

# FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 18 - numero 179 - novembre 2025



UN ANNO DI TRUMP OLTRE IL FOLKLORE  
LA CORSA ALL'ORO  
MERCATI EMERGENTI, SEMPRE PIÙ STRATEGICI



BANCA  
GENERALI  
PRIVATE

BG FUND  
MANAGEMENT  
LUXEMBOURG

IMC&SAATCHI

# 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.bgfml.lu](http://www.bgfml.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 VERA RESPONSABILITÀ DEL CONSULENTE di Giuseppe Riccardi



Secondo Giorgio De Rita, segretario generale del Censis da noi intervistato, il 41% dei risparmiatori italiani è caratterizzato da una sorta di utopia: vorrebbe risparmiare, è convinto che sia giusto farlo, ma non ha la forza e la volontà di creare un portafoglio articolato, che gli permetta di risolvere concretamente una serie di problemi o anche di dare vita ad alcuni sogni nel cassetto. In un'altra risposta usa la definizione di "sonnambulo" per definire il risparmiatore tipo, vale a dire una persona che cammina, ma non ha volontà, né consapevolezza di dove sta andando. Ma esiste anche, e sta crescendo, una quota di piccoli investitori (sono circa il 15% del totale) che dimostrano ottimismo, che credono in una gestione dinamica della propria

vita e del proprio denaro.

In questo contesto, il lavoro del consulente finanziario, al quale è chiesto di personalizzare sempre più l'impegno nei confronti dei clienti, di essere capace di ritagliare soluzioni create su misura per ognuno, non è certo semplice. Per il primo gruppo di clienti è necessario cercare stimoli nuovi, trovare le chiavi giuste per suscitare interesse, portare avanti un lungo e costante lavoro di formazione per spingere ogni singola persona a superare l'incapacità di agire. Ed è necessario creare un rapporto di fiducia estremo, proprio con una persona il cui maggiore problema è la mancanza di fiducia. Ma, nel caso opposto, che vede i risparmiatori troppo ottimisti, pieni di voglia di fare e di investire, il

problema probabilmente è la troppa voglia di rischiare, spesso con il "fai da te".

Le due figure hanno però un elemento in comune: la necessità di avere sì un supporto tecnico nella realizzazione del portafoglio (questo fatto è quasi scontato), ma soprattutto quell'empatia, quella capacità di comprendere le persone e capire quali sono i pericoli che il loro carattere può fare correre. È questo oggi il vero ruolo del consulente finanziario: paradossalmente più conoscitore delle persone che dei mercati. È relativamente facile personalizzare i portafogli, molto più complicato personalizzare l'empatia.



## PENSIONI E MERCATO DEI CAPITALI di Pinuccia Parini

La longevità è un tema che viene ampiamente dibattuto, in tutte le sue sfaccettature. Da un punto di vista demografico, l'invecchiamento della popolazione comporta diverse ricadute sul sistema sociale, economico e anche politico. Soprattutto, una popolazione più anziana richiede un ripensamento del sistema di welfare, che comincia a mostrare i propri limiti a diversi livelli, in primis quello pensionistico. A questo proposito, un recente articolo di Jacob Funk Kirkegaard, senior fellow del Bruegel, think-tank politico-economico internazionale con sede a Bruxelles, offre alcuni spunti di riflessione.

Per l'autore, una crisi del sistema pensionistico incombe nell'Unione Europea, visto che, «con

l'invecchiamento della popolazione, i paesi dell'Ue devono affrontare i livelli, spesso allarmanti, di passività pubbliche non finanziate». In realtà, le passività sono calcolate in base alle attuali aspettative di vita, all'età pensionabile effettiva e ai livelli delle prestazioni, che molto probabilmente dovranno essere modificate nei prossimi anni. Una riforma delle pensioni, nell'attuale contesto, è una presa d'atto di un sistema che necessita di essere modificato per evitare che, con il tempo, non metta in crisi la situazione fiscale dei membri dell'Unione. Ma il percorso non è certo semplice, vista la disomogeneità presente nel Vecchio continente.

La riflessione fatta da Jacob Funk Kirkegaard, sulla quale si vuole richiamare l'attenzione, è che la frammentazione dei mercati dei capitali nell'Ue è determinata dalla differenza «nel

comportamento di risparmio delle persone e negli strumenti previdenziali a loro disposizione. In questo contesto, i sistemi pensionistici possono svolgere un ruolo cruciale, canalizzando i risparmi della maggior parte dei lavoratori in soluzioni dedicate investite direttamente in azioni, obbligazioni e altri asset negoziati sui mercati finanziari nazionali e globali».

I paesi dell'Ue, quindi, dovranno prima riformare i sistemi nazionali per promuovere un maggiore risparmio pensionistico privato, per poi avviare una ulteriore integrazione a livello europeo. Anche questa potrebbe essere una strada per ampliare il mercato dei capitali nella Ue e migliorarne il funzionamento. Tuttavia, il processo non è certo privo di ostacoli, vista la evidente difficoltà dei diversi governi ad ammettere che non potranno mantenere fede alle promesse fatte.

## SOMMARIO

Numero 179  
novembre 2025  
anno 18

editore  
**Giuseppe Riccardi**

direttore  
**Giuseppina Parini**

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

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

collaboratori  
**Stefania Basso,**  
**Lorenzo Macchia, Arianna 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](http://www.tatak.it)

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

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

### 3 EDITORIALE

### 6 GEOPOLITICA

La nuova scommessa dell'Argentina: il dollaro, la politica e la fragile fiducia

### 8 OSSERVATORIO ASIA

Cina, sempre più leader del nuovo ordine globale

### 10 FACCIA A FACCIA

*Giordano Lombardo, ceo e co-cio, Plenisher investments Sgr*  
«Attenzione al ciclo del capitale»

*Tom Levering, gestore azionario del Wellington Enduring Infrastructure Assets Fund*  
*Wellington Management*  
«Infrastrutture, un universo con una crescita resiliente»

### 14 IL PRIMO ANNO DI TRUMP OLTRE IL FOLKLORE

La solita America, ma in versione estrema

### 24 INCHIESTA

Si torna all'oro

### 28 INVESCO RACCONTA

Il paradosso dell'abbondanza

### 30 COMING INTO VIEW

Una tesi non convenzionale sui trend futuri dell'economia

### 33 FOCUS EMERGENTI

Il ritorno degli emerging

### 42 FLOSSBACH VON STORCH

Obbligazioni: tutto fin troppo tranquillo

### 44 ARCA FONDI SGR

Previdenza complementare, una grande assente in Italia

### 46 LOMBARD ODIER INVESTMENT MANAGERS

Bond, un periodo d'oro per l'Asia

### 48 KELONY

Strumenti di alta matematica, con intelligenza, con coscienza

### 52 OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE

Un'espansione significativa

### 55 OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA

La resilienza del pedone

### 58 LA FINANZA E LA LEGGE

Più trasparenza e competitività per il mercato dei capitali

### 60 GENERALI REAL ESTATE SGR

Il debito immobiliare: una leva strategica tra stabilità e rendimento

### 61 VOCI DAI MERCATI

Bond, l'irripidimento della curva persiste

### 62 ARTE

Giacomo Balla, il signore della luce

### 64 SCIENZIATE, STORIE DI VITA E DI RICERCA

Ragazze, c'è un cambiamento in corso

### 67 CONSULENTI&RETI

**Giorgio De Rita**

### 74 INCHIESTA

Intelligenza artificiale, non solo una super-segretaria





**Cash Collect,  
la strategia  
che ti premia**

## Fast Cash Collect Worst of Autocallable

Premi Condizionati mensili con effetto memoria e fino all'1,69% e Barriera al 55% del Valore Iniziale

Premi mensili condizionati con effetto memoria da 1,30% a 1,69% lordo se nelle Date di osservazione il valore del Sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore, è pari o superiore alla Barriera, posta al 55% del Valore Iniziale.

Possibile rimborso anticipato a partire da gennaio 2026, se nelle Date di osservazione mensili il valore del Sottostante con la performance peggiore è pari o superiore al livello di rimborso anticipato nelle Date di Osservazione mensili (con meccanismo Step-Down del livello di rimborso anticipato, dal 95% al 75% del Valore Iniziale).

Barriera a scadenza (ottobre 2028) posta al 55% del Valore Iniziale.

Qualora il Certificate giunga a scadenza, sono possibili due scenari:

- se il valore del Sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore, è pari o superiore al livello Barriera, lo strumento rimborsa la Base di Calcolo (100 Euro) oltre al premio e agli eventuali premi non pagati in precedenza;
- se il valore del Sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore, è inferiore al livello Barriera, viene corrisposto un valore commisurato alla performance del Sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore: in questa ipotesi, i Certificate non proteggono il capitale investito.

| ISIN         | Sottostante  | Valore Iniziale                                  | Barriera  | Premio* Mensile Condizionato |
|--------------|--|--|---|------------------------------|
| DE000UNOMWR1 | MONTEPASCHI<br>SAIPEM<br>STELLANTIS<br>STMICROELECTRONICS      | 7,28 EUR<br>2,549 EUR<br>9,231 EUR<br>24,685 EUR | 4,004 EUR (55%)<br>1,40195 EUR (55%)<br>5,07705 EUR (55%)<br>13,57675 EUR (55%) | 1,69%                        |
| DE000UNOMWP5 | MONTEPASCHI<br>FERRARI<br>NVIDIA<br>STMICROELECTRONICS         | 7,28 EUR<br>354 EUR<br>192,57 USD<br>24,685 EUR  | 4,004 EUR (55%)<br>194,7 EUR (55%)<br>105,9135 USD (55%)<br>13,57675 EUR (55%)  | 1,58%                        |
| DE000UNOMWL4 | FERRARI<br>FORD<br>TESLA<br>VOLKSWAGEN PRIV.                   | 354 EUR<br>11,5 USD<br>435,54 USD<br>91 EUR      | 194,7 EUR (55%)<br>6,325 USD (55%)<br>239,547 USD (55%)<br>50,05 EUR (55%)      | 1,5%                         |
| DE000UNOMWNO | MONTEPASCHI<br>BPER BANCA<br>DEUTSCHE BANK<br>SOCIETE GENERALE | 7,28 EUR<br>9,798 EUR<br>30,425 EUR<br>54,36 EUR | 4,004 EUR (55%)<br>5,3889 EUR (55%)<br>16,73375 EUR (55%)<br>29,898 EUR (55%)   | 1,3%                         |

\*Premio lordo espresso in percentuale del prezzo di emissione di 100 EUR. Caratteristica Quanto per i Certificati su sottostanti in valuta diversa dall'EUR. Fiscalità: redditi diversi (aliquota fiscale 26%).  
Negoziazione su SeDeX (Borsa Italiana)

State per acquistare un prodotto che non è semplice e può essere di difficile comprensione.

Strumenti finanziari strutturati a complessità molto elevata a capitale condizionatamente protetto, ma non garantito.

Scopri la gamma completa su: [investimenti.unicredit.it](https://www.investimenti.unicredit.it)

800.01.11.22 #UniCreditCertificate



**Messaggio pubblicitario.** Questo annuncio ha finalità pubblicitarie ed è pubblicato da UniCredit Bank GmbH Succursale di Milano, membro del Gruppo UniCredit. UniCredit Bank GmbH Succursale di Milano è soggetto regolato dalla Banca Centrale Europea, Banca d'Italia, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa e BaFin. I Certificate emessi da UniCredit Bank GmbH sono negoziati su SeDeX (Borsa Italiana) dalle 09.05 alle 17.30. **Prima di ogni investimento leggere il Prospetto di Base, i relativi supplementi al Prospetto di Base, le Condizioni Definitive e il Documento Contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) disponibili sul sito [www.investimenti.unicredit.it](https://www.investimenti.unicredit.it)** al fine di comprendere a pieno i potenziali rischi e benefici connessi all'investimento. Il programma per le emissioni (<https://www.investimenti.unicredit.it/it/info/documentazione.html>) di strumenti è stato approvato da Consob, BaFin o CSSF e passaporto presso Consob. Le Condizioni Definitive sono disponibili nella pagina relativa a ciascuno strumento attraverso il motore di ricerca. L'approvazione del prospetto non è da intendersi come approvazione dei titoli offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. Si ricorda che si tratta di un prodotto strutturato a complessità molto elevata e può risultare di difficile comprensione. In relazione alle conoscenze e all'esperienza, alla situazione finanziaria e agli obiettivi d'investimento, i Certificate potrebbero risultare non adeguati per tutti gli investitori. Si invitano pertanto gli investitori a rivolgersi ai propri consulenti prima di effettuare l'investimento.

# La nuova scommessa dell'Argentina: il dollaro, la politica e la fragile fiducia

a cura di Mark William Lowe

Quando Javier Milei fu eletto nel 2023, il mondo non sapeva bene se ridere, andare nel panico o ammirarlo. Ecco un economista diventato un provocatore televisivo che sventolava una motosega sul palco, citava Hayek e prometteva di «fare saltare in aria» la classe politica argentina. Per alcuni, era un eroe libertario che avrebbe finalmente potuto porre fine a decenni di corruzione e inflazione. Per altri un pericoloso populista sul modello di Trump: troppo radicale, troppo imprevedibile e troppo instabile per un Paese già in condizioni economiche critiche. Le cancellerie europee guardavano la situazione con preoccupazione, mentre gli osservatori di Washington con curiosità. All'inizio gli investitori erano rimasti incuriositi: un uomo senza esperienza di governo avrebbe potuto imporre la disciplina fiscale a una delle economie più instabili al mondo?

### AGGRESSIVO E TEATRALE

Il linguaggio di Milei, aggressivo e teatrale, ma insolitamente preciso nelle sue intenzioni economiche, ha attirato libertari e liberisti di tutto il mondo. Anche chi dubitava del suo temperamento ammirava la sua chiarezza. L'Argentina, diceva, era allo sfascio perché lo stato era diventato troppo grande, troppo inefficiente e troppo corrotto. Ma l'entusiasmo si è presto scontrato con la realtà. Milei è entrato in carica dichiarando che «non ci sono soldi» e ha immediatamente tagliato la spesa pubblica, ridotto i ministeri e bloccato i progetti infrastrutturali. L'inflazione, sebbene anco-

ra elevata, ha iniziato a diminuire, il deficit fiscale si è ridotto e i primi investitori sono tornati in Argentina. Poi sono arrivati i problemi sociali: licenziamenti, proteste, accuse di corruzione contro alti funzionari, tra i quali sua sorella, e un crollo dei risultati elettorali locali. La luna di miele politica era finita. Il problema centrale dell'Argentina rimane lo stesso di sempre: un'economia a doppia valuta. I cittadini spendono pesos, ma risparmiano in dollari, perché nessuno si fida della valuta nazionale. Ogni volta che la fiducia cala, i dollari lasciano il Paese, la Banca centrale brucia le sue riserve e il ciclo ricomincia. Milei ha provato diverse formule: prima una forte svalutazione, poi un graduale adeguamento mensile e infine una banda valutaria controllata. Ogni metodo ha rallentato la crisi, ma nessuno ha ripristinato la fiducia a lungo termine.

### L'INTERVENTO DI WASHINGTON

Alla fine di settembre, Washington è intervenuta. Il segretario al Tesoro Scott Bessent ha annunciato un pacchetto da 20 miliardi di dollari a sostegno del peso argentino utilizzando il Fondo di stabilizzazione dei cambi, uno strumento creato negli anni '30 e utilizzato raramente. Il piano ha permesso agli Stati

Uniti di scambiare dollari con pesos e fornire all'Argentina liquidità temporanea. Anche gli investitori privati sono stati incoraggiati a contribuire con altri

“L'austerità di Milei ha ottenuto il rispetto all'estero, ma ha eroso il sostegno in patria. La sfida del governo è sostenere le riforme abbastanza a lungo da rendere visibili i risultati”

20 miliardi di dollari. Per alcuni giorni i mercati si sono rilassati, il peso si è ripreso e l'ottimismo è tornato. Ma negli Stati Uniti l'annuncio ha scatenato rabbia. I sostenitori dell'«America First» hanno accusato il presidente Trump di spendere i soldi dei contribuenti per sostenere un governo straniero. Gli agricoltori hanno protestato perché la Cina acquistava soia dall'Argentina, invece che dagli Stati Uniti, e i democratici hanno affermato che il piano avvantaggiava principalmente i grandi investitori americani esposti al debito argentino. La Casa bianca ha difeso l'operazione come una questione di interesse strategico, per mantenere l'influenza in America Latina e impedire alla Cina di consolidare i suoi legami finanziari nella regione. Gli economisti sono stati meno diplomatici: fornire dollari a



un paese per sostenere la sua valuta, hanno osservato, è la definizione stessa di un salvataggio finanziario.

### UN SOLLIEVO TEMPORANEO

Gli aiuti hanno concesso a Buenos Aires una breve tregua, ma le debolezze di fondo sono rimaste. La Banca centrale ha continuato a perdere riserve, i tassi di interesse sono aumentati drasticamente, soffocando la crescita, e l'inflazione, sebbene ridotta, è rimasta intorno al 30%, un livello troppo alto per stabilizzare le aspettative. Con l'avvicinarsi delle elezioni di medio termine, gli investitori temevano che le riforme di Milei sarebbero state bloccate o invertite se la sua base politica si fosse ulteriormente erosa.

L'Argentina potrebbe uscire dalla crisi attraverso la completa dollarizzazione? L'idea è allettante, ma pericolosa. Un paese senza grandi riserve o una solida posizione fiscale perderebbe il suo ultimo strumento politico. La dollarizzazione significherebbe rinunciare alla flessibilità monetaria senza ottenere una reale sta-

bilità. Ecuador e Panama ci sono riusciti in condizioni economiche più semplici, ma l'Argentina, che dipende dall'agricoltura e dalle importazioni, non può farlo. In realtà, per Milei l'appuntamento elettorale è stato molto positivo e ha fornito una notevole boccata di ossigeno alla sua politica. Ma per quanto?

### IL COSTO SOCIALE E POLITICO

La situazione attuale è un equilibrio precario tra credibilità ed esasperazione. L'austerità di Milei ha ottenuto il rispetto all'estero, ma ha eroso il sostegno in patria. La sfida del governo è sostenere le riforme abbastanza a lungo da rendere visibili i risultati. Se non ci riuscirà, il rischio è di entrare in una spirale che si autoalimenta: il calo dei consensi porta alla fuga di capitali, il peso si indebolisce, i tassi di interesse aumentano, la crescita crolla e la frustrazione dell'opinione pubblica aumenta. L'Argentina ha già vissuto questo ciclo in passato e sa come va a finire. La dimensione sociale di questa crisi è importante quanto quella finanziaria. A

Buenos Aires e Rosario, le piccole imprese lottano per sopravvivere, mentre la classe media assiste al calo del proprio potere d'acquisto mese dopo mese. Molti argentini stanno pagando il prezzo della riforma senza ancora vederne i benefici. La pazienza che un tempo accoglieva le promesse radicali di Milei si sta esaurendo e la sensazione di déjà vu è inconfondibile. Ogni decennio porta con sé un nuovo riformatore che promette di risolvere tutto; ogni volta, le riforme si scontrano con la realtà politica e la stanchezza sociale. Milei avrà anche mutato la retorica, ma non ha ancora cambiato il modello.

