scritture. Ognuna esplora un diverso modo di interpretare il rapporto tra passato e presente. In "Figurazioni", gli stemmi con leoni rampanti, grifoni e animali fantastici dialogano con le ceramiche iperrealiste di Bertozi & Casoni, con l'iconografia pop-surrealista di Gabriele Arruzzo e con le tavole di Luigi Serafini, inventore di alfabeti impossibili e autore del celebre "Codex Seraphinianus". "Astrazioni" guarda invece alla geometria degli emblemi medievali, mettendola in relazione con le ricerche di David Tremlett, noto per i suoi wall drawing che richiamano i ritmi delle mappe e dei confini territoriali, o con l'opera scultorea di Beverly Pepper, artista americana profondamente legata all'Umbria e al concetto di monumento. "Motivi" si concentra su elementi grafici minimi, ripetitivi, quasi calligrafici, che nelle pergamene diventano ritmo visivo e che trovano corrispondenza nei lavori di Alighiero Boetti, con i suoi alfabeti tessili, o nelle sequenze pittoriche di Giorgio Griffa, dove il segno diventa tempo. "Simboli" ci immerge nel mistero degli stemmi perduti, rappresentazioni il cui significato si è dissolto nel tempo, ma che conservano un potere evocativo. Qui entrano in campo le maschere espressive di Luigi Ontani, i fogli stratificati di Mimmo Paladino e le mappe semantiche di Joe Tilson.

Infine, "(Ri)scritture" esplora il corpo della pergamena come superficie narrativa: lacezazioni, cuciture, sovrascritture diventano tracce di memoria. Questo tema si riflette nelle cancellature poetiche di Emilio Isgrò, nei ricami-testimonianza di Maria Lai e nei collage di Gastone Novelli, dove testo e immagine si fondono.

## UNO SGUARDO NUOVO

L'obiettivo è duplice: da un lato mostrare il valore formale e simbolico dei documenti antichi, dall'altro offrire al pubblico uno sguardo nuovo, capace di leggere nella fragilità della materia storica un'energia che si rinnova nel presente. Fondazione Perugia, da anni impegnata nella valorizzazione del patrimonio artistico e culturale del territorio, dimostra ancora una volta la propria capacità di innovare e sperimentare. Dopo le mostre dedicate a Canova, al confronto Perugino/Burri e a Natura/Utopia, Extra segna un passo ulteriore verso un modello espositivo capace di superare le barriere cronologiche. Come ha dichiarato il presidente Alcide Casini, si tratta di «un progetto che non solo preserva la memoria, ma la rende strumento di visione». L'allestimento, concepito per valorizzare le relazioni tra antico e contemporaneo, è esso stesso parte integrante dell'opera: un sistema di rimandi visivi e concettuali che permette al visitatore di entrare in un dialogo personale con le opere e i documenti. "Extra. Segni antichi / Visioni contemporanee" si presenta come un atto poetico e politico insieme: un invito a riscoprire la contemporaneità dell'antico e la memoria dell'oggi.

# Market timing vs time in the market

Il tempo giusto, il ritmo per le nuove generazioni

2-3  
ottobre  
2025

TEATRO DEL  
MAGGIO MUSICALE  
FIORENTINO, FIRENZE

INFO E ISCRIZIONI SU  
**WWW.EFPA-ITALIA.IT**

#EFPAITMEETING    

# CONSULENTI & RETI



«Ormai anche la pandemia è memoria.

Il coinvolgimento emotivo si è spento.

Non abbiamo detto allora che quella volta era diverso e che nulla sarebbe stato più come prima? "Nulla", attenzione, "nulla". Prendere decisioni quando nulla sarà più come prima è molto difficile, mi pare. Io, ricordo, rispondevo: "Tutto tornerà come prima". Il mio interlocutore mi diceva "Esageri!". "Anche tu, rispondevo io". Alcune cose non cambiano, altre sì. Tocca a noi trovare la soluzione razionale, non emotiva, a questo rebus. Che cosa cambierà o sta cambiando, che cosa tornerà, presto o tardi, come prima».

**RUGGERO BERTELLI**

**docente di gestione della banca, gestione del rischio di credito e gestione  
dei rischi finanziari Università di Siena  
esperto di finanza comportamentale**

**RUGGERO BERTELLI**

**docente di gestione della banca, gestione del rischio di credito  
e gestione dei rischi finanziari Università di Siena  
esperto di finanza comportamentale**

**CONSULENTI &  
RETI**

# Nulla tornerà come prima? Non è vero!

a cura di Alessandro Secciani

Ormai la finanza comportamentale, non solo per i consulenti e tutti gli altri professionisti della finanza, ma anche per gli investitori privati e persino per i piccoli risparmiatori è diventata un must. Almeno sul piano teorico, quasi tutti hanno capito che gli investimenti si programmano sul lungo periodo e con una chiara attenzione ai bisogni futuri, stando ben attenti che l'emotività non cambi programmi faticosamente stabiliti con il proprio professionista di riferimento. Avere consapevolezza dei fattori psicologici, emotivi e cognitivi nell'assumere una decisione finanziaria è indubbiamente di grande aiuto. Detto ciò, la pratica molto spesso è tutt'altra cosa. È facile, al momento in cui si è seduti sul divano davanti a buon aperitivo, con un consulente che spiega con chiarezza quali sono le decisioni individuali giuste

da prendere, stendere un piano finanziario a lungo termine. Il difficile è mantenerlo quando i mercati crollano e si vede che si stanno annientando i risparmi, ma anche quando alcuni titoli o alcuni settori (non sono mai quelli in cui si è investito) salgono a perdifiato e si ha la netta sensazione che si stia perdendo, insieme a un sacco di soldi, l'occasione della vita.