### UNA QUESTIONE PIÙ AMPIA

Nulla di tutto ciò cancella i primi successi di Milei. Egli ha ridotto gli sprechi, semplificato il sistema dei tassi di cambio e ripristinato una certa onestà fiscale. Ma occorre tempo per acquisire credibilità e solo un attimo per perderla. L'Argentina manca ancora della stabilità politica e della pazienza sociale necessarie per rendere permanenti le riforme. Per Washington, il caso argentino va ben oltre l'economia: fa parte di una competizione più ampia per l'influenza. La Cina ha già esteso le linee di swap valutario in tutta l'America Latina e investe massicciamente nei settori del litio e dell'agricoltura argentini. Gli Stati Uniti vogliono dimostrare che la loro valuta e la loro partnership contano ancora. Se la strategia avrà successo, sarà vista come un atto audace di diplomazia economica. Se fallirà, sarà ricordata come un rischio motivato politicamente con un prezzo elevato.

### LA VALUTA PIÙ FORTE

Per gli investitori, la lezione è chiara: seguire i fondamentali, non i titoli dei giornali. Osservare il livello delle riserve utilizzabili, il tasso di cambio non ufficiale e le aspettative di inflazione. Prestare attenzione alle esportazioni, alle condizioni dei raccolti e alle alleanze politiche. Soprattutto, osservare se il governo mantiene la disciplina sotto pressione. Se lo fa, l'Argentina potrebbe gradualmente ricostruire la propria credibilità. In caso contrario, un'altra crisi è già in agguato. In tutto ciò, mentre gli Stati Uniti possono prestare dollari, non possono prestare fiducia, che non può essere importata: deve essere guadagnata. Per l'Argentina, la fiducia rimane la valuta più forte e preziosa di tutte.

# Cina, sempre più leader del nuovo ordine globale

a cura di **Pinuccia Parini**

Nel 2024, la spesa militare, secondo quanto pubblicato lo scorso aprile dallo Stockholm International Peace Research Institute (Sipri), è cresciuta in tutte le regioni del mondo e ha raggiunto in totale 2.718 miliardi di dollari, con un aumento del 9,4% in termini reali rispetto al 2023. È «il più forte incremento su base annua almeno dalla fine della guerra fredda». Tra i primi cinque paesi per spesa militare, che pesano per il 60% sull'ammontare totale, c'è la Cina, insieme a Stati Uniti, Russia, Germania e India. Ma è così temibile il riarmo cinese?

## **CRESCE LA SPESA MILITARE**

Secondo le fonti ufficiali della Repubblica Popolare, il bilancio per la difesa nel 2025 ha raggiunto 247 miliardi di dollari, segnando un aumento del 7,2% rispetto all'anno precedente. Tuttavia, sembra che i dati governativi sottostimino la spesa effettiva che, per il Sipri, è stata di 318 miliardi di dollari nel 2024. L'ascesa della Cina come superpotenza economica ha alimentato il costante aumento degli acquisti di armamenti. Come riportato dal Csis,<sup>1</sup> «nel 2012, la spesa per la difesa della Cina era un sesto di quella degli Stati Uniti; alla fine del 2024, era salita a un terzo. Nell'Indo-Pacifico, la Cina sventa sui suoi vicini, spendendo per la difesa cinque volte più del Giappone e quasi sette volte più della Corea del Sud, due alleati chiave degli Usa nella regione». Nel suo ultimo rapporto "China Military Power", il Dipartimento della difesa (ora ridenominato Dipartimento della guerra) degli Stati Uniti ha affermato che l'obiettivo a lungo termine della Repubblica Popolare è creare un settore industriale-difensivo completamente autosuf-

ficiente, integrato con un solido segmento industriale e tecnologico civile, per soddisfare le esigenze del People's Liberation Army (Pla) in termini di capacità militari moderne. Ingenti risorse sono state allocate per la modernizzazione della difesa, riorganizzando in modo sostanziale il suo settore industriale-difensivo per migliorare la ricerca, lo sviluppo, i test, la valutazione e la produzione del sistema di armamenti. Sempre nello stesso rapporto, a corroborare la tesi che i dati ufficia-

li cinesi sembrano sottostimati, viene rilevato che nel bilancio militare del 2023 erano state omesse diverse importanti categorie al punto da valutare che la Cina spendeva per la difesa tra il 40% e il 90% in più rispetto al bilancio pubblico.<sup>2</sup>

## **PLA, UNA STORIA POCO GLORIOSA**

Le origini del Pla, ossia dell'Esercito popolare di liberazione cinese, risalgono al 1927. Allora fu creata l'Armata Rossa da parte di Mao Zedong e da Zhu De per fare fronte alla rivolta di Nanchang in cui le forze comuniste si scontrarono con quelle nazionaliste. L'Armata Rossa sopravvisse a diverse campagne e a una faticosa ritirata nota come la Lunga marcia nel

1934-35, durante la quale Mao Zedong emerse come suo leader. Nella seconda guerra sino-giapponese (1937-1945), l'Armata Rossa collaborò con il Kuomintang per contrastare l'invasione giapponese all'interno dell'eser-

“ Mao Zedong proclamò la nascita della Repubblica popolare cinese, con l'Esercito popolare di liberazione come sua forza militare. Fin dall'inizio, Mao si assicurò che il Partito comunista, non lo stato, controllasse l'esercito, un principio che continua ancora oggi attraverso la Commissione militare centrale ”

cito nazionale, ma dopo il secondo conflitto mondiale, lo scontro tra forze nazionaliste e comuniste riprese. Queste ultime nel 1947 si unirono e furono ufficialmente ribattezzate People's Liberation Army (Pla), che nel 1949 sconfisse i nazionalisti; lo stesso anno Mao Zedong proclamò la nascita della Repubblica Popolare Cinese, con il Pla come sua forza militare. Fin dall'inizio, Mao si assicurò che il Partito comunista cinese, non lo stato, controllasse l'esercito, un principio che continua ancora oggi attraverso la Commissione militare centrale. Durante la Rivoluzione culturale, l'esercito su indicazione del Grande Timoniere non intervenne, sino a quando il caos raggiunse il culmine e lo stesso Mao or-

dinò al Pla di ristabilire l'ordine: ciò permise ai militari di accrescere notevolmente il proprio potere e la rappresentanza all'interno del Partito. Dalla fine degli anni '70, sotto la guida di Deng Xiaoping, iniziò una serie di riforme che riguardarono le forze armate volte a ridimensionarne il ruolo politico, ma anche quello economico, visto che molti militari avevano creato un vero e proprio impero commerciale. I ricordi più vivi di noi occidentali del Pla sono quelli del 1989, quando all'esercito fu ordinato di sgomberare i manifestanti: fu una violenta repressione che provocò centinaia di morti.

### **CAMBIA LA MISSIONE DEL PLA**

Con l'ascesa al potere di Xi nel 2012, si è cominciato a caratterizzare la "missione storica" del Pla in modo diverso, sino a definirla in un documento nel 2017. Secondo quest'ultimo (rivisto poi nel 2019) la missione è fornire supporto strategico per consolidare la posizione di leadership del Pcc e del sistema socialista, per salvaguardare la sovranità nazionale, l'unità e l'integrità territoriale, per proteggere gli interessi della Cina all'estero e per promuovere la pace e lo sviluppo nel mondo. Xi Jinping, indubbiamente, ha impresso una forte accelerazione alla modernizzazione del Pla con l'obiettivo di creare un esercito di "livello mondiale" entro il 2049. Contestualmente, continua la battaglia contro la corruzione, diffusa all'interno delle forze armate, che è stata uno degli obiettivi dell'attuale presidente sin dal suo primo mandato. Il numero delle persone epurate, anche ad alti livelli, mostra l'intenzione di Xi di perseguire il suo intento. Di certo, non è da escludere che, in un sistema politico autocratico come quello cinese, dietro a questa massiccia campagna si nascondano anche interessi di potere.

### **LA CINA MOSTRA I MUSCOLI**

Nel frattempo, lo scorso 3 settembre, a Pechino si è tenuta un'imponente parata militare per commemorare l'80° anniversario della fine della Seconda guerra mondiale, da cui sono emersi due messaggi molto chiari. Il primo riguarda la capacità della Repubblica Popolare di esercitare deterrenza nei confronti delle altre potenze, vicine e lontane. Il secondo di proporsi come riferimento per la creazione di un ordine mondiale alternativo a quello esistente, in cui la Cina diventerebbe il riferimento per il Sud globale, non solo in termini di alleanze politiche, ma, soprattutto, economiche, come era successo durante l'in-



contro della Shanghai Cooperation Organization. La retorica delle immagini e del discorso, pronunciato per l'occasione dal presidente Xi, può risultare superata e, da alcuni punti di vista, addirittura contraddittoria: da un lato si parla di "promuovere la pace", dall'altro sfilano in piazza Tienanmen armamenti molto sofisticati. Del resto, viviamo in un periodo di grandi contraddizioni dove i capi di stato parlano di pace, snaturandone il significato attraverso gli atteggiamenti che assumono.

### **LA PAURA DI UNA CINA ARMATA**

È comprensibile che una Cina con un esercito sempre più potente possa fare paura, così come non è casuale che lo sviluppo tecnologico del Paese preoccupi una nazione come gli Stati Uniti, perché si tratta di un tema di sicurezza nazionale. E Pechino ha ben chiara la questione, tanto che, prima della tregua con Washington sugli accordi commerciali, cui ha fatto seguito anche una sospensione temporanea delle restrizioni con l'Unione europea, aveva introdotto misure che imponevano alle aziende straniere di ottenere l'approvazione del governo cinese per esportare magneti contenenti anche tracce di terre rare di origine cinese, o prodotti ottenuti utilizzando tecnologie di estrazione, lavorazione o produzione di magneti cinesi. La norma prevedeva l'applicazione anche ai magneti in terre rare prodotti all'estero e a materiali semiconduttori selezionati che contenevano almeno lo 0,1% di terre rare pesanti di origine cinese. Data la posizione dominante della Cina nel settore (circa il 70% dell'estrazione di terre rare, il 90% della separazione e lavorazione),

la decisione avrebbe potuto avere importanti implicazioni, anche per la sicurezza nazionale dei singoli stati. Va detto, però, che se il crescente peso sullo scenario internazionale di Pechino è indiscutibile, è altrettanto vero che la Cina è un grande paese, non solo da un punto di vista economico, ma anche per la sua estensione e per la sua popolazione. Governarla non è semplice, proprio per le sue dimensioni: diventa così imperativo che la nazione rimanga unita e coesa, condicio sine qua non perché la leadership politica possa continuare a mantenere il potere.

### **CONCLUSIONI**

Il Comitato centrale, in occasione del IV Plenum del Partito comunista cinese, ha fissato gli obiettivi principali per il 15° Piano quinquennale che ha come obiettivo progressi significativi in ambito etico e culturale, nello sviluppo di alta qualità, nell'autosufficienza e nella capacità scientifica e tecnologica, nell'avanzamento delle riforme, nella qualità della vita, nella promozione dell'iniziativa "Beautiful China", nel rafforzamento dello scudo di sicurezza nazionale. Certo, in merito a quest'ultimo punto, rimangono le questioni aperte con i paesi vicini: le dispute marittime nel Mar Cinese Meridionale, quelle terrestri ai confini con l'India e la questione di Taiwan. Ma solo la storia potrà dare risposta su quale sarà il futuro ruolo che le forze armate del Dragone potranno giocare.

1. <https://www.csis.org/analysis/chinas-military-10-charts>

2. <https://media.defense.gov/2024/dec/18/2003615520/-1/-1/0/military-and-security-developments-involving-the-peoples-republic-of-china-2024.pdf>

# Attenzione al ciclo del capitale

a cura di Pinuccia Parini

**L'incertezza continua a permeare gli scenari globali, ma i mercati salgono. Che cosa sta succedendo?**

«Lo scenario globale continua a essere caratterizzato da elevata incertezza, fragilità geopolitica e tensioni commerciali, mentre l'apparente crescita dell'economia americana è in realtà sostenuta dagli enormi investimenti in intelligenza artificiale (Ai). Nonostante questo contesto, gli attivi salgono: da inizio anno l'oro si è apprezzato del 50%, il mercato azionario del 20% e quello obbligazionario è positivo. Come si interpreta questo scenario? Considerando due fattori. Il primo è la concentrazione. Non solo quella nota dei mercati azionari, in particolare tecnologici, ma anche degli investitori: la percentuale di azioni detenuta da investitori individuali americani non

è mai stata così elevata e si stima sia quattro volte superiore a quella di altri paesi. In altre parole, i corsi al rialzo sono stati sostenuti dagli enormi flussi sui mercati. Accanto al fattore della concentrazione, ci sono i temi che hanno trainato questi flussi: l'Ai e, paradossalmente, la narrativa negativa sull'elevato debito pubblico nel mondo occidentale, che ha fatto esplodere alcune classi di attivo, a cominciare dall'oro».

**Un connubio che sembra controintuitivo...**

«Ritengo che siano di fatto forze convergenti. La prima è appunto quella tecnologica, legata all'Ai: è potente, pervasiva e trasformativa, ormai presente nella vita di tutti i giorni nonostante non si rifletta ancora nei dati di



produttività. Certo, visto il consenso che si è creato su alcuni titoli It, la domanda che si sente più frequentemente è se si stia creando una bolla simile a quella internet. Avendo vissuto quella fase di mercato, direi che ciò che differenzia il momento attuale da quello della bolla dot.com è che oggi le aziende investono utilizzando il proprio capitale: dal 40% al 60% del cash flow degli hyperscaler viene impiegato per fare capex. Tuttavia, il sempre maggiore utilizzo e diffusione dell'intelligenza artificiale richiede una più grande capacità computazionale dei data center e, di conseguenza, ulteriori ingenti investimenti».

### **E la cosa la preoccupa?**

«Sì, perché, non ci si può esimere dal chiedersi quali saranno i ritorni futuri per queste aziende: se saranno dilatati nel tempo, l'attuale entusiasmo per le valutazioni di alcune società tecnologiche dovrebbe essere messo in discussione. Anche perché un data center è, di fatto, un grande magazzino pieno di chip costosissimi, che solitamente hanno una vita molto breve e, per questa ragione, devono essere ammortizzati in media tra i tre e i quattro anni. Se il tasso di ammortamento è così breve, per sostenere investimenti intorno a 500 miliardi di dollari, come sono previsti quest'anno, senza andare in perdita, è necessario produrre annualmente ricavi all'incirca dello stesso ammontare, mentre attualmente sono pari a 15-20 miliardi. In Plenisfer, uno dei solidi riferimenti che utilizziamo per valutare la bontà di un investimento è la teoria del ciclo del capitale: la storia economica ci insegna che un eccesso di capex in un determinato campo, per quanto importante, porta prima o poi a mal-investimenti, e al crollo delle illusioni in termini di ritorni attesi. Ciò non significa mettere in discussione la validità dell'intelligenza artificiale: è possibile che, come molti affermano, sarà decisamente più trasformativa delle tecnologie che l'hanno preceduta, ma non si possono ignorare i ritorni. Si è di fronte a un altro tipo di bolla speculativa che scoppierà a breve? Non ho una risposta e penso che oggi nessuno l'abbia. Ma continuiamo ad assistere ad annunci di aperture di data center, grazie anche a partnership strategiche che si avvalgono di una complessa rete di accordi con i fornitori. E in più di un caso questi contratti sollevano alcune perplessità, soprattutto in chi è memore di quanto successe con il vendor financing ai tempi della bolla dot.com».

### **E per quanto riguarda, invece, la seconda forza di convergenza, il debito pubblico?**

«Ha sorpreso per le reazioni che ha provocato. Sembrerà curioso, ma il peggioramento dei conti pubblici e il conseguente aumento del rapporto debito/Pil non ha visto l'intervento dei cosiddetti bond vigilantes, ossia gli investitori obbligazionari che con la loro attività vendono titoli governativi con l'effetto di penalizzare quegli esecutivi che adottano politiche ritenute irresponsabili».

### **Qual è, secondo lei, la ragione dell'assenza di questa figura di investitori?**

«Ritengo che ci sia un cambio di prospettiva sul ruolo delle banche centrali, sulle quali sta aumentando l'ingerenza politica, e che potrebbe portare a una loro minore indipendenza: il fatto che la Fed sia spesso sotto i riflettori e oggetto delle critiche dell'amministrazione americana è l'evidenza empirica del contesto attuale. Una simile situazione, la si può ritrovare in Giappone, dove la leader in pectore, in una delle sue prime dichiarazioni, ha invitato la BoJ a essere cauta nell'aumentare i tassi d'interesse. La mia conclusione è che, questa volta, i bond vigilantes abbiano chinato il capo dinanzi alla politica che piega le istituzioni centrali e le politiche monetarie ai propri fini. Quali? Il deterioramento delle condizioni fiscali di molte economie avanzate è tale per cui penso che l'unico modo per affrontarlo in maniera non traumatica potrebbe essere attraverso la repressione finanziaria: tassi bassi in presenza di inflazione non molto contenuta e quindi tassi reali negativi».

### **Ma non è la prima volta che le banche centrali rischiano di essere prese d'assedio dalla politica...**

«Sì, è successo anche nel passato e in varie parti del mondo. È il caso, ad esempio, di Lyndon B. Johnson, presidente degli Stati Uniti tra il 1963 e il 1969, che ebbe un acceso scontro con il presidente della Fed William McChesney Martin nel 1965. Johnson lo prese letteralmente per il bavero per costringerlo a mantenere bassi i tassi di interesse per contribuire a finanziare la guerra del Vietnam e i suoi programmi della Great society. Vorrei solo ricordare che siamo stati abituati, negli ultimi 30 anni, al fatto che il mercato del reddito fisso (alias le banche centrali) era il detentore del potere: ora siamo in una fase in cui la politica sembra contare più delle istituzioni centrali. E

questo non è un segnale positivo per gli investitori in obbligazioni».