Tra i primi a parlare di questi temi in Italia, al punto da essere considerato oggi uno dei maggiori esperti del Paese di finanza comportamentale, è stato **Ruggero Bertelli**, docente di gestione della banca, gestione del rischio di credito e gestione dei rischi finanziari presso l'**Università di Siena**, consulente di alcune reti di collocamento di prodotti finanziari e autore di diversi libri. E proprio in un momento come l'attuale, che vede i mercati in preda alla volatilità



a causa di decisioni politiche che appaiono ai più senza senso, che diventa importante avere un solidissimo entroterra di finanza comportamentale. Mantenere i nervi a posto in queste occasioni è difficile per tutti e ancora più arduo è fare piccole ma efficaci modifiche di portafoglio che magari, in un momento molto complicato, possono fornire qualche vantaggio competitivo con un rischio limitato.

**In un mondo sempre più polarizzato, non c'è il rischio di comprare o vendere titoli non sulla base di un ragionamento razionale, ma per antipatia o simpatie? Non c'è il pericolo, per fare un esempio banale, che una persona che odia Trump non voglia comprare titoli americani o che, al contrario, accetti tutto ciò che viene dall'America per sostenere l'attuale am-**

**ministrazione? Se si considera che oggi odi e amori in politica sono praticamente ovunque, non si sta rischiando di avere un mercato completamente irrazionale?**

«Nessuno prende una decisione per un numero. Tutti abbiamo bisogno di una storia». Questa notissima frase di Daniel Kahneman spiega perché la risposta potrebbe essere un deciso sì. Sì, c'è il rischio che il nostro comportamento scivoli verso una potente distorsione cognitiva, la “rappresentatività”. Prendiamo decisioni sulla base di una ricostruzione di eventi, una categorizzazione di elementi informativi, che ci fa comodo, in cui crediamo, che ci sembra giusta... insomma ce la raccontiamo. E troviamo una motivazione. È razionale il nostro comportamento? Ovviamente no, se parliamo di titoli azionari, mercati, investimenti. Ma chi anticipa il nostro comportamento, chi ci conosce, sa che, in fondo,

siamo quelli che trovano che 499 euro è diverso da 501 euro, tanto diverso che nel primo caso compriamo, nel secondo “ci dobbiamo pensare”. E allora questa prevedibile irrazionalità (vedi il libro di Dan Ariely) viene “agita” per ottenere vantaggi (probabilmente) non equi. Robert Shiller (Phishing. L'economia della manipolazione e dell'inganno) ricorda che a scegliere è la scimmia sulla nostra spalla, non siamo noi, in realtà».

**Una delle frasi che la finanza comportamentale ritiene profondamente sbagliata è: «Questa volta è diverso rispetto a tutte le precedenti». In questa maniera si giustificano comportamenti totalmente anomali. Ma una situazione come quella attuale, con un presidente completamente fuori controllo e probabilmente con qualche squi-**



STORIE DI FINANZA COMPORTAMENTALE

## Rischi e Performance delle Istituzioni Finanziarie

Materiali selezionati da Ruggero Bertelli  
Scuola di Economia e Management -  
Università degli Studi di Siena  
Corso di Laurea in Scienze Economiche e Bancarie

McGrawHill create

MANAGEMENT

## Analisi finanziaria e gestione di portafoglio

Valutazione del rischio, tecniche di asset allocation, relative e absolute return, strumenti di analisi

Ruggero Bertelli  
Eugenio Linguanti

**libro mentale, non è davvero una situazione diversa dalle altre, che richiede risposte di investimento nuove e contro corrente? Alla fine aggiustare i portafogli sulla base di avvenimenti imprevedibili può essere anche razionale.**

«Attenzione, rischiamo di scivolare proprio nelle conseguenze emotive che derivano dalla confusione tra “esperienza e memoria”. La grande crisi del 2008 è memoria, non è più esperienza, quella che abbiamo vissuto in prima persona, quando pensavamo che Unicredit fosse la prossima candidata al fallimento. Il crollo delle torri gemelle è memoria, non è l’esperienza di vedere in diretta il secondo aereo che si schianta nella torre e poi di osservare, sempre in diretta le due torri che crollano, implodendo, una dopo l’altra. Ormai anche la pandemia è memoria. Il coinvolgimento emotivo si è spento. Non abbiamo detto allora che quella volta era diverso e che nulla sarebbe stato più come prima? “Nulla”, attenzione, “nulla”. Prendere decisioni quando nulla sarà più come prima è molto difficile, mi pare. Io, ricordo, rispondevo: “Tutto tornerà come prima”. Il mio interlocutore mi diceva “Esageri!”. “Anche tu, rispondevo io”. Alcune cose non cambiano, altre sì. Tocca a noi trovare la soluzione razionale, non emotiva, a questo rebus. Che cosa cambierà o sta cambiando, che cosa tornerà, presto o tardi, come prima».

**Come influisce l’intelligenza artificiale sui comportamenti degli**

**investitori? In questo caso, è qualcosa che prima non c’era davvero...**

«Ricordo il dilemma del prigioniero. Per ottenere risultati ottimali occorre avere fiducia. Ma noi non ci fidiamo gli uni degli altri e quindi siamo portati a fare scelte sbagliate, che siamo noi per primi a subire. Avremo fiducia in ciò che l’intelligenza artificiale ci dice di fare? Se l’Ai si conquista la nostra fiducia solo perché non è umana (e questo può essere già un buon motivo), saremo portati ad adottare comportamenti più efficienti».

**Si parla sempre più spesso di educazione finanziaria, sia tra i risparmiatori, sia tra gli operatori. Quale ruolo ha la finanza comportamentale in un programma di educazione finanziaria?**

«A mio giudizio il ruolo della finanza comportamentale è cruciale nell’educazione finanziaria. Inutile insegnare che cosa si dovrebbe fare a chi poi non riesce a realizzare quanto suggerito. È un mondo di “spinte gentili” e “architetture delle scelte” che dobbiamo costruire. Occorre diffondere cultura finanziaria, la cultura della pianificazione, il funzionamento dell’economia, l’importanza del risparmio, la definizione degli obiettivi e, infine, le corrette e indispensabili azioni di investimento. Ne viene fuori un acronimo che utilizzo in un mio progetto di educazione finanziaria: Eroi».

**Oggi a portare avanti l’educazione**

**finanziaria presso il grande pubblico sono soprattutto i consulenti finanziari. In questo impegno, quale ruolo deve avere la parte comportamentale?**

«I consulenti finanziari sono “maestri” di finanza comportamentale, perché la vivono tutti i giorni, cliente dopo cliente, errore dopo errore. Negli anni hanno individuato i comportamenti corretti e quelli sbagliati. Un bagaglio di esperienze che possono essere condivise e messe a frutto».

**Secondo una ricerca su un ampio campione di consulenti è risultato che circa due consulenti su tre hanno fatto un corso certificato di finanza comportamentale. Ma la stessa ricerca ha accertato anche che tra i consulenti certificati in questo campo solo uno su tre usa la finanza comportamentale con i suoi clienti. Non c’è il pericolo che la certificazione sia solo una medaglietta da esibire, ma di fatto qualcosa che non viene realmente utilizzata?**

«Occorrerebbe capire bene che cosa vuole dire “usare la finanza comportamentale”. Certamente “studiare” e prendere una certificazione è un primo passo indispensabile. L’esperienza alla quale facevo cenno nella precedente risposta va razionalizzata, generalizzata, sistematizzata per divenire azione professionale a vantaggio dei clienti investitori. La finanza comportamentale diviene un mezzo per fare percepire all’in-

vestitore il valore della consulenza che a lui viene prestata, se si traduce in scelte quotidiane. Il focus è sul vantaggio per l'investitore: comportamenti corretti accrescono il "rendimento" del patrimonio e consentono di raggiungere il benessere nel tempo. È la missione del consulente finanziario, se non sbaglio».

**Una delle caratteristiche dei mercati è che le guerre non sembrano fare paura: spesso fanno più paura alcuni dati fondamentali in peggioramento. Che cosa ne pensa?**

«Le guerre fanno paura se hanno un impatto diretto sullo scenario economico di riferimento. In passato sono state viste come "soluzioni" o la parte finale estrema di un problema. Se le aziende quotate sono forti, o alcune divengono forti a svantaggio di altre, il compito del mercato è allocare i capitali laddove è migliore il rapporto tra rischio e rendimento. Le guerre possono generare una recessione globale termo-nucleare? Se la risposta è sì, allora i mercati si comporteranno di conseguenza».

**La finanza negli ultimi cinque anni è cambiata profondamente. Ha avuto un'evoluzione anche la finanza comportamentale?**

«Onestamente no. Capisco che non è una risposta "seduttiva" e che piacerebbe di più dire che l'essere umano sta profondamente cambiando e come tale cambia anche la psicologia cognitiva e l'economia comportamentale. Tuttavia, penso che la parte hardware del nostro cervello non stia evolvendo. La finanza comportamentale studia l'hardware, non il software. Prima usavamo le piante della città e ci sentivamo una volta ogni tanto per telefono. Io uso ancora Excel (dopo Lotus 123), mio figlio anche, ma nel suo lavoro usa tutti i giorni l'intelligenza artificiale; i figli di mio figlio non sapranno nemmeno che cosa è Excel. Oggi è tutto cambiato e chissà che cosa altro cambierà. Questo è il software. Ma il funzionamento del nostro cervello è hardware non software».

**Ci sono stati negli ultimi anni alcuni studi di finanza comportamentale particolarmente importanti?**

«Ci sono state continue e approfondite applicazioni dell'economia comportamentale, che hanno dimostrato che lo human vince



sempre contro l'econ (per usare il classico Thaler). Penso ai libri di Robert Shiller su economia narrativa ed economia dell'inganno. E penso all'igiene decisionale di Kahneman nel suo "Rumore". Penso alla nuova scienza del piacere di McFadden. La finanza comportamentale è una costola di una disciplina più ampia della quale occorre cogliere le evoluzioni. Insomma, la finanza diviene benessere».