### **All'interno del quadro che ha delineato, qual è la vostra strategia d'investimento?**

«Continuiamo a essere investiti negli asset reali e, in modo selettivo, nei mercati azionari e nelle obbligazioni societarie. Il nostro posizionamento al tema dell'Ai è "obliquo", ossia individuiamo gli abilitatori (società che rendono un risultato possibile fornendo sistemi/strumenti o condizioni) o le aziende con capacità tecnologiche uniche che trattano a valutazioni molto contenute. Un altro modo ancora più "obliquo", se mi concede l'espressione, è nel settore energetico, visto l'utilizzo mostruoso d'energia da parte delle nuove tecnologie. La domanda è così elevata che si è in qualche occasione già arrivati a non riuscire a soddisfare i bisogni della popolazione residente in alcune aree degli Usa, creando tensioni a livello sociale. Proprio per questa ragione siamo sempre più convinti che, per fare fronte a questa situazione, l'energia nucleare sia la soluzione più adeguata ed efficace. Di conseguenza, continuiamo a mantenere un'esposizione al settore e alla materia prima che l'alimenta, l'uranio. Sempre in tema di risorse, crediamo che il processo di elettrificazione continuerà e, anche in questo caso, un metallo come il rame ne potrebbe beneficiare. Infine, investiamo nell'Ai, cercando aziende che non siano nel mirino degli investitori, come ad esempio le società cinesi che investono in questa tecnologia tanto quanto le omologhe americane, ma trattano a valutazioni che sono un terzo di quelle Usa. Abbiamo inoltre iniziato a guardare, in ambito azionario, soprattutto alle medie e piccole capitalizzazioni le cui valutazioni sono ancora attrattive. Tuttavia, per investire in questo segmento di mercato occorre un attento stock picking, visto che la forte presenza del private equity ne ha aumentato la leva finanziaria. Per quanto riguarda gli asset reali, la presenza dell'oro nei portafogli è sempre stata strutturale e ora abbiamo iniziato a diversificare investendo anche nei produttori. In merito al reddito fisso, date le attuali fragilità, al debito pubblico preferiamo il credito sul quale, tuttavia, abbiamo ridotto l'esposizione per il restringimento degli spread su livelli di minimo. Infine, sulle valute stiamo gradualmente ricoprendo la nostra posizione di sottopeso sul dollaro americano, che ci ha particolarmente premiati dall'inizio dell'anno».

**TOM LEVERING**

GESTORE AZIONARIO

WELLINGTON ENDURING INFRASTRUCTURE ASSETS FUND

WELLINGTON MANAGEMENT

# Infrastrutture, un universo con una crescita resiliente

a cura di Pinuccia Parini

**Che cosa vuole dire oggi investire nelle infrastrutture?**

«Vuole dire investire in ciò che si può definire la spina dorsale dell'economia globale e che offre un'esposizione a fattori di crescita pluriennali. I governi delle economie avanzate ed emergenti stanno accelerando i loro investimenti in questo ambito. La rivoluzione legata all'intelligenza artificiale e a all'analisi dei dati ha generato la domanda di infrastrutture digitali e di capacità energetica; la geopolitica sta ridisegnando le catene di approvvigionamento, rafforzando la necessità di una maggiore resilienza nei mercati e di un ammodernamento della rete di distribuzione energetica».

**Un po' di anni fa, investire in infrastrutture significava scegliere**

**aziende di pubblica utilità considerate difensive e con politiche relativamente generose di remunerazione degli azionisti. Ma non avevano un vero e proprio motore di crescita. È ancora così?**

«In passato ciò è stato vero per i mercati sviluppati, come gli Stati Uniti e l'Europa: la domanda di energia non è aumentata negli ultimi 20 anni, ma le società sono comunque riuscite a generare utili e a distribuire dividendi. Una bella storia, ma una tipologia di investimento che, per l'andamento dei prezzi e la limitata volatilità, era quasi assimilabile più a un'obbligazione che a un'azione. Tuttavia, negli ultimi anni, il contesto è cambiato per una serie di ragioni. Innanzitutto, la transizione energetica e la decarbonizzare hanno fatto emergere la



necessità di ripensare lo sviluppo energetico e ciò ha favorito la crescita di questo settore in due modi: la creazione di nuove strutture, legate all'energia solare, eolica e allo stoccaggio delle rinnovabili per rimpiazzare gli impianti a carbone, e l'elettrificazione. Quest'ultima è un processo in progressione non solo per la trasformazione della produzione dell'energia, ma anche per la conversione dei processi industriali e di una più elevata domanda di elettricità per la diffusione, di recente, dei veicoli elettrici e, ovviamente, dell'intelligenza artificiale. L'insieme di tutti questi fattori ha portato a una forte crescita della domanda d'energia che richiede la realizzazione di nuove infrastrutture. Non va poi dimenticata la necessità di risanare le strutture datate, realizzate nei paesi sviluppati negli anni '70, soprattutto nell'industria elettrica, e che non sono state mantenute con uno standard adeguato».

### **Ma il contesto globale presenta ancora molte incertezze. Quale livello di crescita è atteso per questo specifico comparto?**

«Se si somma il nuovo mix energetico, l'aumento della domanda di energia e il risanamento delle vecchie strutture, la crescita dovrebbe essere l'8-9% in America e il 7-8% nel Vecchio continente. Quindi, per tornare alla precedente domanda, investire in questo settore significa fare ancora una scelta difensiva, che può essere però attrattiva in uno scenario di generale incertezza, in cui non mancano le preoccupazioni per ciò che sta accadendo nel mondo. Tuttavia, le società che rientrano all'interno di questo ambito non dovrebbero incontrare problemi nella generazione di utili, perché sono, da un lato, sostenute dalla domanda, dall'altro, non sono legate al ciclo economico. Dal nostro punto di vista crediamo di essere nel migliore scenario possibile perché c'è la crescita e la distribuzione dei dividendi, alimentati dall'aumento dei ricavi, che possono tenere il passo se non battere l'inflazione. È un universo di titoli che, in termini di rapporto rischio rendimento, non è secondo a nessuno».

### **Nelle sue argomentazioni, la transizione energetica è uno dei fattori di traino della domanda per le infrastrutture. Eppure, nell'ultimo periodo, sembra che il sostegno da parte di alcuni governi si stia affievolendo. Non la preoccupa questa evoluzione?**

«Negli Stati Uniti il Texas è il primo stato nella produzione di energia eolica e solare. Le ragioni sono di carattere puramente economico: tutto si basa sul più basso costo di produzione dell'energia che è quello delle due rinnovabili citate. Per la cronaca, lo stesso stato è anche al primo posto per la produzione di gas e petrolio. Sempre il Texas è in testa alla classifica anche per quanto riguarda lo stoccaggio con batterie di energia eolica e solare. Lo stato è molto pragmatico, da questo punto di vista: utilizza la risorsa che è meno costosa per produrre energia (ed è questo il caso dell'eolica e del solare). Nonostante la presa di posizione del governo federale sembri andare nella direzione opposta, non c'è nei fatti un ostracismo verso queste fonti, come è dimostrato dall'estensione delle detrazioni fiscali sino al 2030 per l'eolico e il solare presenti nel One big beautiful bill act: per chi vuole realizzare negli Stati Uniti un impianto solare o eolico c'è un tax credit tra il 30% e il 50%. In altre parole, il governo americano paga un terzo e oltre delle nuove installazioni di rinnovabili. E lo stesso è successo per le batterie: tax credit esteso sino al 2034. La verità, quindi, è che il governo federale americano elargisce forti sussidi alle rinnovabili. L'unica area, benché molto modesta, in cui la posizione di Trump è rimasta negativa è l'eolico offshore».

### **Perché questo sostegno all'energia eolica e a quella solare?**

«Perché gli impianti di queste rinnovabili possono essere costruiti in un lasso di tempo contenuto, circa un anno. Al contrario, per il gas naturale o l'energia nucleare sono necessari dai tre ai quattro anni per il primo e oltre gli otto anni per la seconda. Pensiamo alla crescente proliferazione di data center per il diffuso utilizzo dell'AI e alla domanda di energia che ne deriva per cui è necessaria una soluzione in tempi rapidi. L'energia eolica e quella solare sono la soluzione a breve, ma anche a lungo termine».

### **Rimane però sempre il fatto che non sempre sono reperibili e capaci di soddisfare la domanda...**

«Ed è per questa ragione che c'è un massiccio investimento e sostegno alla realizzazione di batterie per lo stoccaggio, così come viene posta enfasi sulla realizzazione di nuova generazione di gas. Eolico, solare, batterie e gas sono tra loro complementari, non sono soluzioni che confliggono».

### **Si riesce a rispondere adeguatamente a queste nuove esigenze del mercato?**

«L'elemento positivo è che le aziende che possiedono i grandi data center, ossia gli hyperscaler (Google, Meta, Microsoft), sono intenzionate a investire con forza o almeno a sostenere le infrastrutture energetiche. In altre parole, hanno intravisto i problemi che si potrebbero presentare all'orizzonte e stanno adottando misure affinché non si manifestino. Ad esempio, negli Stati Uniti (ma succederà anche in Europa) questi giganti collaborano con le aziende di pubblica utilità e sono disposti a pagare prezzi più alti di quelli del mercato per l'approvvigionamento: concretamente firmano contratti in cui si impegnano ad acquistare l'energia a prezzi elevati per permettere la realizzazione degli impianti. Sono aziende ricche, con molta liquidità a disposizione, che possono investire, e creano così le condizioni perché la stessa redditività delle utility aumenti. Una situazione molto diversa da quella che, storicamente, ha sempre visto come grandi clienti di queste società le fonderie e le acciaierie, industrie con bassi margini operativi. In linea generale, devo osservare che l'impegno affinché il fabbisogno energetico sia adeguatamente soddisfatto trova sostegno anche nello snellimento delle procedure per ottenere i permessi di realizzazione di questi impianti».

### **Il sostegno nei confronti delle società di pubblica utilità è una posizione condivisa da diversi governi?**

«Direi che è un atteggiamento diffuso ed è forte ovunque, perché c'è la percezione che l'AI e il settore tecnologico siano strategici e costituiscono un'area di crescita secolare. Tutti i governi vogliono che questi investimenti siano realizzati nella loro giurisdizione. Inoltre, i ritorni per queste aziende sono in salita».

### **Qual è l'esposizione maggiore nel portafoglio da lei gestito?**

«Circa il 55-60% del portafoglio è costituito da utility, che comprendono anche l'acqua e il gas naturale, cui si aggiunge il 10-15% del settore energetico midstream: in pratica l'esposizione alla generazione d'energia è circa il 70-75%, perché è qui che riteniamo si possano cogliere le maggiori opportunità per creare valore. Inoltre, continua a distribuire dividendi che nel tempo sono aumentati».

# La solita America, ma in versione estrema

di Boris Secciani

**Il primo inquilino della Casa bianca, sin dal giorno della sua elezione, non ha mancato di sorprendere l'opinione pubblica internazionale con una serie di dichiarazioni forti e contrastanti. Molte sono state le misure promulgate che avranno un impatto sull'economia domestica e globale, così come, in materia di politica interna, potranno acuire i contrasti sociali. Se alla fine si dirà "molto rumore per nulla" nel definire l'operato dell'amministrazione americana, a circa un anno dal suo insediamento, è forse ancora presto per dirlo**

Il 5 novembre del 2024 si sono tenute le elezioni presidenziali americane che hanno riportato alla Casa bianca la controversa figura di Donald Trump. Sebbene il suo secondo mandato sia iniziato a gennaio 2025, l'impatto del cambiamento si è fatto sentire immediatamente. Molte sono state le politiche adottate, ma ancora di più gli annunci. Il neo-inquilino di Washington si è distinto per un'azione interna sicuramente molto dura a livello di ordine pubblico, mentre si è impegnato in un ruolo di pacificatore internazionale, che finora ha prodotto qualche risultato promettente. Il discorso si fa però più complicato da valutare se volgiamo lo sguardo a ciò che davvero

interessa agli americani e a un resto del mondo che non può ancora fare a meno di una solida domanda statunitense, ossia l'economia. E in questo campo, sicuramente assegnare un voto al primo quarto del suo mandato non è semplice.

## UN FEROCO PROTEZIONISMO

In questi mesi si è parlato molto del programma neo-nazionalista e industrialista di questa amministrazione, tesa, da una parte, a varare una profonda deregulation e, dall'altra, a imporre al pianeta un feroce protezionismo. Il tutto per ricalibrare il modello americano sulla manifattura, limitando il più possibile i consumi di beni e servizi importati, ampiamente sussidiati da deficit pubblici di dimensione epocale. I dazi sono stati finora lo strumento principale di questo paradigma e di essi è chiaramente necessario dare una valutazione. Per il resto, i vari programmi immaginifici di riduzione e maggiore produttività della spesa pubblica si sono sostanzialmente incagliati. Il famigerato Doge, che doveva tagliare milioni di posti di lavoro nell'amministrazione pubblica, infatti, ha concluso pochino: messo di fronte alla realtà di un'assoluta impopolarità dei vari provvedimenti che Elon Musk e soci erano intenzionati a varare, lo stesso Trump ha de facto lasciato perdere. O quanto meno il programma di austerità è stato posposto parecchio in là negli anni.

Ma allora, al di là del teatro politico e del giro di vite sull'immigrazione, da che cosa è stato caratterizzato questo 2025? Un parere che ben sintetizza il quadro attuale viene elaborato da **Christian Scherrmann**, chief Us economist di **Dws**: «L'attività economica negli Stati Uniti ha rallentato nella prima metà dell'anno, riflettendo un indebolimento della spinta nei consumi e negli investimenti delle imprese. Il mercato del lavoro si è ammorbidito, come dimostrano la crescita più lenta dell'occupazione, un tasso di disoccupazione più elevato e una moderazione nella crescita salariale. L'inflazione rimane elevata, con l'indice core Pce stimato al 2,9% ad agosto. Finora, l'impatto potenziale dei dazi sull'inflazione appare attenuato dal lato dell'offerta, ma l'aumento dei costi potrebbe rallentare o bloccare le assunzioni. Nel complesso, l'economia sembra raffreddarsi gradualmente, con una domanda e un mercato del lavoro in fase di progressivo allentamento». Da queste parole si potrebbe concludere che in fondo ciò che ha contraddistinto questa amministrazione repubblicana è essenzialmente l'immobilismo.

#### A FINE CICLO

Gli Usa, infatti, si configurano oggi come un'economia a fine ciclo che sta cominciando a pagare la sbornia degli eccessi fiscali dell'era Biden: la ripresa post-Covid prese il turbo grazie a una spesa pubblica senza molti freni che, combinata con gli shock esogeni generati dalla difficoltà nel ritornare alla normalità, con la capacità delle aziende del Paese di mantenere i margini di profitto e con la guerra in Ucraina, ha scatenato l'inflazione. La Federal Reserve, insieme alle principali banche centrali del globo, reagì alzando rapidamente e con intensità i tassi. Quegli anni, dunque, hanno sperimentato il ritorno di un paradigma che non si vedeva dai tardi anni '70: non a caso uno degli effetti più vistosi di tutto ciò è stato il dispiegarsi di un bull market inaudito sull'oro. Al termine, però, qualche conto sta cominciando a essere presentato: i risparmi delle famiglie, accumulati durante la pandemia, stanno finendo, mentre anni di costo del denaro relativamente alto stanno mettendo in difficoltà le fasce meno abbienti della popolazione. Contemporaneamente, lo scontro politico sul gigantesco debito pubblico si sta alzando con, a fine ottobre, il secondo shutdown in corso del governo federale più lungo nella storia del Paese.



*Finora, l'impatto potenziale dei dazi sull'inflazione appare attenuato dal lato dell'offerta, ma l'aumento dei costi potrebbe rallentare o bloccare le assunzioni*



**CHRISTIAN SCHERRMANN**  
chief Us economist  
Dws

#### FIGLIO DEGLI ANNI PASSATI

Perciò, quanto si sta vedendo adesso in realtà è figlio di decisioni degli anni passati, che a loro volta hanno fatto seguito a provvedimenti che hanno incanalato la nazione in un preciso sentiero fin dai tempi di George Bush figlio. Va comunque chiarito che il Paese è tuttora piuttosto lontano dalla recessione, come ricorda, elencando qualche cifra chiave, **Oleg Schantorenko**, client portfolio manager di **Dje Kapital Ag**: «Nonostante l'incertezza politica e tassi d'interesse più elevati, l'economia statunitense continua a dimostrare resilienza e mantiene un andamento positivo. Il Pil

reale si è espanso a un tasso annualizzato del 3,8% nel secondo trimestre del 2025, rimbalzando da una lieve (secondo alcuni solo tecnica) contrazione all'inizio dell'anno. L'occupazione rimane solida: il tasso di disoccupazione si attesta al 4,3% e la partecipazione alla forza lavoro è stabile. La creazione di nuovi impieghi è rallentata rispetto al ritmo vertiginoso del 2023-24, ma continua a riflettere la forza sottostante del mercato del lavoro, sebbene permangano alcuni interrogativi sull'equilibrio tra domanda e offerta in un contesto di rigide politiche sull'immigrazione. La spesa reale delle famiglie resta il motore chiave dello sviluppo:

i consumi personali e le vendite al dettaglio hanno evidenziato una crescita resiliente nell'ultimo anno, dimostrando che i consumatori sono ancora disposti a spendere, in particolare per servizi e viaggi».

## LA DISPARITÀ DEI REDDITI

I numeri aggregati, però, nascondono una tendenza che sta raggiungendo proporzioni drammatiche, degne appunto della rivoluzione industriale di fine '800, ossia l'aumento inusitato della disparità di redditi e della propensione all'acquisto. Questo fattore induce **Raphael Thuin**, head of capital markets strategies di **Tikehau Capital** a usare una metafora piuttosto immaginifica per descrivere l'America odierna: «Sebbene i bilanci delle famiglie rimangano solidi e i trend del credito stiano migliorando, si osservano alcune debolezze tra i consumatori a reddito più basso, a conferma di un'economia sempre più a forma di "K". Anche la graduale normalizzazione del mercato del lavoro sarà monitorata con attenzione dagli investitori, alla ricerca di segnali di stabilizzazione». In pratica, in questo finale di 2025 più che mai è emersa una cesura fra le persone che lavorano in servizi avanzati legati all'alta tecnologia e coloro che, invece, sono rimasti impelagati nell'economia tradizionale; su questi ultimi, peraltro, si è abbattuta anche la scure dei dazi.

Questo impressionante dislivello viene quantificato, in maniera estremamente vivida, da **Simon Jäger**, portfolio manager nel team multi-asset di **Flossbach von Storch**: «Si potrebbe rimanere sorpresi da quanto l'economia statunitense stia tenendo bene quest'anno. Persino una situazione tariffaria incerta, il continuo aumento del costo della vita affrontato dai consumatori, i tassi di interesse elevati e le incertezze geopolitiche non hanno impedito al Paese di crescere. C'è tuttavia un aspetto negativo. L'economia a due velocità, come la definisce il *Wall Street Journal*, è trainata da una piccola parte di aziende e di individui, vale a dire le Big Tech e gli americani più ricchi. La spesa dei percettori di reddito più elevato sembra che non sia influenzata dagli aumenti dei prezzi, ma la popolazione a basso reddito non ha beneficiato in egual misura di un aumento nei piani pensionistici integrativi 401(k) o di un incremento del valore dei propri immobili e asset reali. Al contrario, la crescita dei salari è diminuita e la disoccupazione è in aumento. La sorte dei ricchi e dei poveri in America non è mai stata la stessa e questa non è una novità. Non ci sono neppure se-



*Le famiglie che guadagnano più di 250 mila dollari all'anno rappresentano la metà della spesa negli Stati Uniti, un record*



**SIMON JÄGER**  
portfolio manager  
nel team multi-asset  
Flossbach von Storch

gnali di un atterraggio brusco nel mercato del lavoro, che si sta semplicemente indebolendo costantemente partendo da un livello elevato. Ma le famiglie che guadagnano più di 250 mila dollari all'anno rappresentano la metà della spesa negli Stati Uniti, un record».