**Abbiamo chiesto ad alcune intelligenze artificiali un giudizio sui consulenti italiani e per quanto riguarda la finanza comportamentale, riferendosi a una frangia di professionisti, la risposta è stata: "Ci sono lacune in finanza comportamentale". Che cosa ne pensa, lei che con i consulenti ha spesso un rapporto di formazione? È un giudizio ingiusto?**

«Non so dire. Certo la comprensione del rischio è quanto di più difficile ci sia per l'essere umano. Si chiama "risk culture". Una vera sfida per le aziende e le comunità, che riguarda ognuno di noi, quando prendiamo delle decisioni (sorpassare un camion, affrontare una rotonda, attraversare la strada,

investire i nostri risparmi, fare un'adeguata verifica, somministrare un questionario Mi-fid). C'è un bel libro sul tema: "Imparare a rischiare" di Gerd Gigerenzer, che è un noto psicologo e ricercatore nel campo della razionalità e della decisione: discute come le intuizioni e le scorciatoie cognitive possano aiutare a navigare in situazioni di rischio e incertezza, piuttosto che fare affidamento solamente su modelli complessi e dati».

**E quanto alla capacità di gestire le situazioni di panico, sempre più frequenti in un mondo complesso come quello attuale, che gli investitori fanno fatica a riconoscere, si sta diffondendo una visione più positiva che in passato?**

«Quanto al panico durante i crash, la nostra incapacità di guardare lontano (framing ampio) costituisce una "costosa iattura", ammonisce Kahneman. E conclude: "I singoli investitori possono evitare tale iattura e ottenere i benefici emozionali del framing ampio riducendo la frequenza con cui controllano quanto stia andando bene il proprio investimento". Forse, effettivamente, su questo punto, i consulenti finanziari potrebbero svolgere qualche riflessione».

# I consulenti visti dall'AI: bravi e affidabili ma occorrerà cambiare

a cura di Alessandro Secciani  
e Boris Secciani

Solitamente, quando si intervistano i consulenti o i manager, si chiede che cosa pensano dell'intelligenza artificiale e come questo strumento potrà integrarsi con il futuro della professione. Questa volta Fondi&Sicav ha fatto esattamente il contrario: ha chiesto all'intelligenza artificiale che cosa pensa dei consulenti finanziari italiani, quali sono i loro punti di forza, in quali ambiti debbono migliorare ancora e quale sarà il loro futuro nella professione. A rispondere sono state **Claude** e la cinese, rivale di ChatGpt, **Deepseek**, che si sono rivelate abbastanza allineate nei loro giudizi e, tutto sommato, molto preparate sull'argomento, anche se alcuni giudizi sono troppo perentori e privi delle necessarie sfumature. In ogni caso, è uscito un documento che, a parere della redazione, può fornire spunti molto interessanti, sia ai singoli professionisti, sia all'industria in generale. L'AI non è capace di elaborare pensieri originali, ma è bravissima nell'interpretare migliaia e migliaia di dati e di pareri e fornire un super-consensus.

## **I PUNTI DI FORZA**

Il primo elemento preso in considerazione riguarda i plus dell'intera categoria. «I consulenti finanziari italiani presentano diversi punti di forza distintivi nel panorama europeo e internazionale», esordisce Claude. «Eccellono nella costruzione di rapporti interpersonali solidi e duraturi con i clienti. La cultura italiana privilegia le relazioni umane e questo fatto si traduce in un approccio più personalizzato ed empatico alla consulenza, nella quale la fiducia reciproca diventa il fondamento del rapporto professionale. Hanno una conoscenza approfondita del contesto locale e una comprensione eccellente delle specificità del mercato italiano, delle normative fiscali complesse e delle particolarità del sistema bancario e previdenziale nazionale. Questa expertise locale è particolarmente preziosa per navigare le complessità burocratiche e normative italiane». Viene giudicato dalla stessa AI decisamente buono anche l'approccio olistico alla

*«I consulenti italiani eccellono nella costruzione di rapporti interpersonali solidi e duraturi con i clienti. La cultura italiana privilegia le relazioni umane, e questo fatto si traduce in un approccio più personalizzato ed empatico alla consulenza, nella quale la fiducia reciproca diventa il fondamento del rapporto professionale. Hanno una comprensione eccellente delle specificità del mercato italiano, delle normative fiscali complesse e delle particolarità del sistema bancario e previdenziale nazionale. Questa expertise locale è particolarmente preziosa per navigare le complessità burocratiche e normative italiane»*

**CLAUDE**

pianificazione. «Molti consulenti italiani adottano una visione d'insieme che considera non solo gli investimenti, ma anche gli aspetti fiscali, successori e di protezione del patrimonio familiare: ciò riflette l'importanza culturale della famiglia nella società italiana. Il tutto con una capacità di adattarsi rapidamente ai cambiamenti normativi e di mercato, sviluppata attraverso anni di esperienza in un contesto economico e regolamentare in continua evoluzione. È presente una particolare expertise nell'utilizzo di strumenti come polizze vita, fondi pensione e soluzioni assicurative, spesso integrati in strategie di pianificazione patrimoniale sofisticate. Questi elementi si combinano per creare un profilo professionale che bilancia competenza tecnica e sensibilità umana, caratteristiche molto apprezzate dalla clientela italiana».

#### **DIFFICOLTÀ NORMATIVE**

Non molto diversa la percezione complessiva di Deepseek, che mette in rilievo soprattutto le difficoltà normative nelle quali i professionisti italiani sono costretti a operare, la loro competenza tecnica e la formazione specializzata. «L'Italia ha un quadro normativo rigoroso (ad esempio, Ocf, Mifid II) che richiede ai consulenti finanziari certificazioni specifiche (Esma, Efpa, etc.), che garantiscono una base tecnica solida. L'obbligo di aggiornamento professionale (Cpd - Continuing professional development) assicura che i consulenti rimangano al passo con le evoluzioni di mercato, fiscalità e prodotti».