## UN'EVIDENTE CONTINUITÀ

Anche in questo caso colpisce l'evidente continuità con quanto visto in tutto questo secolo. La base elettorale di un presidente cui chiedeva meno inflazione, più lavoro industriale e meno globalizzazione oggi si trova a lottare con i dazi e un persistente caro-vita. La Silicon Valley passa, invece, da un trionfo all'altro fin dall'era Obama (se non prima), senza curarsi troppo del profilo ideologico di chi siede alla Casa bianca. L'ultima

incarnazione di questo fenomeno epocale è la corsa all'AI. In questo caso, però, ciò che forse è cambiato in questi anni è il livello di intensità del primato dell'economia digitale, che sta raggiungendo il territorio della monomania. Infatti, come ricorda **Emiel Van Den Heiligenberg**, head of asset allocation di **L&G**, praticamente da sola sta tenendo la prima economia del mondo al di fuori della recessione: «È ormai evidente da almeno 12 mesi che l'andamento dell'intelligenza artificiale è in grado di determinare il successo o il crollo del mercato degli Stati Uniti, tanto che già nel primo trimestre di quest'anno, senza il comparto tech, si sarebbe certamente registrata una contrazione dei consumi e la crescita del Pil Usa sarebbe stata negativa. Proprio all'AI si





lega anche la nostra visione sul mercato del lavoro. Infatti, sebbene siano stati lanciati solo tre anni fa i large language model, hanno già avuto un profondo impatto sull'occupazione. Da un lato, noi di L&G prevediamo che si diffonderanno sempre più nelle imprese, se riusciranno nell'obiettivo di accrescere la loro produttività. Dall'altro, i lavoratori più esposti all'Ai, ossia i giovani e quelli con un grado di istruzione più basso faticheranno a mantenere e a trovare un posto di lavoro: nel primo caso, le conoscenze sono spesso teoriche, nel secondo le mansioni sono meccaniche. Tutti ambiti che l'Ai può facilmente imparare e sostituire».

## UN PAESE CARISSIMO

A fronte di un sistema così organizzato, viene da chiedersi quale sia la sostenibilità di questo paradigma. Cinicamente si potrebbe dire che, essendo il fenomeno tutto tranne che una novità, non ci sarebbe da stupirsi se la macchina continuasse a girare. Oggi gli Stati Uniti sono un paese carissimo, largamente con il costo della vita più elevato fra le economie di dimensione rilevante. Alle cause già elencate in apertura, va però aggiunto anche un altro dato di fatto: alcune parti degli Usa sono ricchissime e dove gira tanto denaro è chiaro che anche solo consumare un paniere base richiede disponibilità elevate. Inoltre, forse in maniera assolutamente non prevista dalle autorità, in quest'ultimo anno ha continuato a dispiegarsi un fenomeno curioso evidente

fin dal 2022, che viene chiarito con lucidità da **Thomas Hartmann-Boyce**, global head of investment solutions di **Ark Invest**: «L'economia statunitense sta continuando ad adattarsi a una recessione che passa di settore in settore dal 2022. Il mercato del lavoro si è raffreddato con revisioni al ribasso nel saldo dei posti di lavoro creati e una disoccupazione in crescita. Entrambi i fenomeni segnalano che siamo in mezzo a una fase di normalizzazione e non di collasso. I consumi si sono indeboliti, però le politiche di supporto e i guadagni di produttività dovrebbero presto compensare queste pressioni. Le aziende che adottano l'intelligenza artificiale, la robotica e i processi di automazione riusciranno a catturare significativi guadagni in termini di efficienza. Ciò permetterà loro di stabilizzare i propri margini e riattivare la crescita. Il mercato immobiliare e il manifatturiero rimangono deboli, ma i comparti dell'economia guidati dall'innovazione si stanno riprendendo, grazie agli incentivi fiscali e a un costo del denaro più basso».

## L'ARRIVO DELLA CAVALLERIA

In pratica, l'America è riuscita a spalmare nel corso di un intero ciclo macro una potenziale serie di focolai di emergenze, evitando che si sovrapponessero in maniera disastrosa. Mentre i nodi rischiano di venire al pettine, oltre ai provvedimenti pro-business di Trump, l'arrivo della cavalleria apparirebbe nelle forme di una Fed amica e di un mantenimento delle promesse dell'Ai. Sul primo argomento

si torna nell'articolo che segue, per quanto riguarda invece il boom degli investimenti nel segmento più hot di questo decennio, vale la pena leggere il ragionamento di **Matt Lodge**, investment strategist di **Global X**: «La domanda dei consumatori rimane positiva, anche se si sta concentrando sempre più fra le famiglie ad alto reddito. In termini reali, i consumi sono aumentati ad agosto, grazie soprattutto alla ricchezza generata dalle forti performance del mercato azionario, di cui stanno beneficiando soprattutto i ceti più abbienti. Di conseguenza, vi sono timori che, se il rally dell'equity dovesse finire o peggio invertirsi, anche le spese degli americani si indebolirebbero. L'indice del Consumer sentiment dell'Università del Michigan è rimasto a ottobre nel percentile più basso dal 1978. Allo stesso tempo, il Conference board index è sceso al livello più contenuto dall'aprile del 2025. Entrambi i dati riflettono una cautela crescente da parte della classe media e dei nuclei familiari più poveri».

In concreto, l'America di Trump è, più che mai, rispetto al passato, legata mani e piedi a un mercato azionario che contribuisce non poco alle abitudini di spesa delle famiglie più benestanti. Sono infatti proprio queste ultime a essere maggiormente esposte all'equity growth nazionale e a beneficiare del conseguente wealth effect, che si va a sommare agli elevati stipendi di questo segmento demografico. In pratica, se la straordinaria ascesa del



**MICHAEL WALSH**  
solutions strategist  
& portfolio manager  
T. Rowe Price



*Mentre l'economia statunitense continua a beneficiare di investimenti aggressivi nell'intelligenza artificiale e di stimoli fiscali, i dazi stanno probabilmente contribuendo a indebolire i consumi e ad aumentare le scorte*



capex cui stiamo assistendo non si traducesse in utili, le ricadute su Wall Street sarebbero probabilmente disastrose con un impatto diretto sui consumi ben peggiore rispetto ai bear market del passato. Il tutto mentre i redditi più bassi vengono danneggiati da un livello di tassi di interesse che ne sta mettendo a dura prova la tenuta creditizia.

#### UN FIGLIO DEL 1999 E DEL 2007

A questo punto, a fianco alle risposte dei portfolio manager e degli analisti delle maggiori società del mondo, è stato interessante chiedere a uno dei maggiori e più usati modelli di intelligenza artificiale

## Dazi, finora è andata di lusso

Forse il punto di rottura più significativo della strategia economica dell'attuale presidente americano è la politica dei dazi, che è stata avviata in maniera tanto aggressiva, quanto a volte difficile da decifrare. Anche in questo caso non si tratta di una novità assoluta: già il primo mandato dell'inquilino della Casa bianca aveva visto il varo di una serie di misure commerciali anti-Cina e non è che l'amministrazione Biden si fosse distinta per una grande passione per il libero commercio. È indubbio, però, che il passo sia stato accelerato, con l'avvio di una fase di aperta ostilità anche nei confronti di alleati storici, mentre paradossalmente permangono segnali di non volere giungere allo scontro frontale con Pechino. Quale giudizio, dunque, si può esprimere su un simile approccio? Al di là di come il protezionismo di Washington finirà per intaccare l'egemonia geopolitica statunitense, vale la pena analizzare l'impatto sull'immensa domanda locale. In questo caso il quadro si fa più sfocato, con abbondanti ombre, ma anche qualche sorprendente luce.

### IMPATTO SULL'INFLAZIONE

Partiamo da alcuni dati oggettivi. **Michael Walsh**, solutions strategist & portfolio manager di **T. Rowe Price**, sottolinea che un impatto sull'inflazione c'è stato e che l'aggressività protezionistica ha contribuito all'aumento della dipendenza dalla tecnologia da parte del sistema Usa: «L'introduzione dei nuovi dazi statunitensi sotto l'amministrazione Trump ha aumentato i timori per la crescita, contribuendo al persistere dell'inflazione. I timori iniziali dopo il "Liberation day" di aprile sono stati attenuati dai successivi accordi con i partner commerciali, che hanno reso gli effetti reali meno pronunciati del previsto, ma l'aliquota tariffaria complessiva rimane comunque notevolmente superiore ai livelli pre-2025. I dazi stanno esercitando una pressione al rialzo sui costi dei fattori di produzione. Questi effetti inflazionistici sono stati particolarmente evidenti nei settori esposti alla volatilità dei prezzi delle materie prime e alle catene di approvvigionamento globali. Mentre l'economia statunitense continua a beneficiare di investimenti aggressivi nell'intelligenza artificiale e di stimoli fiscali, i dazi stanno probabilmente contribuendo a indebolire i consumi e ad aumentare le scorte. In prospettiva, i dazi dovrebbero rimanere una sfida continua, con la possibilità di un'ulteriore escalation a seconda degli sviluppi politici».

### UN DISCORSO SFUMATO

Detto ciò, è interessante concentrarsi su un paio di aspetti che rendono più sfumato il discorso, quanto meno sul breve periodo. È meritevole di grande attenzione il ragionamento di **Louis Bersin**, cfa, fund manager di **La Financière de l'Échiquier**: «I dazi hanno pesato sulle condizioni economiche e sulla crescita complessiva, con la maggior parte dell'onere a carico degli importatori e dei consumatori statunitensi. Dal lato positivo, maggiori entrate doganali hanno contribuito a una riduzione del 2,2% del deficit fiscale per l'anno fiscale 2025 (terminato a settembre)». In pratica, finora a fare le spese del nuovo corso Usa sono state soprattutto le aziende, con aumenti di costo minimi per le famiglie. L'inflazione locale sembra allo stato attuale più legata a dinamiche endogene nel settore dei servizi che a shock provenienti dall'estero. L'implementazione dei dazi probabilmente ha dall'altro lato contribuito non poco ad accentuare il già forte dualismo dei corsi azionari con le imprese in molti settori tradizionali in affanno. Tutto ciò potrebbe peraltro essere considerato un compromesso accettabile, dal momento che le persone con meno risorse non sono particolarmente esposte alla borsa, mentre ovviamente sono molto attente ai rincari. Gli statunitensi più benestanti sono, invece, come si è visto, concentrati nei loro portafogli sulla crescita dell'AI. Va aggiunto, poi, che, come ha sottolineato Louis Bersin, finora il protezionismo ha generato anche un benvenutissimo afflusso di denaro nelle casse pubbliche che languivano.

## EFFETTI RICCHEZZA FORTI

Una visione critica viene elaborata da **Francesco Sandrini**, **cio di Amundi Sgr**, che rimarca la mancata cinghia di trasmissione fra tariffe e consumi, a causa della concentrazione di questi ultimi presso i più ricchi: «Ci troviamo ancora in un contesto di domanda dei consumatori molto concentrata nelle fasce di reddito più elevate, con effetti di ricchezza molto forti, il che rende molto difficile concludere che ci sarà un forte calo dei consumi come conseguenza dei dazi o della debolezza del mercato del lavoro, almeno nel breve termine. Per questo motivo, nei prossimi quattro trimestri assisteremo probabilmente a una certa resilienza dell'economia statunitense». Tutto bene dunque? Si può affermare che la scommessa di Trump, per quanto azzardata e umiliante nei confronti di altre nazioni, sia stata vinta? Nel complesso sembra prudente aspettare un po' prima di dare una valutazione: infatti, in primis va tenuto a mente, come ha detto Michael Walsh, che i dazi costituiscono una politica di lungo respiro, che magari verrà smussata ma probabilmente non del tutto cancellata, neppure in seguito a una vittoria dei democratici nel 2028. Di conseguenza, anche le ricadute economiche sono destinate a spalmarsi lungo un arco temporale abbastanza prolungato.

## ARRIVANO GLI AUMENTI DI PREZZO

Il che, fuor di metafora, significa che difficilmente l'enorme complesso che alimenta la maggiore macchina distributiva di beni sul pianeta (a parte forse i colossi del consumismo cinese) si accontenterà di fare meno soldi. Al riguardo, qualche messaggio da parte di Corporate Usa comincia a vedersi. **Marco Midulla**, funds responsabile presso **Symphonia Sgr**, ricorda che si sta esaurendo l'effetto dell'accumulo di acquisti effettuati dagli importatori prima dell'entrata in vigore delle misure più dure: «Al momento, l'impatto è stato marginale per gli alti livelli di scorte che erano state create in anticipo. Tutte le società con cui parliamo ci dicono che stanno iniziando adesso a incrementare i prezzi e ciò può avere un effetto fortemente inflativo e pesare anche sui consumi finali. Già da questo mese stiamo rivedendo un aumento delle esportazioni verso gli Stati Uniti. Su questi nuovi prodotti tutte le aziende proveranno a mitigare le conseguenze aumentando i prezzi. Rimane molto importante guardare i dati di inflazione sapendo che ci può essere un lag temporale prima di vederla arrivare».

## GRUPPI NON SCALZABILI

Nello specifico non bisogna dimenticare che parliamo di gruppi che vantano posizioni dominanti difficilmente scalzabili oltre che il possesso di marchi di enorme valore e forza presso il pubblico. **Raphael Thuin**, head of capital markets strategies di **Tikehau Capital**, elenca alcuni esempi concreti: «Uno dei fattori che ha sostenuto di recente gli asset rischiosi è stato la tenuta dell'economia reale, nonostante le nuove politiche tariffarie. Le imprese statunitensi hanno assorbito gran parte dell'impatto attraverso ottimizzazioni e riduzione dei margini, riuscendo a registrare risultati solidi. Tuttavia, i primi segnali indicano che i dazi ora vengono trasferiti ai consumatori, come mostrano Walmart, Nike, J.B. Hunt e PepsiCo. Le tariffe doganali sono diventate anche una fonte importante di entrate per il governo e sostengono politiche pro-business. Gli investitori dovrebbero considerare le tariffe come un elemento strutturale del contesto statunitense, monitorandone gli effetti di lungo periodo e il possibile impatto progressivo sulla crescita».

## IL SENTIERO È TRACCIATO

Per riuscire a riconciliare un simile agglomerato di fattori contraddittori ed evitare che vadano ad accavallarsi all'improvviso non sorprende che Donald Trump veda come una soluzione una politica monetaria molto più lasca di quella finora portata avanti e strenuamente difesa da Jerome Powell. Gli attacchi all'indipendenza della Banca centrale indubbiamente appaiono poco degni di un Paese sviluppato, ancora di più se si parla di chi detiene la valuta di riserva del mondo. Il sentiero però sembra che sia stato tracciato nella direzione di un costo del denaro significativamente più basso di adesso.



**FRANCESCO SANDRINI**  
**cio**  
**Amundi Sgr**



*(È) molto difficile concludere che ci sarà un forte calo dei consumi come conseguenza dei dazi o della debolezza del mercato del lavoro, almeno nel breve termine*



come si svilupperebbe un'eventuale bear market innescato da investitori delusi da promesse non mantenute da parte dei titani tech. La risposta è risultata decisamente immaginifica: «Oggi viviamo in uno scenario che potrebbe essere definito come un figlio del 1999 e del 2007 e che ha ereditato le caratteristiche peggiori di entrambi i genitori». Non è necessario ovviamente sposare una tesi così catastrofista, ma gli elementi di instabilità ci sono tutti. Trump, al di là del suo stile autoritario, dovrà mostrare grande saggezza per evitare di dovere gestire un'economia americana tanto potente e innovativa, quanto dipendente da un numero sempre minore di pilastri.

# Fed, verso la fine dell'ortodossia finanziaria

di Boris Secciani

**È indubbio che l'ingerenza di Donald Trump nelle decisioni della Federal Reserve ha fatto alzare più di un sopracciglio, soprattutto per il timore che la politica, ancora una volta, pensi di essere nella posizione di intervenire nelle decisioni di una banca centrale. Tuttavia, le pressioni per misure più aggressive da parte del presidente americano, per quanto inopportune, potrebbero non essere completamente prive di fondamento, perché tassi più bassi aiuterebbero, insieme alle politiche fiscali, a sostenere l'economia americana e, nello stesso tempo, i mercati finanziari. Ma il rischio di una ripresa dell'inflazione rimane dietro l'angolo**

Insieme ai dazi, il maggiore punto di discontinuità di Donald Trump rispetto alla prassi comune del sistema americano è l'assalto frontale nei confronti di Jerome Powell, peraltro messo da lui a capo della Federal Reserve più di sette anni fa. Lo scontro che si è creato vede fronteggiarsi due visioni della realtà quasi opposte. Da una

parte le autorità monetarie del Paese, dopo decenni di lassismo, hanno ritrovato forti motivazioni per combattere l'inflazione, che negli Stati Uniti è un fenomeno forse più complesso rispetto a quanto accade in Europa. Nel nostro caso, infatti, sono soprattutto gli shock esogeni (corsi delle risorse naturali in primis) a indurre fiammate sui prezzi. In America, invece, si aggrovigliano diversi fattori, tra i quali la struttura quasi oligopolistica di alcuni comparti, i consumi concentrati fra i più benestanti, la cui domanda è relativamente inelastica, e la forte richiesta di servizi per i quali la manodopera scarseggia. In questo ambiente, la Fed ha scelto finora di agire con un'inusuale morigeratezza di stampo teutonico che fatica ad abbandonare.

Anche il recente taglio di 25 bp ai Fed Fund, varato in ottobre e seguito dall'annuncio di una diminuzione nel passo di riduzione delle dimensioni del bilancio della Fed, è stato accompagnato da commenti molto prudentziali. Il presidente della più potente istituzione monetaria del pianeta ha infatti posto in dubbio un'ulteriore sforbiciata a dicembre, pur riconoscendo l'indebolimento del mercato del lavoro. È interessante notare che due presidenti della Fed su 12 abbiano votato contro la decisione. Uno (Jeffrey Schmid) non voleva alcuna limatu-



ra mentre Stephen Miran, messo in tale ruolo da Trump la scorsa estate, avrebbe all'opposto preferito una sforbiciata di 50 bp. Oltre agli elementi quasi endemici, il caro-vita americano rischia di trovare carburante extra nell'impatto (tuttora da verificare) dei dazi. Dall'altra parte l'ossessione per un allentamento più aggressivo di Washington, per quanto sostenuta con modi sgangherati e opinabili, ha un suo fondamento economico. **Anthony Willis**, investment manager di **Columbia Threadneedle Investments**, afferma: «L'economia statunitense sta mostrando segnali di rallentamento, con la Fed che evidenzia un calo delle assunzioni e un'attività sotto tono. Nel frattempo, le banche regionali devono affrontare lo stress causato dall'aumento dei casi di insolvenza sui prestiti, in particolare nel settore auto. Anche la resilienza dei consumatori sembra in calo e l'inflazione rischia di rimanere una preoccupazione nel 2026. La Federal Reserve è orientata verso un allentamento monetario per sostenere un mercato del lavoro in

fase di indebolimento, il che potrebbe reintrodurre pressioni inflazionistiche. Nel frattempo, L'Fmi mette in guardia dall'aumento del debito globale e della domanda di spesa, che potrebbero limitare la flessibilità fiscale e contribuire a rischi di inflazione a più lungo termine, se non gestiti con una politica più rigorosa». Le considerazioni di Willis portano all'attenzione le contraddizioni quasi irrisolvibili che gli Stati Uniti si trovano a fronteggiare. Trump, infatti, sperabilmente, vede che almeno metà dell'America è in difficoltà sostanziale e che un sistema così sofisticato e variegato non può vivere solo di effetto ricchezza generato dalla corsa all'AI. La tentazione, di fronte a tutto ciò, di imporre un costo del denaro molto più contenuto rispetto a quanto previsto nei manuali di macroeconomia è comprensibile e (forse) persino parzialmente condivisibile. Innanzitutto, abbandonando il rigore si avrebbe un ovvio beneficio a livello di rifinanziamenti e sostenibilità della domanda, sostenuta con il debito, di tante famiglie di classe media: auto e immobiliare in



**ANTHONY WILLIS**  
investment manager  
**Columbia Threadneedle**  
**Investments**



*La Federal Reserve  
è orientata verso un  
allentamento monetario  
per sostenere un mercato  
del lavoro in fase di  
indebolimento, il che potrebbe  
reintrodurre pressioni  
inflazionistiche*



particolare ricevrebbero una forte boccata di ossigeno. Inoltre, il conseguente indebolimento del dollaro produrrebbe uno stimolo considerevole. Molte aziende statunitensi, infatti, ormai generano una quota non indifferente dei propri profitti al di fuori del Paese e un cambio più favorevole certo non farebbe schifo agli investitori. Non è fantascientifico immaginare che una significativa caduta del biglietto verde allargherebbe il rally dell'S&P 500 al di fuori dei colossi della tecnologia. Inoltre, una svalutazione strutturale, insieme agli altri vantaggi quali l'abbondanza di terra e di energia, renderebbe l'America più competitiva nel suo tentativo di attrarre un diluvio di investimenti industriali. Non sorprende, dunque, che **Louis Bersin**, cfa, fund manager di **La**



**MATT LODGE**  
investment strategist  
Global X



*Il ciclo di tagli ai tassi da parte della Federal Reserve potrebbe ulteriormente aumentare la domanda, andando a compensare la disinflazione generata in ambito energetico*



**Financière de l'Échiquier** ritenga l'allentamento delle condizioni finanziarie una parte organica del neo-protezionismo repubblicano: «Guardando al futuro, l'economia statunitense potrebbe assistere a una ripresa ciclica trainata dagli investimenti e sostenuta da tre fattori strutturali: l'allentamento delle condizioni finanziarie, grazie a tassi di interesse più bassi; gli incentivi alle aziende per localizzare la produzione ed evitare i dazi; le disposizioni fiscali pro-investimento previste dal One Big Beautiful Bill Act, che comprendono un ammortamento accelerato al 100% e la deducibilità immediata dei costi di R&S».

Non manca neppure chi ritiene la battaglia contro l'idra inflattiva quasi vinta. **Altat Kassam**, Europe head of investment strategy & research di **State Street Investment Management**, sostiene: «Prevediamo un'ulteriore

attenuazione delle pressioni inflazionistiche nel 2026. Sebbene alcuni membri della Fed mantengano un approccio prudente, la traiettoria generale indica che l'inflazione non rappresenterà un rischio persistente nel prossimo anno. La normalizzazione delle supply chain, il calo dei prezzi energetici e gli effetti cumulativi della stretta monetaria stanno favorendo questa dinamica disinflazionistica. Restiamo tuttavia vigili rispetto a potenziali fattori di rischio, come nuove spinte salariali o shock geopolitici che potrebbero influire sui mercati delle materie prime. Oggi lo scenario di base prevede un graduale ritorno dell'inflazione verso i livelli target».

#### UN EFFETTO BOOMERANG

Il problema è che i pasti gratis notoriamente scarseggiano e oggi pensare di premere sull'acceleratore degli stimoli monetari è estremamente rischioso. Infatti, qualche indizio di una maggiore diffusione dell'impatto dei dazi comincia a farsi sentire, come rimarca **Matt Lodge**, investment strategist di **Global X**: «Prezzi strutturalmente più bassi di gas e petrolio, probabili in seguito all'annuncio dell'aumento della produzione da parte dell'Opec+, sicuramente possono aiutare a contenere l'inflazione. D'altro canto, i dati sulle merci core, quali i componenti auto e i beni di largo consumo, mostrano una ripresa della crescita dei prezzi. Il che suggerisce che le tariffe imposte sulle importazioni cinesi stanno cominciando a farsi sentire sui consumatori. Il ciclo di tagli ai tassi da parte della Federal Reserve potrebbe ulteriormente aumentare la domanda, andando a compensare la disinflazione generata in

ambito energetico».

In pratica, il pericolo maggiore di scelte troppo lassiste è ottenere un effetto contrario a quello desiderato nel sostegno ai redditi dei ceti medi e bassi. Questa possibilità viene considerata un rischio reale da **Emiel Van Den Heiligenberg**, head of asset allocation di **L&G**: «Al momento non sembra che gli altri mercati stiano abbassando i prezzi delle esportazioni verso gli Stati Uniti e ciò potrebbe causare un aumento dell'inflazione, riducendo le paghe reali nei prossimi mesi. Questo impatto sarà particolarmente sentito nelle fasce più basse di reddito, dove stanno già emergendo alcuni segnali di sofferenza creditizia. È vero che la disoccupazione potrebbe stabilizzarsi in caso di maggiore sostegno alle imprese da parte della Fed, ma la debolezza intrinseca delle nuove assunzioni rende l'economia vulnerabile a nuovi shock». Per evitare ricadute di questo genere, sarebbe inoltre meglio fare in modo che le aspettative di inflazione non diventino sistematicamente più elevate. In tal caso, infatti (in questo 2025 ci sono stati forniti abbondanti indizi al riguardo), i corsi del reddito fisso si troverebbero in un'altalena che creerebbe curve sistematicamente più ripide. Non certo un fenomeno che si augura un'amministrazione poco incline al pareggio del bilancio.

Prudenza pertanto viene invocata da **Francesco Sandrini**, cio di **Amundi Sgr**, che riporta all'attenzione il ruolo dei bond vigilantes: «È ragionevole aspettarsi che nei prossimi mesi avremo un trasferimento stabile, ma elevato, dei dazi che manterrà il Cpi core intorno allo 0,4% m/m fino a gennaio 2026. Ciò spingerà probabilmente il Cpi core al rialzo nel dicembre 2025





**THOMAS HARTMANN-BOYCE**  
global head  
of investment solutions  
Ark Invest



*Man mano che le aziende cominciano a usare l'AI e l'automazione su vasta scala, la produttività dovrebbe aumentare con un calo dei costi unitari in ambiti quali la manifattura, la logistica e i servizi*



(non lontano dal 3,5%) prima di raffreddarsi nel corso del 2026, attestandosi a circa l'1% in meno (2,5-2,7%). L'allentamento degli standard creditizi, prevalente nel 2026, potrebbe tuttavia aumentare la leva finanziaria e contribuire di conseguenza a riscaldare l'inflazione. Si tratta di uno scenario possibile, ma non ancora visibile nei dati. Riteniamo che i mercati obbligazionari riflettano in qualche modo tali timori, compreso un rilancio dell'inflazione a causa di un'offerta di liquidità troppo abbondante».

#### ASPETTANDO L'INNOVAZIONE

Pertanto, è interessante notare che anche in questo caso paradossalmente i tentativi di diversificazione della crescita made in Usa sono ancorati al decollo dell'AI, che nelle intenzioni costituirebbe la più grande spinta all'efficienza (e quindi alla deflazione) degli ultimi decen-



ni. Di questa evoluzione benigna è convinto **Thomas Hartmann-Boyce**, global head of investment solutions di **Ark Invest**: «L'inflazione appare persistente in alcune categorie dei servizi, a fronte però di forze deflative che stanno prendendo forza. Fra esse la più importante è rappresentata dall'adozione di nuove tecnologie. Man mano che le aziende cominciano a usare l'AI e l'automazione su vasta scala, la produttività dovrebbe aumentare con un calo dei costi unitari nella manifattura, la logistica e i servizi. Questa dinamica è già evidente nell'auto, dove i prezzi sono scesi di quasi il 20% dai picchi post-pandemia». In concreto, dopo avere assistito a una sorta di ritorno agli anni '70 in salsa 1999 con una spruzzata di 2007, potremmo avere davanti a noi un paradigma di Goldilocks simile allo scorso decennio, ma con in più una crescita economica più robusta.

A fronte di una simile biforcazione nei sentieri intrapresi quale sarà la scelta più probabile da parte di Powell e soci? Il buon senso spesso porta a immaginare soluzioni di compromesso: nella fattispecie probabilmente il tutto si concretizzerebbe in un moderato abbassamento dei Fed Fund, magari accompagnato da periodi di pausa. Ciò permetterebbe di salvare capra e cavoli oltre a mantenere la percezione di indipendenza della Banca centrale Usa, che non è un obiettivo da poco per chi governa la moneta di riserva del mondo. È interessante, in quanto decisamente cauta, la stima di **Christian Scherrmann**, chief Us economist di **Dws**: «Attualmente si stima che il principale onere

dei dazi ricada sul lato dell'offerta, mentre i consumatori ne sopportano solo una piccola parte in modo diretto. Ciò potrebbe portare a un rallentamento delle assunzioni e a un indebolimento del mercato del lavoro. Ci si aspetta che la Fed reagisca riducendo il tasso dei fondi federali a un livello neutrale o leggermente superiore al 3% entro i prossimi 12 mesi. Questa mossa dovrebbe sostenere le condizioni finanziarie e gli asset più rischiosi, che rimangono un importante motore dei consumi negli Usa».

Su questo tema, **Michael Walsh**, solutions strategist & portfolio manager di **T. Rowe Price**, afferma: «Le aspettative di inflazione rimangono elevate. Le imprese stanno trasferendo sempre più i costi sui consumatori e l'entità di questi trasferimenti è una variabile chiave per l'andamento dei prezzi: gli investitori dovrebbero prevedere che l'inflazione sarà un tema centrale nel 2026, con tassi complessivi che probabilmente rimarranno al di sopra dell'obiettivo del 2% della Fed. Ciò potrebbe limitare il margine per un ulteriore allentamento e influire, sia sui rendimenti obbligazionari, sia sulle valutazioni azionarie». Walsh sottolinea un altro punto fondamentale: è vero che un'inflazione fuori controllo produrrebbe effetti disastrosi sul reddito fisso e sul potere d'acquisto di chi ne ha più bisogno, ma è innegabile che condizioni finanziarie troppo rigide andrebbero a danneggiare i corsi degli asset rischiosi. E oggi un robusto andamento della borsa è vitale per l'America. Non resta, dunque, che sperare che l'AI mantenga le sue enormi promesse.

# Una corsa a perdifiato, ma torna la volatilità

di Boris Secciani

**Nessuna asset class ha dimostrato tanta forza come l'oro. Una vera e propria corsa quella del metallo prezioso: sono occorsi 14 anni perché raddoppiasse il suo valore, ma il vero balzo è avvenuto solo nell'ultimo biennio, con un ulteriore raddoppio. Le ragioni dell'ascesa possono essere diverse, tra cui il fatto che l'oro si è affermato come alternativa al dollaro, in un contesto in cui lo stato di salute dei conti pubblici degli Stati Uniti è andato via via deteriorandosi. In questa direzione, un contributo significativo lo hanno dato le banche centrali soprattutto dei paesi emergenti, che hanno deciso di essere più indipendenti dagli Usa e, quindi, dal biglietto verde. A tutto ciò va aggiunta una situazione geopolitica in continua fibrillazione e uno scenario futuro complesso soprattutto per le economie avanzate, che si sono fortemente indebitate negli ultimi anni. E forse è l'insieme di questi timori che mantiene elevato il prezzo dell'oro**

Se il ritorno dei paesi emergenti, la continua ascesa dei titoli tecnologici legati all'AI, l'espansione della base di investitori in crypto e alcuni altri temi hanno determinato l'andamento dei mercati di questo 2025 che si avvia a conclusione, nessun'altra asset class ha mostrato una forza tanto evidente quanto l'oro. Il bull market del prezioso per eccellenza non è certo una novità: è da anni, infatti, che su questo metallo si sta riversando un ammontare crescente di liquidità. Ma ciò che di recente è cambiato è l'intensità dello sviluppo. Una sintesi indicativa viene fornita da **Simon Jäger**, portfolio manager di **Flossbach von Storch Se**: «Il prezzo di un'oncia di oro ha superato per la prima volta la soglia dei 4.000 dollari Us. Da gennaio a ottobre il corso è salito di oltre il 53% (dato al 7 ottobre 2025), il balzo più forte dal 1979, superando perfino il bitcoin: la quotazione della criprovaluta, infatti, è aumentata del 30%. L'ascesa è notevole anche nel lungo termine, considerando che l'oncia troy ha superato i 1.000 dollari nel 2009, i 2.000 nel 2023 e i 3.000 solo a marzo 2025. Pochi mesi dopo, la quotazione è già a 4.000. Poiché il prezzo dell'oro è definito in dollari Usa, l'aumento in euro (37%) è stato leggermente meno rapi-



do, ma comunque notevole». Questi numeri sono ancora più impressionanti una volta che si esaminino alcune percentuali: il metallo giallo ha impiegato 14 anni per raddoppiare il suo valore, passando in mezzo a un lungo bear market nel corso degli anni '10, ma da allora ci sono voluti poco più di due anni per mettere a segno un ulteriore incremento del 100%. È una progressione ancora più notevole rispetto a quanto dice la mera aritmetica. Infatti, un conto è rimbalzare da livelli infimi dopo una crisi secolare, un altro è costruire ulteriori capital gain su una base già ampia di liquidità ivi allocata: tutto ciò si configura come un'inversione nelle preferenze degli investitori quasi epocale. Negli anni post-Grande crisi finanziaria, infatti, questa commodity mostrava una correlazione decisamente elevata con il resto del settore minerario, condividendo con quest'ultimo anche la necessità di una marcata ristrutturazione da parte dei maggiori gruppi estrattivi. Bassa inflazione, economia piatta, ma prevedibile, repressione della volatilità da parte delle banche centrali e la fine (ingloriosa) del precedente super-ciclo delle risorse naturali avevano creato un ambiente in cui l'interesse degli istituzionali era spasmodicamente incentrato sulla ricerca di rendimento più che sulla diversificazione in asset reali.

#### ALTERNATIVA ALL'OCCIDENTE

Il mondo è però cambiato di nuovo con lo scoppio della pandemia e il ritorno di fiamma dell'inflazione. Questi drammatici eventi

hanno portato molti paesi, in massima parte occidentali, a rompere gli indugi e a tentare uno strano esperimento di inasprimento della politica monetaria per frenare il correre dei prezzi, aprendo al contempo i cordoni della spesa pubblica per sostenere i consumi. Al centro di questa sorta di ritorno ai tardi anni '70 e inizio degli '80 si sono posti gli Stati Uniti, protagonisti, sia di una forte crescita, sia di un deterioramento del bilancio federale quasi senza precedenti.

Non sorprende, dunque, che fino a un anno fa, o poco più, l'oro si sia posto come alternativa anti-dollaro. Una tesi che ha trovato terreno fertile soprattutto presso le banche centrali delle potenze economiche più distanti dall'America, Cina in primis. Sono stati soprattutto gli acquisti di queste autorità monetarie, superiori a 1.000 tonnellate annue in tutto il triennio che va dal 2022 al 2024 compresi, a dare il via a un autentico processo di preparazione di un sistema meno dipendente dal biglietto verde. Una rivoluzione, peraltro, che rischia di essere accelerata dall'amministrazione Trump, smaniosa di portare la Federal Reserve sotto il proprio controllo per imporre una politica monetaria ultra-lassista e non coerente con il quadro inflativo tuttora preoccupante.

Una sintesi viene elaborata da **Rebekah McMillan**, associate portfolio manager team multi-asset di **Neuberger Berman**, che non ha remore nel sottolineare l'allure geopolitico del prezioso per eccellenza: «Le banche centrali hanno sostenuto acquisti netti record di oltre 1.000 tonnellate in ciascuno degli anni



**REBEKAH MCMILLAN**  
associate portfolio manager  
team multi-asset  
Neuberger Berman

“

*Le banche centrali hanno sostenuto acquisti netti record di oltre 1.000 tonnellate in ciascuno degli anni 2022, 2023 e 2024, più del doppio del ritmo medio del decennio precedente. Questi acquisti rappresentano ora circa il 20% della domanda fisica annuale, elemento che ha sostenuto l'aumento dei prezzi, nonostante la liquidità giornaliera del mercato rimanga elevata*

”

2022, 2023 e 2024, più del doppio del ritmo medio del decennio precedente. Questi acquisti rappresentano ora circa il 20% della domanda fisica annuale, elemento che ha sostenuto l'aumento dei prezzi, nonostante la liquidità giornaliera del mercato rimanga elevata. Dal punto di vista geografico, la domanda strutturale si è spostata decisamente verso est: la Cina è stata il principale acquirente, aumentando costantemente le riserve



**ALEXIS BIENVENU**  
fund manager  
La Financière de l'Echiquier

“

*Le cause di questa impennata sono purtroppo da ricercare nell'ansia, non nell'euforia. Tra le più palesi spiccano i dubbi sul valore del dollaro, la cui credibilità poggia sull'indipendenza della Banca centrale americana*

”

mi di ultima istanza, né come regolatore e arbitro dei flussi finanziari globali. Sarebbe però sbagliato ridurre ciò che si è visto, soprattutto nell'ultimo biennio, a un match Brics contro America. L'intervento in apertura di Simon Jäger riportava un dato assolutamente fondamentale per inquadrare aspettative e timori della comunità internazionale: il fatto che anche le quotazioni in euro del metallo giallo erano salite parecchio. In pratica, il dollaro e gli asset statunitensi in generale (giganti della tecnologia a parte) hanno sì perso smalto, ma la fiducia non abbonda nei confronti di nessuna economia matura.