*«Un punto di forza è la cultura della fiducia. In un Paese con un'alta propensione al risparmio, ma diffidenza verso i mercati (storica sfiducia nelle banche post-crisi 2008), i consulenti italiani eccellono nel costruire relazioni di lungo periodo, spesso su base familiare o territoriale. La capacità di interpretare esigenze complesse, come pianificazione successoria e Pmi), è un tratto distintivo, grazie alla consuetudine con la frammentazione del patrimonio italiano (piccoli risparmiatori vs. Hnwi)»*

**DEEPSEEK**

Anche Deepseek mette in rilievo la grande capacità di comunicazione con gli investitori grazie a un approccio personalizzato e relazionale. «Un punto di forza è la cultura della fiducia. In un Paese con un'alta propensione al risparmio,



ma diffidenza verso i mercati (storica sfiducia nelle banche post-crisi 2008), i consulenti italiani eccellono nel costruire relazioni di lungo periodo, spesso su base familiare o territoriale. La capacità di interpretare esigenze complesse, come pianificazione successoria e Pmi, è un tratto distintivo, grazie alla consuetudine con la frammentazione del patrimonio italiano (piccoli risparmiatori vs. Hnwi)».

### «SANNO NAVIGARE»

Un elemento sul quale insiste Deepseek è la difficoltà per i consulenti finanziari di operare in un contesto normativo e fiscale molto complesso. «Sanno navigare in un sistema fiscale intricato (ad esempio, la tassazione delle rendite e le plusvalenze) e tradurlo in soluzioni pratiche per gli investitori. Hanno dimostrato resilienza anche nel guidare i clienti attraverso le turbolenze (pandemia, inflazione), ribadendo il valore della consulenza attiva rispetto ai robo-advisor». Un'altra caratteristica individuata è il focus su sicurezza e diversificazione, sulla base delle richieste della loro clientela. «La propensione al rischio medio-bassa degli italiani spinge i consulenti a privilegiare prodotti a capitale protetto, obbligazioni e fondi bilanciati, con attenzione alla liquidità. Negli ultimi anni, hanno sviluppato competenze nell'offerta di soluzioni internazionali (fondi Ucits, Etf tematici) per mitigare i rischi del mercato domestico. Vanno anche oltre il prodotto finanziario: spesso affiancano al portafoglio servizi legati a previdenza complementare, assicurazioni (per esempio Ltc) e fiscalità, diventando figure ibride (consulente + family banker). Inoltre in un'economia dominata dalle piccole imprese, molti consulenti specializzati offrono servizi su misura per gli imprenditori (pensioni aziendali, liquidità aziendale) e lavorano in rete con commercialisti, notai e avvocati per soluzioni trasversali, sfruttando il tipico approccio "a villaggio" del risparmio italiano».

Non manca, ovviamente, anche qualche critica e viene messa in risalto la necessità di cambiare alcuni elementi. Ancora Deepseek afferma: «Sebbene questi punti di forza siano rilevanti, emergono anche sfide come la digitalizzazione limitata e la dipendenza dalle banche. Tuttavia, la capacità di coniugare competenza e "human touch" rimane un vantaggio competitivo unico nel panorama europeo».

Ma alcune criticità potrebbero trasformarsi in vantaggi come nel caso della «collaborazione

con fintech (strumenti di educazione finanziaria gamificata) e la specializzazione in nicchie (Esg, expat, eredità). Per quanto riguarda i servizi full digital, rimane un gap da colmare. La sfida è culturale oltre che tecnologica».

Viene affrontato anche il problema della preparazione tecnico scientifica dei professionisti, che, secondo Deepseek, è molto variabile a seconda delle singole persone che operano in questo campo. «Il livello di preparazione tecnico-scientifica dei consulenti finanziari italiani è disomogeneo, con differenze significative tra chi opera in contesti regolamentati e chi invece lavora in realtà più informali».

### BUONA FORMAZIONE DI BASE

Sul piano della preparazione complessiva, vengono comunque considerati punti di forza la «formazione di base obbligatoria: per operare, i consulenti devono superare esami come quelli Ocf (Organismo dei consulenti finanziari) o Efpa (in realtà non è una certificazione obbligatoria, anche se diffusissima - n.d.r.), che garantiscono una conoscenza di base di mercati finanziari, strumenti d'investimento (fondi, Etf, obbligazioni), normativa Mifid II e regolamentazione. Inoltre l'obbligo di Cpd assicura un minimo di formazione annuale. Molti consulenti hanno buone conoscenze su fondi pensione, Tfr e fiscalità collegata (ad esempio, la deducibilità dei contributi) e sanno gestire temi come la tassazione dei dividendi e i capital gain. A influenzare la preparazione sono anche altri fattori, come l'anzianità di servizio e il tipo di attività».

Ma come migliorare questa situazione? Deepseek non ha dubbi: «Occorre aumentare le certificazioni avanzate (Cfa, Cfp, o corsi su temi specifici, quali crypto e private banking), migliorare la formazione pratica con simulazioni di mercato e case study su crisi storiche e fare crescere la collaborazione con le università: alcune realtà offrono master in wealth management».