Un atteggiamento generalizzato di cupo pessimismo che viene esplicitato dallo stesso Jäger: «Per molto tempo i titoli di stato a lunga scadenza dei paesi occidentali sono stati considerati un investimento estremamente sicuro anche per i privati. Oggi, però, le crisi del debito sovrano alimentano lo scetticismo degli investitori non solo negli Stati Uniti, dove l'ultimo braccio di ferro sul budget ha probabilmente contribuito a spingere in alto il corso dell'oro. Dopo i recenti aumenti dei rendimenti, i decennali Usa e britannici offrono ormai il 4-5%, rendendo più oneroso il servizio del debito. La situazione nell'Europa continentale non è molto diversa. L'elevato indebitamento dello stato e l'incertezza politica in Francia frenano gli acquisti di titoli transalpini. Perciò, i rendimenti dei bond francesi già in circolazione sono saliti sensibilmente, superando persino quelli dell'ex fanalino di coda dell'Eurozona, cioè l'Italia. Difficile intravedere un miglioramento nelle grandi economie: nei prossimi 10 anni

il debito dei paesi G7 dovrebbe aumentare ulteriormente».

## UN RALLY SPINTO DALL'ANSIA

Alla luce di quanto visto, il quadro dei rendimenti forniti in questo 2025 comincia ad assumere contorni decisamente coerenti: a trionfare è l'oro, con bitcoin ed emergenti a ruota a fronte dell'intelligenza artificiale come unica scommessa growth rimasta nell'ambito delle potenze tradizionali. Via, dunque, da quasi tutto ciò che rappresenta un'allocatione tradizionale: all'orizzonte, infatti, non si intravede un equilibrio diverso, bensì qualcosa che assomiglia al caos e i corsi auriferi sembrano diventati il barometro di una sorta di lamento globale. Impressionante, al riguardo, il commento di **Alexis Bienvenu**, fund manager di **La Financière de l'Echiquier**: «Le cause di questa impennata sono purtroppo da ricercare nell'ansia, non nell'euforia. Tra le più palesi spiccano i dubbi sul valore del dollaro, la cui credibilità poggia sull'indipendenza della Banca centrale americana. Quest'ultima si ritrova, infatti, indebolita dalle forti pressioni esercitate dal presidente Trump per tagliare i tassi di riferimento, mentre l'inflazione Usa rimane leggermente troppo alta. L'indebolimento del dollaro, una ferita autoinflitta, è esacerbato dagli sforzi competitivi della Cina, che portano ad acquisti insaziabili di oro da parte della banca centrale. La dinamica non è certamente destinata a invertirsi. Lo scontro tra Russia e Ucraina amplifica ulteriormente questa corsa all'oro, rendendolo un bene rifugio ricercato. Particolarmente colpita da questo conflitto, la Polonia detie-

auree, così come la Turchia e l'India. Gli acquisti sostenuti sono stati motivati principalmente dalla volontà di diversificare le riserve, ridurre la dipendenza dal dollaro e coprire i rischi geopolitici e finanziari. L'assenza di rischio di default, l'elevata liquidità e lo status "neutrale" dell'oro tra le riserve valutarie lo rendono attraente per i portafogli, soprattutto dopo che le sanzioni imposte alla Russia nel 2022 hanno evidenziato le vulnerabilità delle riserve incentrate sul dollaro».

## FUGA DAL DOLLARO

Se si giudicasse solo da questi elementi, potremmo affermare che la grande fuga dalla divisa statunitense è già cominciata, a partire da quelle grandi economie emergenti ormai apertamente smaniose di non dipendere più dagli Stati Uniti, né come generatore di consu-



# Offerta statica

Come si può intuire da quanto evidenziato finora, siamo di fronte a un'ascesa dei corsi quasi interamente dominata dalle dinamiche sul lato della domanda, cui peraltro si accompagna un quadro sul fronte dell'offerta decisamente statico. Le difficoltà nell'incrementare significativamente quest'ultima aggiungono sicuramente un altro puntello per il proseguimento del trend. Nella sostanza, perciò, la propensione all'acquisto da parte di un numero crescente di soggetti è destinata a rimanere il driver principale

## CRESCITA DELLA PRODUZIONE MINERARIA MARGINALE

Su quest'ultimo punto parole che esprimono lucidità arrivano da Alexis Bienvenu: «La scarsità fisica dell'oro è accentuata da attriti sul fronte dell'offerta che tardano a risolversi. La crescita della produzione mineraria è marginale, con un calo della qualità, vincoli normativi e di natura Esg, il che implica tempi di attesa pluriennali per qualsiasi aumento significativo della capacità produttiva. Le sanzioni che hanno portato a un cambiamento delle rotte nei confronti della Russia hanno aggiunto attriti ulteriori e costi ai flussi fisici, contribuendo ai premi regionali. Nel loro insieme, queste strozzature possono sostenere un vero e proprio premio di scarsità per diversi anni. È importante sottolineare, tuttavia, che il fattore dominante che determina il prezzo rimane il quadro macroeconomico generale e la domanda, mentre l'inelasticità dell'offerta e la tensione del mercato contribuiscono solo a fissare il limite minimo».

ne il primato degli acquisti di oro da parte delle banche centrali nel 2025 e gli altri paesi dell'Europa orientale non sono da meno, anche se i volumi sono più ridotti. Infine, le difficoltà incontrate di recente da alcune banche regionali negli Stati Uniti, che ricordano, probabilmente a torto, le criticità di questo stesso settore nel 2023, hanno rafforzato il timore di turbolenze bancarie nel Paese, spingendo il metallo ancora più in alto».

## UN BULL MARKET CONTINUO

Guerra in Europa orientale, crisi fiscale e politica in Francia, la Fed a rischio di diventare una banca centrale del terzo mondo, scricchiolii in alcune aree del credito statunitense, consumi che non decollano in Cina: praticamente un quadro che ha portato allo sviluppo di un bull market de facto privo, fino a metà ottobre, di volatilità rilevante. Al riguardo, una nota interessante viene condivisa da **Imaru Casanova**, portfolio manager, oro e metalli preziosi di **VanEck**: «Negli ultimi anni, dopo i movimenti significativi verso nuovi massimi, il prezzo dell'oro tende a consolidarsi intorno a una nuova base più alta, prima che emerga il prossimo catalizzatore che lo spinga al livello successivo. Anche se al momento ci sono molti potenziali catalizzatori, la tempistica è impossibile da prevedere, ma qualsiasi elemento che minacci la stabilità del sistema finanziario globale potrebbe portare a un'impennata della domanda di oro come bene rifugio». Fino a ottobre, in pratica, non si è avuta alcuna correzione significativa con sempre più denaro che affluiva dopo brevi periodi di consolidamento, coerenti, appunto, con il continuo accavallarsi di nuo-

vi possibili fronti di instabilità economica e finanziaria.

## NON SOLO CRESCITA LINEARE

Detto ciò, non bisogna fare l'errore di pensare che da qui in poi si possa solo andare su in maniera lineare. Il calo di oltre 300 dollari registrato in pochissimi giorni fra il 20 e il 22 ottobre scorso (da quasi 4.400 dollari l'oncia a meno di 4.100), infatti, costituisce una rottura nel muro di solidità che ha caratterizzato l'oro per un intero biennio. Si tratta di una spia del fatto che oggi su questo asset si sta concentrando sempre più denaro di ogni tipo, comprese molte posizioni retail probabilmente non così consce di come i trend sulle commodity possano rapidamente invertirsi. Inoltre, come ricorda **Claudio Wewel**, Fx strategist di **J. Safra Sarasin**, l'allocatione nel prezioso per eccellenza rimane tuttora piuttosto bassa rispetto alla media storica: «Riteniamo improbabile che il conflitto tra Stati Uniti e Cina possa essere risolto, quindi è solo una questione di tempo prima che la tregua si interrompa nuovamente. L'oro rimane sottorappresentato nei portafogli. Pertanto, prevediamo che gli investitori precedentemente inattivi continueranno a rivolgersi all'oro e ad aumentare le loro allocazioni».

Dall'altra parte, è altrettanto vero che ci troviamo in un territorio sconosciuto in cui l'evolvere futuro delle strutture di correlazione potrebbe riservare non poche sorprese. I corsi di questo mercato potrebbero infatti invertirsi brutalmente a causa di due sviluppi quasi opposti. Il primo sarebbe una buona ripresa macro con una significativa schiarita delle tensioni geopolitiche. È però indubbio che tutto ciò non è probabilissimo e allora forse vale la pena

considerare il secondo scenario: una classica recessione. Pensiamo, infatti, al comparto dell'intelligenza artificiale: finora questo settore si è mosso in parallelo rispetto al mercato toro aurifero, essendo quest'ultimo una diversificazione dai rischi del primo. Ma che cosa succederebbe se l'AI si rivelasse un'autentica delusione in termini di impatto sulla produttività delle aziende? Probabilmente si avrebbe una versione ancora più intensa del 2001, con elementi di 2008, a causa delle difficoltà nel fare fronte agli oneri finanziari da parte di alcune fasce di consumatori negli Usa e non solo. In pratica si passerebbe da uno scenario di, per così dire, stagflazione light a una classica e acuta recessione da scoppio di bolla. A essa si accompagnerebbe un probabile crollo delle spinte sul costo della vita. In simili circostanze si avrebbe un aumento dei tassi reali, a fronte di un taglio di quelli nominali, e il probabile ritorno a forti preferenze per il cash.

## UNA PLETORA DI PAURE

Tutto ciò per dire che il gigantesco trade costruito nell'ultimo lustro riflette una pletora di paure, che, comunque, si ricongiungono in una tesi comune: per fare fronte a problemi irrisolvibili alla fine le banche centrali dovranno allentare, e non di poco, le condizioni finanziarie, sacrificando ulteriormente il rispetto dell'ortodossia monetaria. In pratica, allo stato attuale, molti fattori inducono a ritenere, con un certo grado di razionalità, che l'oro possa tranquillamente avvicinarsi e superare quota 5.000 in tempi relativamente rapidi, magari già entro la fine del primo semestre del 2026. L'aumento recente di volatilità, però, suggerisce prudenza: occhio a dare la continuazione del trend per scontata.

# Il paradosso dell'abbondanza

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

Se vi capitasse di essere a Londra, al British Museum, perdendovi tra una sala e l'altra, potreste imbattervi in una piccola moneta. Su quel denaro d'argento, che risale ai tempi dell'imperatore Adriano, trovereste raffigurata Copia, la dea dell'Abbondanza, rappresentata con in braccio una cornucopia, corno colmo di frutti e monete, simbolo di fertilità e prosperità. Per secoli la sua immagine è stata celebrata come promessa di vita piena, di raccolti generosi, di pace dopo la carestia.

A guardarla oggi, con gli occhi dell'economia contemporanea, quella coppa traboccante sembra più un avvertimento che una benedizione. A differenza delle monete antiche, nei mercati moderni, come nei dipinti barocchi, l'abbondanza ha smesso di essere virtù, trasformandosi in saturazione e stanchezza.

## UNA FESTA BAROCCA

Guardandoci alle spalle, l'economia globale ha vissuto, nel suo passato recente, un'era paragonabile a una festa barocca: liquidità, tassi a zero, stimoli fiscali e monetari scorrevano nelle economie come il

vino in un banchetto di Rubens. Le banche centrali riempivano i calici, i governi versavano generosamente il vino, gli investitori brindavano. Eppure, come dopo ogni banchetto troppo lungo, è arrivata la sazietà. Inflazione, inasprimento monetario, crescita rallentata, produttività che ristagna, mercati saturi. Il paradosso è antico quanto la pittura: ciò che doveva nutrire, ora sembra soffocare.

## FENOMENO CONTROINTUITIVO

In macroeconomia, il Paradox of plenty (o Resource curse), definito dall'economista Richard Auty nel 1993, descrive un fenomeno abbastanza controintuitivo: i paesi più ricchi di risorse naturali (petrolio, gas, minerali) crescono spesso meno di quelli che ne sono privi. L'eccesso di rendite tende a distorcere l'economia: alimenta la dipendenza, riduce l'innovazione, incoraggia la corruzione e, nel lungo periodo, erode la produttività.

Un esempio classico è la cosiddetta "Dutch disease", osservata nei Paesi Bassi negli anni '70, quando l'abbondanza di gas naturale fece apprezzare la valuta e pena-

lizzò l'industria manifatturiera.

Settori diversi, motivi differenti, ma la lezione è la stessa: che si tratti di petrolio, di stimoli monetari o fiscali, o semplicemente di informazioni, l'abbondanza tende a disinnescare la tensione creativa che alimenta il progresso. Nelle tele barocche il pieno invade ogni spazio; in economia, il troppo finisce per cancellare il contrasto, la luce, la profondità.

## UN PAESAGGIO SATURO

I mercati, oggi, sembrano vivere la stessa condizione delle tele settecentesche: un eccesso di colore, di luce, di materia. Gli anni dell'espansione monetaria e dei tassi a zero hanno lasciato in eredità un paesaggio saturo. La crescita globale è debole, i margini industriali compressi e l'entusiasmo dell'epoca dei rendimenti facili ha ceduto il passo a una forma di apatia collettiva. L'inflazione, pur in ritirata, non è scomparsa; i tassi, pur più alti, non frenano del tutto la domanda. Ci troviamo in quella che molti economisti chiamano "zona grigia" del ciclo: né euforia né crisi, ma sospensione. Le banche centrali, dopo



anni di stimoli, si muovono ora con passo misurato: un eccesso di “cura” rischierebbe di generare nuovi squilibri.

Le imprese si confrontano con una domanda incerta, gli stati hanno margini fiscali limitati, gli investitori detengono portafogli ancora ricchi, ma meno dinamici. Non manca la liquidità, manca, forse, il desiderio di usarla. È il paradosso di un sistema in cui il capitale non è più motore ma zavorra: abbondante, ma immobile. L'attenzione si sposta così sulla qualità: sulla selezione dei modelli di business sostenibili nel tempo, delle aziende con pricing power, dei settori che innovano davvero.

## UNA CRESCITA FRAGILE

Il 2025 si avvia a chiudersi con crescita fragile, multipli in risalita e volatilità contenuta ma latente. L'Europa mostra segnali di resilienza, sostenuta da valutazioni

ancora attrattive e da una politica industriale più assertiva. Gli Stati Uniti restano la locomotiva, ma con un traino meno brillante; la Cina alterna slanci e frenate, mentre l'incertezza globale resta tanto geopolitica quanto macroeconomica.

Copia, la dea dell'Abbondanza, continua a sorriderci dal piccolo denario di Adriano. Il suo corno, però, oggi, non trabocca più: attende di essere riempito di nuovo. Dopo anni di eccessi, la sfida non è produrre di più, ma dare valore a ciò che già c'è. L'abbondanza ci insegna che il troppo genera inerzia, che la crescita non si misura solo nei numeri, ma nella capacità di riprodursi. I mercati entrano ora in una fase diversa, in cui la liquidità non basta più a creare movimento: servono idee, disciplina, tempo. Se il “paradosso dell'abbondanza” lascia un insegnamento, è che la prosperità duratura non nasce dall'espansione, ma

dall'equilibrio tra desiderio e limite.

E forse proprio lì, tra misura e aspettative, che economia e arte tornano a somigliarsi.

### Considerazioni sui rischi

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

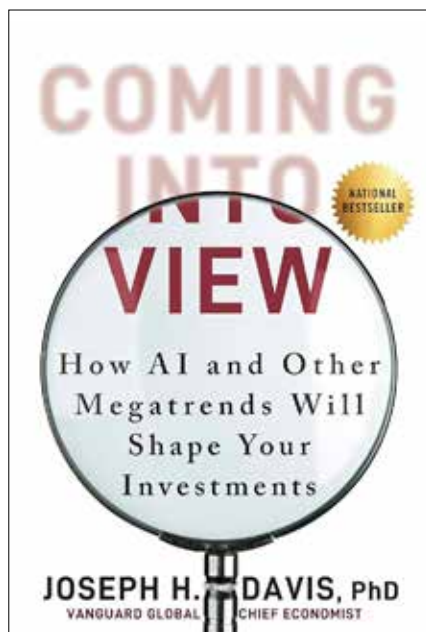
### Informazioni Importanti

Questa comunicazione di marketing è per pura finalità esemplificativa ed è riservata all'utilizzo da parte dei Clienti Professionali in Italia. Non è destinata e non può essere distribuita o comunicata ai clienti al dettaglio. Le informazioni riportate in questo documento sono aggiornate al 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 illustrative e non devono essere considerate raccomandazioni di acquisto o vendita di titoli. Qualora fosse fatta menzione di specifici titoli, settori o strumenti finanziari, ciò non implica la loro presenza nel portafoglio dei fondi Invesco e non rappresenta un'indicazione acquisto o vendita. Le opinioni espresse da Invesco o da altri individui si basano sulle attuali condizioni di mercato e possono differire da quelle espresse da altri professionisti dell'investimento e sono soggette a modifiche senza preavviso.

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

# Una tesi non convenzionale sui trend futuri dell'economia

a cura di Pinuccia Parini



In "Coming Into View: How Ai and Other Megatrends Will Shape Your Investments", **Joe Davis**, capo economista globale di **Vanguard** e responsabile dell'Investment strategy group, sfida una tesi convenzionale sostenuta da economisti, governo, istituzioni leader e banche centrali: in realtà, è altamente improbabile che la rappresentazione di un'economia americana caratterizzata da misure prevedibili e relativamente costanti di crescita, inflazione e rendimenti finanziari in futuro, si mantenga tale.

## Qual è il tema del suo libro?

«"Coming Into View" esplora strategie che tengono conto dell'intelligenza artificiale e dei megatrend e guidano le decisioni di investimento in un panorama economico in continua evoluzione. Oggi tutti parlano di intelligenza artificiale e sempre più spesso si sente anche discutere delle preoccupazioni sul debito degli Stati Uniti e sul dollaro. Circa tre anni fa, con il mio team, abbiamo deciso di sviluppare un sistema più rigoroso per valutare le probabilità e l'entità di risultati che sarebbero generalmente

inaspettati dal mercato e dalla comunità economica».

## Che cosa intende dire?

«Se guardate le previsioni della Federal Reserve, vedrete che la crescita stimata per il prossimo anno, i prossimi tre e cinque anni è la stessa dei periodi precedenti: 2% di crescita, 2% di inflazione. Se considerate la Bce, i numeri sono diversi, ma il modello è lo stesso: 1% di crescita, forse 2% di inflazione. Anche per la Cina si possono fare le medesime considerazioni: numeri diversi, ma nessun cambiamento nel contesto economico e di mercato per i prossimi tre-cinque anni. Allo stesso tempo, assistiamo all'emersione di una serie di rischi sul mercato: preoccupazioni per i deficit statunitensi, tensioni significative nella globalizzazione, in particolare tra Stati Uniti e Cina, e, soprattutto, l'ascesa dell'intelligenza artificiale».

## Quindi come avete deciso di procedere nel vostro lavoro?

«Volevamo fare di meglio, ossia quantificare dove si trovano i potenziali rischi. Abbiamo così raccolto il set di dati più completo al mondo su aspetti



**JOE DAVIS**  
**capo economista globale**  
**Vanguard**

quali tecnologia, crescita, debito, demografia, cambiamenti climatici e incertezza geopolitica; sono stati esaminati anche fattori importanti per la crescita, come l'inflazione, i tassi di interesse e i mercati azionari, che sono ciò che interessa ai nostri clienti. Tutto ciò è stato successivamente integrato in un sistema per analizzare sistematicamente come queste forze (tecnologia, deficit, globalizzazione, clima) influenzeranno i risultati economici nei prossimi uno, tre o cinque anni. Gli economisti generalmente lo fanno, ma non in modo tale da tenere conto di queste tendenze e della loro evoluzione nel tempo».

#### **E che cosa è emerso?**

«La nostra ricerca ha scoperto che, in questo momento storico, sta emergendo un braccio di ferro tra l'aumento dei deficit fiscali, in particolare negli Stati Uniti, e l'invecchiamento della società, che si accompagna, da un lato, a una crescita più bassa e, dall'altro, al probabile più significativo cambiamento nella forza lavoro globale degli ultimi 50 anni, dovuto alla diffusione dell'intelligenza artificiale. Ciò significa che non è più possibile affidarsi alle previsioni di consenso. O si avrà una crescita modesta oppure, più probabilmente, si assisterà a un aumento della produttività economica e del lavoro superiore a qualsiasi previsione della Banca centrale o del settore privato».

#### **Qual è stata la reazione delle istituzioni alle vostre conclusioni?**

«Stanno attirando l'attenzione dei decisori politici statunitensi. Ho avuto diversi incontri con i funzionari della Federal Reserve e il loro staff di ricerca e ci hanno detto che il nostro processo influenzerà probabilmente le previsioni delle banche centrali, poiché attualmente non tengono conto dell'evoluzione della produt-

tività e della tecnologia. Si concentrano sulla domanda a breve termine, mentre noi consideriamo anche l'offerta: l'offerta di lavoratori (immigrazione, pensionamenti), l'offerta di idee, le nuove tecnologie, l'automazione e l'aumento della produttività (pensate a Copilot come a un lavoratore) e la diffusione di quelle tecnologie di uso generale, ma trasformatrice, come in passato l'elettricità o le locomotive».

#### **La vostra analisi ha sradicato precedenti convinzioni?**

«Sono emerse intuizioni come non era mai successo in precedenza, che hanno cambiato le ipotesi che io stesso ho sostenuto come economista per oltre 25 anni. Ad esempio, la convinzione che la crescita rimarrà permanentemente bassa in Europa a causa della situazione demografica sfavorevole. Si tratta di una tesi molto diffusa. Ma quando abbiamo analizzato 300 anni di dati demografici in 100 paesi, abbiamo scoperto che la demografia ha un impatto quasi nullo sui risultati economici futuri. Gli stati con una crescita demografica in calo avevano il 50% di probabilità di accelerare la crescita e il 50% di rallentarla, con andamenti simili per i rendimenti azionari, i tassi di interesse e l'inflazione. Ciò non significa che i venti contrari demografici siano irrilevanti, ma sono molto meno determinanti di quanto si pensi. La tecnologia, in particolare l'intelligenza artificiale, ha un impatto 12 volte superiore a quello demografico. Il nostro scenario più probabile, tre volte più probabile delle previsioni della Fed, del Fmi o della Bce, è che entro tre-cinque anni la crescita accelererà grazie alla rivoluzione della forza lavoro guidata dall'intelligenza artificiale. Negli Stati Uniti, l'automazione sarà equivalente al mantenimento di tutti i lavoratori di età superiore ai 65 anni, con un aumento di 20 milioni di lavoratori. In Europa, sarà come aggiungere 7 milioni di lavoratori, compensando i venti contrari demografici».

#### **Storicamente situazioni simili sono già accadute?**

«La storia dimostra che non si tratta di un evento raro: il Rinascimento, l'Illuminismo, la Rivoluzione industriale e gli anni '20 hanno tutti visto un'accelerazione della crescita, nonostante il basso tasso di crescita demografica. Sebbene le sfide rimangano, la maggior parte degli economisti sottovaluta la rivoluzione e i guadagni di produttività che ci attendono. Ciò creerà, sia opportunità, sia sfide per i lavoratori e gli investitori».

#### **Quali sono gli impatti che avrà la diffusione dell'AI?**

«Dieci anni fa, anticipando l'ascesa dell'AI, abbiamo analizzato quali professioni, settori e paesi ne avrebbero tratto i maggiori benefici o ne avrebbero risentito maggiormente. Abbiamo elaborato miliardi di descrizioni di lavoro di 800 professioni, mappando le mansioni in base alla capacità dell'AI di sostituirle o integrarle. Abbiamo scoperto che entro cinque-sette anni, il 60% dei lavoratori statunitensi e il 50% di quelli globali vedranno cambiare il 40% delle loro mansioni lavorative. Per contestualizzare, il Pc ha modificato le mansioni del 15% e la catena di montaggio del 35%. Si tratta di un cambiamento enorme. Circa il 22% delle professioni, spesso quelle con redditi più elevati, subirà una sostituzione, compresi i settori della finanza e dell'it. Tuttavia, la maggior parte dei lavoratori vivrà l'AI come un assistente alla produttività, che stimolerà la crescita. Questo è il motivo per cui le nostre proiezioni differiscono così nettamente dal consenso».

#### **Quali sono le implicazioni in termini di investimento del lavoro svolto?**

«Sono profonde. Storicamente, durante i grandi cambiamenti tecnologici, le aziende It ottengono risultati superiori all'inizio, ma i titoli del settore nel loro complesso sotto-performano nell'arco dell'intero ciclo. Quindi, più si è ottimisti sull'AI, meno tecnologia si dovrebbe detenere a lungo termine. Questo non è un messaggio popolare nella Silicon Valley, dove alcuni credono che il successo dell'AI sia certo al 100%. Il nostro modello assegna una probabilità del 60% alla crescita guidata dall'AI, del 30% a uno scenario deludente per questa tecnologia, in cui prevalgono i deficit e la crescita rallenta, e del 10% alla via di mezzo del consenso. I mercati stanno già segnalando questo dibattito: i titoli tecnologici e i prezzi dell'oro stanno aumentando contemporaneamente, un evento raro, che riflette sia l'ottimismo sull'AI sia la preoccupazione per i rischi fiscali. Se l'AI non dovesse dare i risultati sperati, i mercati azionari potrebbero subire cali significativi e le pressioni fiscali potrebbero mantenere i tassi di interesse più alti del previsto, come si è visto nel Regno Unito. Esistono strategie per gestire il rischio senza prendere una posizione in merito agli sviluppi futuri. Tra quattro o cinque anni, sapremo quale scenario prevarrà. Fino ad allora, la gestione del rischio e la flessibilità sono fondamentali».



## Algebris Financial Income Fund

Nel top 1% dei fondi EUR Moderate Allocation - Global secondo Morningstar<sup>1</sup>, su migliaia di fondi. A uno, tre, cinque e dieci anni.

Rendimento netto (%) relativo alla classe retail R (ad accumulo) in Euro del comparto.

| 2015 | 2016 | 2017 | 2018  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1.6  | 5.3  | 15.6 | -18.4 | 23.2 | 1.7  | 18.6 | -4.4 | 13.2 | 17.7 | 13.0 |

(al 30.06)

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Il fondo è considerato come gestito attivamente, ma senza fare riferimento ad alcun benchmark.

# I numeri parlano da soli.

**Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il prospetto dell'OICVM e il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID/KID) prima di prendere una decisione finale di investimento.** Tali documenti sono disponibili in lingua italiana e sono stati depositati presso la Consob. Prima di investire nel fondo si prega di considerare che il valore delle azioni e delle obbligazioni sottostanti può aumentare o diminuire e vi è il rischio di perdere il capitale investito e che il fondo può investire in strumenti finanziari il cui valore potrebbe essere influenzato da numerosi rischi quali, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, il rischio di (i) Credito e tassi di interesse, (ii) CoCo-Bonds, (iii) Mercato, (iv) Mercati emergenti (v) Cambio, (vi) Sostenibilità e (vii) Derivati. Questo documento di marketing è stato emesso da **Algebris Investments (Ireland) Limited**. Algebris Investments (Ireland) Limited, autorizzata e regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda (C433985), è la Società di Gestione del Fondo. <sup>1</sup> Il fondo è al percentile 1 a 1, 3, 5, 10 anni. Il ranking si riferisce alla classe R EUR (ad accumulo) del fondo ed esprime il percentile rispettivamente su 3021 (a 1 anno), 2677 (a 3 anni), 2247 (a 5 anni) e 1258 (a 10 anni) fondi nella categoria EUR Moderate Allocation - Global al 30/06/2025. © 2025 Morningstar, Inc. Tutti i diritti riservati. Le informazioni contenute nel presente documento: (1) sono di proprietà di Morningstar; (2) non possono essere copiate o distribuite; e (3) non si garantisce che siano accurate, complete o tempestive. Né Morningstar né i suoi fornitori di contenuti sono responsabili di eventuali danni o perdite derivanti dall'uso di queste informazioni. Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri.

COMUNICAZIONE DI MARKETING



# FOCUS EMERGENTI

## Il ritorno degli emerging



**Amundi**  
Investment Solutions



**Allianz**   
Global Investors



 **aberdeen**  
Investments

## Un investimento strategico

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

La diversificazione dei portafogli è solo una delle ragioni del ritorno dell'interesse per i mercati emergenti. E non è certo la più importante. Attenzione ai conti pubblici e rigore nella gestione della politica fiscale costituiscono la base di una serie di regioni che hanno in comune la crescita e fondamentali più solidi. È una parte del mondo che sta facendo importanti progressi e generando opportunità proprio nel momento in cui le tradizionali economie occidentali manifestano forti difficoltà.

## «Debito emergente, conta il miglioramento della governance»



**GIULIA PELLEGRINI**  
Lead Portfolio Manager  
EM Fixed Income  
Allianz Global Investors

**Allianz**   
Global Investors

### Quali sono le vostre valutazioni sul debito dei mercati emergenti?

«È da un po' di tempo che siamo costruttivi su questa asset class e continuiamo a esserlo, perché riteniamo che ci siano diverse opportunità da cogliere nei mesi a venire. Le ragioni di questo nostro posizionamento sono molteplici e sono riconducibili a motivazioni di carattere macroeconomico e politico. Innanzitutto crediamo che, attualmente, i maggiori rischi per gli investitori provengano dalle economie avanzate, piuttosto che da quelle emergenti. Ciò non significa che non si possano creare situazioni di elevata criticità in questi paesi, ma non sono di natura sistemica. In secondo luogo, la crescita nei mercati emergenti (Em) non solo mostra di essere solida, ma ha raggiunto un differenziale rispetto a quella dei paesi sviluppati che non si vedeva da tempo. Infine, gli Em hanno in questi anni implementato politiche fiscali più responsabili e misure monetarie più ortodosse, grazie alle quali si può affermare che, in generale, la loro condizione è decisamente più stabile rispetto al passato».



### C'è stato un salto di qualità nell'azione dei decisori politici?

«Abbiamo visto una serie di misure adottate che mostrano una maggiore consapevolezza e il modo in cui è stata affrontata la pandemia ne è stata la cartina tornasole: l'inflazione è stata subito contrastata con l'aumento dei tassi d'interesse e ora i policy maker si trovano in una posizione privilegiata rispetto ai loro pari nelle economie avanzate, perché i tassi reali sono più elevati. Ciò lascia un ampio margine d'intervento per sostenere le economie locali, nel caso di bisogno, senza compromettere la loro stabilità finanziaria e valutaria».

### L'indebolimento del dollaro americano ha sostenuto le performance del debito dei mercati emergenti?

«Pensiamo di sì. Il biglietto verde ha visto un crollo abbastanza rovinoso nei primi sei mesi dell'anno, per poi stabilizzarsi. Dal nostro punto di vista, il recente rafforzamento potrebbe essere una reazione dopo la svalutazione iniziale, perché crediamo che, nel lungo periodo, la tendenza di un dollaro più debole possa continuare: la Fed dovrebbe tagliare i tas-

si per sostenere la propria economia e il mercato del lavoro, mentre il timore che aumenti l'ingerenza della politica all'interno di alcune istituzioni finanziarie dovrebbe pesare negativamente sul cambio».

### Quali sono, invece, le ragioni che, potenzialmente, renderebbero meno appetibili gli Em?

«Intravediamo più rischi esogeni che endogeni. Oltre al rafforzamento del dollaro, ci potrebbe essere una vera e propria recessione negli Stati Uniti (non è però il nostro scenario centrale), che impatterebbe soprattutto la componente high yield del debito emergente. Potrebbero esserci rischi politici legati a confronti elettorali, come nel caso di Brasile, Colombia e Ungheria. Tuttavia, anche se l'esito di questi ultimi fosse invisito alle piazze finanziarie, non temiamo un effetto contagio per due ragioni: il peso contenuto delle singole economie su quella globale e la maggiore impermeabilità dell'asset class alle singole situazioni. È il caso della delicata fase che l'Argentina sta attraversando, che non ha ripercussioni sui paesi dell'America Latina».

### Qual è il vostro approccio al debito emergente?

In base alla nostra filosofia d'investimento, suffragata dall'esperienza, l'investimento nei mercati emergenti non può prescindere, in generale, da una buona governance. In altre parole, un'azienda che abbia un modello di business sostenibile e voglia avere successo deve avere uno stato solido come riferimento: è per questa ragione che il nostro approccio prevede innanzitutto un'analisi del rischio sovrano, cui segue una serie di valutazioni all'interno del mercato del debito sulle opportunità offerte da un investimento in un titolo governativo o societario. Poi ci sono alcune eccezioni, solitamente rappresentate da aziende di grandi paesi che sono diventate vere e proprie multinazionali».

### **E nelle attuali condizioni di mercato, come vi state muovendo?**

«Al momento preferiamo adottare un approccio che preveda il confronto tra il prezzo di un'attività finanziaria, il suo valore intrinseco e quello di attività simili per determinarne l'attrattività, visto che gli spread si sono già ridotti molto e le valutazioni sono ricche. Vediamo storie interessanti nel comparto Hy più che in quello Ig, perché ci sono paesi che, nonostante le difficoltà, hanno continuato una serie di riforme economiche per ragioni domestiche e per recuperare, ad esempio, la trasparenza nel settore petrolifero, come nel caso della Nigeria. Per necessità, ha dovuto comportarsi alla stessa maniera anche l'Egitto con il programma dell'Fmi, che lo sta spingendo a migliorare la governance e a promuovere la partecipazione del settore privato alla crescita economica. Quelli menzionati sono due casi di nazioni con un livello di governance modesto, ma che stanno facendo progressi significativi. È indubbio che le economie emergenti non sono, in linea generale, economie facili. Un altro caso è la Turchia, dove abbiamo deciso di avere un'esposizione per i miglioramenti significativi registrati grazie a un gruppo di validi tecnocrati, sia al Ministero del Tesoro, sia alla Banca centrale. Un altro paese che ha particolarmente sollecitato il nostro interesse è stato il Ghana, che è uscito da una situazione di default in cui era entrato nel 2022, e ha praticamente concluso la ristrutturazio-

ne del proprio debito. Nel frattempo, si è insediata una nuova amministrazione che ha iniziato un piano di riduzione della spesa pubblica e sta producendo dei frutti. E, infine, l'Argentina rimane un'opportunità d'investimento interessante da seguire, soprattutto dopo le recenti elezioni "midterm" e il sostegno economico elargito dagli Stati Uniti. Le prime hanno regalato al presidente Milei circa il 40% dei seggi in parlamento, al contrario dei pronostici pre-elettorali. Ciò gli consentirà di proteggere le sue scelte di politica economica dai potenziali veti di altri legislatori. Il secondo gli dà spazio di manovra nel contesto di un peso ancora sotto pressione e di riserve valutarie altrimenti alquanto limitate».

### **Meglio investire nel debito Em in valuta locale o in dollari?**

«È una valutazione che deve essere fatta su basi relative: noi siamo positivi su tutto il comparto emergente e rimaniamo investiti su tutta la linea attraverso le nostre diverse soluzioni, come è il caso della nostra strategia Emerging Markets Select Bond. Abbiamo una preferenza per l'esposizione sulle valute domestiche, ma, andando avanti, saranno più importanti le politiche monetarie e la capacità dei policymaker di riuscire a stimolare le proprie economie, in un contesto di crescita globale più contenuta. I tassi reali locali variano molto, ma rimangono significativi, come ad esempio in Brasile, col 10% circa, e in Sud Africa, col 3,5%: in entrambi i casi c'è un ampio margine per tagliare i tassi di interesse. Inoltre, l'allentamento monetario provocherà una compressione delle curve dei rendimenti obbligazionari offrendo agli investitori non solo il carry, ma anche il guadagno in conto capitale. Va da sé che il nostro lavoro è proprio individuare i Paesi dove si riscontrano segnali di miglioramento nella gestione dei conti pubblici e, nel senso più lato, dell'economia».

### **I livelli di rendimento offerti, sono gli stessi per emissioni in dollari e in valute locali?**

«Se consideriamo il tasso dell'indice in dollari che usiamo come riferimento, la media è intorno al 7%, rispetto al 6% di quello locale, ma l'universo è ampio e c'è molta variabilità, perciò molto dipende

dalla tipologia di emissione e dal paese, che può avere interesse a finanziarsi in entrambe le divise, perché non sempre ha la capacità di farlo solo sul mercato domestico. In aggiunta, il debito emergente in valuta forte riguarda 70 stati, rispetto ai 20 in divisa locale: ciò significa maggiore diversificazione e per noi gestori molto più spazio per fare raffronti relativi in termini di valutazione».

### **La crescita dei mercati del debito emergente è ascrivibile anche a una maggiore presenza degli investitori domestici?**

«Sì, ed è in atto non solo nelle grandi economie emergenti, come nel caso dell'India, ma anche in nazioni quali il Sudafrica, dove gli investitori esteri sono passati a pesare dal 40% di 20 anni fa al 20-25% attuale. Un fenomeno simile è successo in America Latina, ma anche nei mercati di frontiera si sta assistendo a un graduale cambiamento, con una incrementale presenza degli investitori istituzionali locali, dai fondi pensione agli asset manager».