### IL PROBLEMA DELL'ETÀ

Un altro punto che viene messo in rilievo dalle due Ai interpellate è l'alta età media dei professionisti, che viene vista come una minaccia molto, molto seria per l'intera sopravvivenza del comparto. Claude afferma: «Il problema dell'invecchiamento della categoria e dello scarso ricambio generazionale è una delle criticità più documentate e preoccupanti del settore: l'età media dei consulenti finanziari italiani si

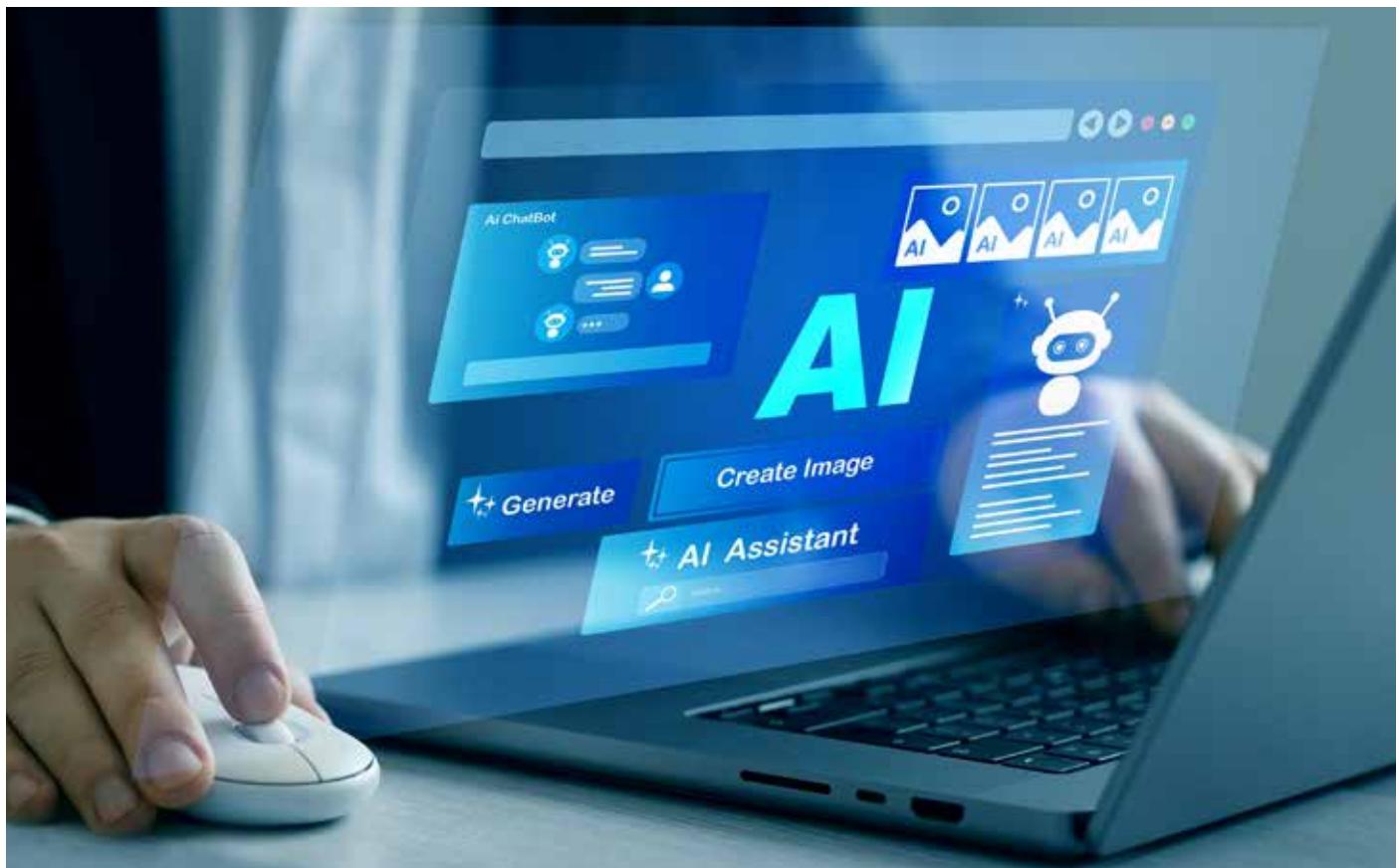
attesta intorno a 50-55 anni, significativamente più alta rispetto ad altri settori professionali e anche rispetto ai colleghi europei. Una percentuale considerevole supera i 60 anni e si avvicina alla pensione. Il flusso di nuovi consulenti under-35 è drammaticamente insufficiente per compensare le uscite naturali. Diverse barriere all'ingresso contribuiscono a questo fenomeno:

- necessità di costruire un portafoglio clienti da zero in un mercato saturo;
- redditi iniziali molto bassi e incerti;
- investimento significativo in formazione e certificazioni senza garanzie di successo;
- scarsa attrattività per i giovani;
- percezione di un settore "antiquato" poco innovativo;
- modelli di business tradizionali poco appetibili per le nuove generazioni;
- concorrenza di settori tecnologici più dinamici».

Un quadro non molto diverso viene fornito anche da Deepseek: «L'età media dei consulenti finanziari italiani è elevata (oltre 50 anni in molti casi) e il ricambio generazionale è lento, con conseguenti rischi per il settore. Oltre il 60% ha più di 45 anni (dati Assoreti 2023) e solo il 15% ha meno di 35 anni. Da tenere presente anche il boom di pensionamenti attesi: nei prossimi 5-10 anni, migliaia di consulenti senior andranno in pensione, lasciando un vuoto difficile da colmare».

Ma perché il ricambio generazionale è scarso? Incidono molto le barriere all'entrata per i giovani ed è necessario affrontare subito costi alti. Continua Deepseek: «Diventare consulente richiede certificazioni (Esma, Ocf, etc.), l'affiliazione a reti (spese annuali) e acquistare un'attrezzatura tecnologica (piattaforme, software). Inoltre la retribuzione iniziale è bassa e, senza portafoglio clienti, i primi anni sono duri».

Ma al di là delle oggettive difficoltà ad affermarsi nella professione (del resto non è diverso per un giovane avvocato o per un commercialista alle prime armi), l'Ai cinese concorrente di ChatGpt pone l'accento su un altro elemento di carattere più psicologico: la scarsa attrattività per le nuove generazioni. «L'immaginario è obsoleto e molti giovani vedono la professione troppo legata al passato (vendita di polizze o fondi bancari), poco tech, rispetto a lavorare su fintech o crypto, e con requisiti noiosi: studiare normative Mifid II o fiscalità non entusiasma chi cerca dinamismo. Viene messa nel conto anche la resistenza dei senior a cedere il posto:



molti consulenti anziani trattengono i clienti, spesso legati da rapporti decennali e faticano a delegare. I giovani sono scoraggiati anche dalla mancanza di programmi di mentorship: poche banche o reti strutturano i passaggi generazionali (in realtà le nostre interviste periodiche mostrano come ciò sia sempre meno vero - n.d.r.)».

## LE CONSEGUENZE SUL FUTURO

In questo quadro il fenomeno dell'invecchiamento dei consulenti rischia di avere conseguenze molto pesanti sul futuro di tutto il settore. Su questo punto Claude indica la necessità di cambiare molto in fretta la rotta attuale e analizza i danni che professionisti troppo avanti con l'età possono portare. Forse il più importante è il «ritardo tecnologico: la popolazione più anziana di consulenti fatica ad adottare nuove tecnologie e metodologie digitali, rallentando l'innovazione del settore». Ma non solo, vanno considerati anche «la disconnessione dalla clientela giovane: i consulenti over-50 spesso non riescono a comprendere e servire efficacemente le esigenze degli investitori millennial e Gen Z. Poi, molti consulenti esperti si ritirano portando con sé conoscenze e relazioni che non vengono trasferite. Sebbene alcune reti abbiano lanciato programmi per attrarre giovani talenti, il pro-

cesso richiede tempo per produrre risultati concreti. Il problema è strutturale e richiede una revisione profonda dei modelli formativi, retributivi e di accesso alla professione: senza un significativo ricambio generazionale, il settore rischia di perdere rilevanza in un contesto finanziario sempre più digitalizzato e orientato verso nuove modalità di investimento e consulenza. Questa dinamica demografica rappresenta una delle sfide più urgenti per la sopravvivenza e l'evoluzione del comparto».

Delle conseguenze del gap generazionale parla anche Deepseek: «È indubbio un impatto crescente sulla professione del gap generazionale per diversi motivi.

- Rischio di crisi di competenze: se i senior vanno in pensione senza formare sostituti, migliaia di clienti potrebbero rimanere "scoperti".
- Digitalizzazione lenta: i consulenti over 50 spesso adottano con fatica strumenti fintech, app o social media (cruciali per attrarre giovani clienti).
- Perdita di clienti giovani: gli under-40 preferiscono piattaforme Diy (do it yourself) o robo-advisor».

## I CASI VIRTUOSI

Ma l'Ai cinese non è alla fine del tutto negativa su questo tema: «In questo campo esistono comunque casi virtuosi di ricambio e alcune

realità stanno reagendo in maniera molto positiva. Tra queste, Banca Generali, Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking e Banca Mediolanum, che hanno avviato programmi di reclutamento under-30 con formazione dedicata e alcune reti indipendenti (Moneyfarm), che assumono giovani profili tech-savvy. Un contributo arriva anche dalle università che organizzano master in financial advisory (Bocconi, Cattolica), che cercano di avvicinare studenti alla professione».

Ma che cosa servirebbe per rilanciare il ricambio? Alcuni suggerimenti Deepseek li fornisce: «Sarebbero necessari incentivi fiscali con detrazioni per under-35 che iniziano l'attività, modelli ibridi (senior + junior) e affiancameneti obbligatori per trasferire know-how; fondamentali anche campagne pubblicitarie sul ruolo del moderno consulente: fare capire che oggi è un "personal financial coach", non un venditore. Se il trend non si inverte, entro il 2030 il settore potrebbe affrontare una carenza di consulenti preparati, con danni per l'intero mercato del risparmio. Servono politiche attive (dalle banche, dalle università e dai regulator) per rinnovare la professione. Occorre riformare i corsi Ocf con meno normativa, più case study e simulazioni, rendere obbligatori corsi su temi avanzati come fintech (strumenti digitali) e crisi geopolitiche (gestione portafogli in scena-

ri instabili). Sarebbe positivo anche premiare i consulenti aggiornati con sconti su assicurazioni Rc professionale per chi ha certificazioni extra e dare bonus economici a chi completa master specialistici».

### **CONCLUSIONE PER DEEPSEEK**

Il consulente finanziario in Italia ha un futuro? Ancora Deepseek ha le sue ricette per fare decollare il settore ed evitare i maggiori pericoli e fornisce uno sguardo sul suo futuro, tra opportunità e rischi: «C'è una domanda crescente di pianificazione. Serviranno, di conseguenza, consulenti per la previdenza, a causa del sistema pensionistico in crisi, e la fiscalità, per via di norme sempre più complesse (redditi esteri, plusvalenze, etc.). Inoltre, non mancano le nicchie inesplorate o poco esplorate. Tra queste Esg e sostenibilità, (i giovani chiedono investimenti green), expat e internazionalizzazione (5 milioni di italiani all'estero hanno bisogno di consulenza cross-border) e fintech: chi saprà usare Ai e big data avrà un vantaggio».

Ma non mancano anche i rischi, concentrati soprattutto nel fatto che le reti restino esattamente come sono ora. I principali pericoli sono innanzitutto l'estinzione per obsolescenza. «I giovani under-40 preferiscono i robo-advisor e i social trading (community online): senza digitalizzazione, il consulente tradizionale rischia di diventare irrilevante. Inoltre pseudo guru finanziari su TikTok e YouTube rubano clienti con consigli (spesso pericolosi) gratuiti».

Ma, ancora per Deepseek, la conclusione è positiva. «Lo scenario più probabile è una profonda trasformazione. I consulenti "vecchio stampo" diminuiranno. Sopravviveranno solo i più competenti in pianificazione fiscale, finanza comportamentale e nicchie (Esg, cripto per istituzionali). In conclusione, servirà diventare "financial coach" (non venditori di prodotti) e agganciare i giovani con strumenti digitali e linguaggio semplice».

### **CONCLUSIONE PER CLAUDE**

Non molto diversa la conclusione di Claude. Reti e consulenti potranno rivestire anche in futuro un ruolo da protagonisti. A patto, però, di sapere avviare una profonda evoluzione. «Il futuro della professione di consulente finanziario in Italia è caratterizzato da luci e ombre, con prospettive che dipenderanno criticamente dalla capacità del settore di affrontare le



sfide strutturali. In questo quadro non mancano i fattori positivi per il futuro; i principali sono riportati di seguito.

- Domanda crescente di consulenza. L'invecchiamento della popolazione, l'accumulo di ricchezza privata e la complessità crescente dei mercati finanziari creano una domanda strutturale di consulenza qualificata che continuerà a espandersi.
- Evoluzione normativa favorevole. Le direttive europee stanno spingendo verso maggiore trasparenza e qualità del servizio, premiando chi si adatta ai nuovi standard.
- Opportunità nei nuovi segmenti. Esg, pianificazione successoria, consulenza previdenziale e gestione della longevità offrono nuove nicchie di specializzazione ad alto valore aggiunto.
- Ma occorrerà porre molta attenzione anche alle seguenti minacce strutturali.
- Disruption tecnologica. Robo-advisor, piattaforme digitali e intelligenza artificiale stanno erodendo il segmento medio-basso del mercato, rischiano di rendere obsolete molte funzioni tradizionali.
- Concorrenza di nuovi player. Fintech, big tech e nuovi operatori digitali stanno attrattendo soprattutto la clientela più giovane e dinamica.
- Commoditizzazione dei servizi base. La consulenza standard sta diventando sempre più una commodity, con margini in compressione. In questo scenario evolutivo, è probabile la polarizzazione del mercato: una fascia alta, costituita da consulenti altamente qualificati e specializzati prospererà, servendo clientela affluente con servizi premium, mentre nella fascia bassa molti consulenti tradizionali potrebbero essere marginalizzati o sostituiti da soluzioni digitali. Per i giovani, la consulenza sarà una buona scelta solo se si è disposti a investire pesantemente in formazione tecnica avanzata, specializzazione e capacità digitali. Occorre evitare modelli già in declino. Per i consulenti attuali: è necessario un aggiornamento radicale delle competenze e dei modelli di business, pena l'obsolescenza. In questi termini la professione ha un futuro in un mercato meno affollato, ma più redditizio».

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**



**Amundi**  
Investment Solutions

La fiducia va meritata

**Qualunque sia il tuo  
sogno per la pensione,  
ora è il momento  
di prepararti.**

Lascia che sia Amundi, il leader europeo nelle soluzioni di investimento\*, a gestire i tuoi risparmi previdenziali. Rivolgiti al tuo consulente finanziario.

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

\* Fonte: IPE "Top 500 Asset Managers" pubblicato a giugno 2024, sulla base delle masse in gestione al 31/12/2023.

**INFORMAZIONI IMPORTANTI.** Questa è una comunicazione di marketing. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione relativa al servizio, allo strumento e al prodotto finanziario oggetto dell'operazione, la cui sussistenza è disposta dalla applicabile normativa di legge e regolamentare tempo per tempo vigente. Investire comporta dei rischi. I risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. I potenziali investitori devono esaminare se la natura, le caratteristiche e i rischi dell'investimento sono appropriati alla loro situazione. In caso di dubbi, consultare un consulente finanziario. La presente comunicazione non è rivolta alle "U.S. Person". Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée" (SAS) di diritto francese con capitale di €1.143.615.555, società di gestione di portafoglio autorizzata dall'AMF con il n° GP 04000036 – Sede legale: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Parigi, Francia – 437 574 452 RCS Paris – [amundi.com](http://amundi.com). Maggio 2025. | W CONRAN DESIGN