### **Vi attendete che, a tendere, flussi maggiori entreranno sull'asset class?**

«C'è una discussione in corso sulla possibile riduzione dell'esposizione degli investimenti in dollari da parte degli investitori esteri. A nostro parere, questa evoluzione è in atto, ma richiederà anni perché si materializzi. Nel breve periodo non ci risulta che ciò sia successo: l'annuncio del Liberation day ha provocato pesanti vendite sui mercati finanziari, poi la situazione si è calmata e l'asset che ha continuato a scendere è stato proprio il dollaro, probabilmente a causa di attività di copertura sulla divisa».

### **Nessuna evidenza di "rimpatri"?**

«Abbiamo visto gli investitori asiatici ritrovare interesse per i loro mercati domestici e anche per quelli emergenti, purché siano di qualità e liquidi, e molti nei Paesi del Golfo. Ciò nonostante, è una tendenza iniziata qualche anno fa e che a nostro parere continuerà, ma gli ultimi dati, che fanno riferimento al secondo trimestre di quest'anno, non confermano necessariamente un'accelerazione del fenomeno».

## «Azionario emergente, un ritorno atteso»



**MATTEO BUONOMINI**  
head of Italy distribution  
aberdeen Investments

**aberdeen**  
Investments



### **L'anno borsistico, per il momento, risulta più positivo per i mercati azionari emergenti rispetto a quelli sviluppati. Che cosa è successo?**

«All'inizio di quest'anno, le aspettative erano che ancora una volta la borsa americana sarebbe stata la migliore sostanzialmente per tre ragioni: la stabilità politica, il liberismo e la supremazia del dollaro. Questi pilastri, però, hanno cominciato a mostrare diverse crepe. Negli Stati Uniti il Partito repubblicano controlla il Congresso e i suoi rappresentanti governano il Paese, ma, dal nostro punto di vista, la situazione non è politicamente stabile. L'introduzione dei dazi è l'azione di un'amministrazione che vuole proteggere le industrie locali dalla concorrenza estera, rendendo meno competitivi i prodotti importati. La debolezza del dollaro è il risultato del nuovo ordine che si è voluto creare a Washington, cui si è aggiunto l'effetto di misure adottate che ne ha minato la credibilità. Il nostro team dedicato ai mercati emergenti, inoltre, analizzando gli effetti dell'aumento generalizzato delle spese per la difesa nei paesi sviluppati, ha rilevato una quasi contestuale diminuzione dell'esposizione ai Treasury da parte di alcuni investitori, che a sua volta non ha favorito il biglietto verde. E poi c'è

stata la sfida di DeepSeek alla tecnologia americana, fino a quel momento regina incontrastata dell'intelligenza artificiale (Ai) a livello mondiale. La startup ha dimostrato che c'è spazio per altri paesi (al momento soprattutto la Cina) di crescere a livello tecnologico e porsi in competizione con gli Stati Uniti. È probabilmente alla luce di questi fattori che si sono cominciati a vedere deflussi dal mercato americano, il cui effetto è stato l'indebolimento del dollaro e l'aumento dell'interesse verso altre aree geografiche in un'ottica di diversificazione. Tra queste spiccano le economie emergenti».

### **Un'area che non ha certamente goduto del favore degli investitori negli ultimi anni...**

«Per l'esattezza 14 anni, durante i quali le performance dei mercati emergenti (Em) si sono alternate senza però dare vita a una tendenza rialzista dell'indice generale. Tutt'altro. Quest'anno, invece, l'apprezzamento è a all'incirca il doppio rispetto alle aree sviluppate, risultato reso possibile dal tasso di crescita della regione, dal dollaro debole e dai flussi in entrata sulle piazze finanziarie. Secondo le recenti stime del Fmi, le economie avanzate sono previste in crescita dell'1,6% quest'anno e

il prossimo, mentre quelle emergenti del 4,2% e del 4% negli stessi periodi. L'America Latina beneficia della forte domanda di materie prime, l'Asia dei consumi, della tecnologia e degli investimenti industriali. A ciò si aggiungono valutazioni molto attrattive degli Em che, in termini di P/E trattano a 14x rispetto a 24x per i paesi sviluppati, con punte molto più alte se si considerano i titoli che hanno trainato al rialzo l'indice».

### **...ma che ha sempre maggiore peso sull'economia globale**

«L'economia globale è sempre più influenzata dai grandi mercati emergenti, grazie anche alla maggiore integrazione di questi ultimi nel contesto mondiale. Va ricordata, a questo proposito, la domanda di minerali, di cui molti paesi emergenti sono fornitori: alcuni sono indispensabili per il mondo della tecnologia e, di conseguenza, della difesa. Ma nelle nostre scelte d'investimento allarghiamo ulteriormente il nostro sguardo anche a mercati finanziari che stanno sviluppandosi e che hanno le potenzialità di vedere il loro status avanzare nel futuro. È, ad esempio, il caso del Vietnam, che recentemente ha visto uno dei principali fornitori di indici annunciare che nel 2026 lo promuoverà da mercato di frontiera a

mercato emergente secondario, in attesa del completamento di una revisione finale. Si tratta di un riconoscimento importante, perché riflette un miglioramento delle norme del Paese che impongono minori restrizioni alla circolazione dei capitali e alla proprietà da parte di soggetti esteri. La nostra presenza capillare nelle aree emergenti ci permette di monitorare da vicino le evoluzioni nella regione e di avere relazioni privilegiate con i governi locali e le aziende».

### **La politica commerciale americana ha avuto ricadute negative sulle economie emergenti?**

«Direi che i dazi sono stati compensati in parte dalla debolezza del biglietto verde e per alcune economie, come nel caso dell'India, dalla composizione della crescita economica meno orientata alle esportazioni».

### **Se lei dovesse caratterizzare la vostra esposizione ai mercati emergenti, quale quadro dipingerebbe?**

«Il nostro approccio agli investimenti è di tipo bottom-up e, di conseguenza, la selezione dei paesi è una derivata seconda. La nostra concentrazione è sui trend di lungo periodo per queste economie: tecnologia, industrializzazione e infrastrutture. Tuttavia, ogni paese ha il proprio sistema economico, con punti di forza e debolezza. La Cina, per quanto riguarda la transizione energetica, gioca un ruolo da protagonista nell'ambito del solare, dell'eolico e della produzione di veicoli elettrici. Taiwan è oramai, con Tsmc, leader nella produzione di microchip. La nostra esposizione in India, all'interno del portafoglio, funge per così dire da hedge nel caso di ritorno della volatilità sui mercati: la sua struttura economica la rende più resiliente a fattori esterni e a dinamiche globali. La politica di incentivare il settore manifatturiero, diventare una parte significativa all'interno delle catene globali di approvvigionamento e beneficiare anche della strategia "China-Plus-One" mette in fila una serie di elementi che hanno giocato a favore dell'India in questi anni. Anche da un punto di vista geopolitico, nel solco della tradizione dei "paesi non allineati", Delhi non si trova direttamente coinvolta (questione dei confini con il Pakistan e la Cina

a parte) in nessuno scontro diretto con le maggiori potenze economiche. Il Messico, per citare ancora un altro esempio, è per noi interessante per la presenza di filiere strategiche volte ai produttori americani; in aggiunta, è un'area attrattiva per chi ha bisogno di diversificare al di fuori della Cina. Ma, come accennato in precedenza, amiamo cercare la crescita anche in paesi meno conosciuti da un punto di vista borsistico, come il Kazakistan e la Georgia».

### **Kazakistan e Georgia?**

«Il primo è l'economia più grande dell'Asia centrale, trainata principalmente dalle esportazioni di petrolio e gas, oltre che da importanti risorse minerarie come l'uranio e i metalli. Al di fuori dell'Asia centrale, anche la Georgia, situata al crocevia strategico tra l'Europa orientale e l'Asia occidentale, sta facendo parlare di sé. Abbiamo individuato una banca che vanta solidi sistemi di gestione del rischio e piattaforme tecnologiche all'avanguardia. Ciò le ha consentito di espandersi all'estero per conquistare nuovi mercati e diversificare i ricavi. Le aziende con sede in queste regioni beneficiano dell'espansione del commercio e dell'attività economica in tutta l'Eurasia, un mercato che spesso opera indipendentemente dalle tendenze globali. Di conseguenza, investire in modo selettivo in queste società può offrire agli investitori preziosi vantaggi in termini di diversificazione».

### **Quali sono i settori più presenti nei vostri portafogli?**

«La tecnologia e il settore industriale, quest'ultimo particolarmente importante per quei paesi che devono realizzare infrastrutture strategiche per la crescita economica e fare fronte ai bisogni di una popolazione che vede gradualmente aumentare il proprio reddito. Investiamo in aziende che si occupano di logistica per il trasporto merci via mare, che sono coinvolte nell'estrazione di materie prime e nell'elettrificazione della rete».

### **Le società di questi mercati, negli anni, hanno cambiato la politica di remunerazione degli azionisti?**

«Sembrerà curioso, ma il numero di società che distribuiscono dividendi nei mercati emergenti è cresciuto in modo significativo dal 2001 e questa tendenza è stata sostenuta dai solidi fondamentali sottostanti delle società. Negli ultimi due decenni, i dividendi erogati sono saliti a un tasso annuo composto vicino al 12%, superando i mercati sviluppati. La crescita è spinta da flussi di cassa in aumento, bilanci sani e rapporti di distribuzione in progresso. Sorprendentemente, la percentuale di società che distribuiscono dividendi nei mercati emergenti è ora pari a quella dei mercati sviluppati, vicina all'85%. Questo reddito (in molti casi superiore al 3%) non è limitato a una ristretta serie di settori, ma abbraccia una vasta gamma di industrie e aree geografiche con validi fondamentali aziendali e un forte slancio economico».



## «India, sempre più orientata alla crescita»



**SIDDHARTHA SINGH**  
portfolio strategist &  
head of International Funds  
Sbi Funds Management Ltd  
(join venture indiana  
compartecipata da Amundi  
e State Bank of India)

**Amundi**  
Investment Solutions

### L'India è ancora una storia di crescita strutturale?

«Sì, l'India è una storia di crescita strutturale e di lungo periodo sostenuta da diversi fattori trainanti. Primo, il profilo demografico favorevole: circa il 68% della popolazione è nella fascia di età lavorativa (15–64 anni). Secondo, l'urbanizzazione, sia fisica, sia digitale: in India ogni minuto 20 persone si trasferiscono in città. Terzo, l'energia: il Paese è in prima linea nel passaggio dai combustibili fossili alle rinnovabili, un processo che aumenterà la sicurezza energetica riducendo la dipendenza da altri stati. Quarto, il commercio: l'India è storicamente un hub per lo sviluppo di software e la “farmacia del mondo”. Oggi è anche un caso di successo per i Global capability centres (Gcc). Sono società controllate al 100% da multinazionali e costituite per svolgere funzioni strategiche, tecniche e operative per progetti globali, che insediano nel Paese attività di ricerca e sviluppo. Infine, la posizione geografica pone l'India in prima linea nella geopolitica. L'Oceano Indiano, attraverso il quale transita quasi il 60% del commer-



cio mondiale, prende il nome dall'India, che è un attore chiave in questa regione. L'importanza della nazione nel mondo è evidente, come dimostrato dal numero di Gcc che si stanno aprendo nel Paese (circa uno alla settimana). Un rapporto recente di Knight Frank, società di consulenza immobiliare, indica che la locazione di spazi per uffici nelle tre principali città indiane dovrebbe raggiungere i 50 milioni di piedi quadrati nel 2025, superando il record precedente di 41 milioni registrato nel 2024. È un'impennata alimentata da contratti di leasing da parte dei Gcc e dalla ripresa di società terze di servizi It, a conferma dell'attrattiva dell'India come hub globale per il business».

### Un paese pronto ad attrarre capitali?

«Con il crescente scetticismo verso la Cina, l'India sta emergendo come alterna-

tiva e come partner più affidabile della supply chain. Inoltre, nel medio-breve periodo, è una destinazione favorevole per gli investitori globali. Ad esempio, è ampiamente riconosciuto che il Paese è carente di capitali ed energia. I primi sono necessari per investire nel tessuto economico e nelle infrastrutture (strade, porti, aeroporti, centri dati, energie rinnovabili, ecc.). Poiché i tassi d'interesse sono scesi pressoché ovunque, gli investitori sono alla ricerca di rendimenti più interessanti al di fuori del loro Paese e l'India potrebbe offrire questa opportunità. Allo stesso modo, gli investitori locali stanno indirizzando i loro flussi verso il mercato azionario domestico e le aziende ne stanno traendo beneficio. Per quanto riguarda l'energia, indispensabile per la crescita della nazione, l'85% del greggio utilizzato è importato. Attualmente, il Paese sta traendo vantaggio del basso prezzo del petrolio, ma sta anche investen-

do massicciamente in impianti di rinnovabili che entreranno in funzione tra pochi anni, riducendo così la dipendenza dalle importazioni».

### **Qual è il ritmo delle riforme in India? Compensa le politiche di sussidi?**

«L'India è un paese vasto, eterogeneo e democratico, in cui è necessario tenere conto di interessi molteplici, ed è qui che entrano in gioco i sussidi. Il panorama linguistico indiano è tra i più diversificati al mondo; ci sono 22 lingue riconosciute (scheduled language) e centinaia di dialetti tribali e regionali parlati in un territorio enorme, a testimonianza della complessità della governance del Paese. Per valutare le riforme (qualità e ritmo) e l'impatto dei sussidi sulla popolazione e sul bilancio dello stato, si possono considerare tre parametri generali. Il primo riguarda il fatto che, poiché una parte consistente del capitale estero arriva in India attraverso i mercati azionari, spetta al governo e alle imprese compiacere gli azionisti stranieri, per non correre il rischio di deflussi di capitali. Per questo motivo, il governo attua varie riforme, come l'alleggerimento della fiscalità (più recentemente sulle imposte sul reddito e sull'imposta sui beni e servizi) lasciando quindi più denaro nelle mani dei consumatori: quando questi spendono, la domanda interna cresce, favorendo lo sviluppo delle imprese. Il secondo parametro è che se i cittadini giudicano insoddisfacenti le riforme (sia per la qualità, sia per il ritmo), il governo rischia di non essere rieletto (l'India tiene elezioni generali ogni cinque anni) e, dunque, l'esecutivo può perdere il potere. L'attuale amministrazione è al suo terzo mandato, segnale di un ampio sostegno pubblico alla sua agenda di riforme. Il terzo parametro riguarda il deficit fiscale. Il governo adotta una gestione rigorosa, puntando a ridurre il deficit anno dopo anno senza frenare la crescita. Ciò denota una conduzione prudente delle finanze pubbliche: si spende dove è necessario e si tagliano o si razionalizzano le spese non prioritarie. Le opinioni possono differire, ma i risultati citati sono chiari. Siamo soddisfatti del ritmo delle riforme, ma naturalmente c'è un margine di miglioramento».

### **Qual è la sua opinione sulla riforma della Gst?**

«La riforma della Goods and Services

Tax (Gst), ossia la tassa su beni e servizi, introdotta per la prima volta nel 2017, ha rappresentato un passo importante verso il principio "un paese, un mercato", semplificando il complesso sistema di imposte indirette che esisteva in precedenza e migliorando la conformità e la "formalizzazione" dell'economia. Come ogni nuovo sistema, anche la Gst inizialmente ha incontrato alcune difficoltà, ma il meccanismo si è progressivamente adattato al nuovo regime. Recentemente, il governo ha introdotto ulteriori modifiche alla tassazione, volte a semplificare la struttura fiscale per generare benefici settoriali in tutta l'economia e garantire una conformità più diffusa. Per esempio, la transizione da un sistema a quattro aliquote a una struttura a due, con l'aggiunta di una speciale del 40% per i beni di lusso e i cosiddetti "sin goods" (quei prodotti considerati "peccaminosi" e dannosi per la salute o la società, tra cui il tabacco, il gutka, il pan masala e le bevande alcoliche o zuccherate), che dovrebbe ridurre significativamente la complessità per le imprese, in particolare per le micro, piccole e medie società, che in passato faticavano con la classificazione e gli oneri di conformità. La nuova struttura renderà, inoltre, più semplice pianificare, stabilire i prezzi e trasferire i benefici verso i consumatori (stiamo osservando che alcune aziende di vari settori hanno iniziato ad abbassare i prezzi di prodotti e servizi). Il regime Gst rivisto dovrebbe rafforzare la domanda interna (consumi) e avere un impatto positivo sulla gestione dell'inflazione. Inoltre, il tempismo è stato impeccabile: il mondo si confronta con l'incertezza derivante dai dazi, che penalizzano la domanda esterna. L'India è un'economia prevalentemente trainata dalla domanda interna (il consumo privato rappresenta circa il 60% del Pil) e lo stimolo non poteva arrivare in un momento migliore. Ad esempio, la spesa nella ristorazione è cresciuta bruscamente quest'anno, come dimostra l'aumento del 34% nelle transazioni tramite Unified Payments Interface (Upi), salite a 14 miliardi nei sei mesi fino a settembre (anno fiscale), rispetto a 10,4 miliardi nello stesso periodo dell'anno precedente. Anche il valore di questi pagamenti è aumentato, passando da circa 17 miliardi di dollari a 22 nello stesso arco temporale. Sostenuti

dalla recente riforma della Gst, gli operatori della ristorazione prevedono un aumento storico delle vendite nel terzo trimestre di questo esercizio fiscale».

### **Quale sarà l'impatto dei dazi americani sull'economia e sulle aziende indiane?**

«In un gruppo, per sfuggire al predatore basta essere più veloci del componente più lento». Questa è esattamente la situazione che i paesi, compresa l'India, si trovano ad affrontare oggi in relazione ai dazi statunitensi. In alcuni settori o categorie di prodotto, dopo l'introduzione dei dazi, le esportazioni indiane sono diventate più care (ad esempio nel tessile) e sono quindi destinate a risentirne. In altri casi, invece, l'India ha un vantaggio competitivo significativo e si trova o fuori dal nuovo regime tariffario americano (per esempio nell'It), oppure beneficia di tariffe preferenziali più basse. Tutto ciò, insieme a molti altri fattori in evoluzione, rende difficile una valutazione univoca dell'impatto di questa misura».

### **Quali sono le vostre riflessioni a tale proposito?**

«Anche se il mercato attribuisce grande importanza ai dazi, riteniamo che l'India possa resistere alla pressione, grazie alla sua solida posizione macroeconomica e ai cambiamenti strutturali in atto: è una delle poche economie emergenti che importa più di quanto esporti, di conseguenza può modificare facilmente i flussi commerciali per ridurre l'eccesso di dipendenza dagli Stati Uniti. Con l'attenuarsi degli sconti sul greggio da parte della Russia, il Paese può rivolgersi ad altri fornitori, tra i quali gli Usa, e ciò le conferisce, di fatto, una leva negoziale per futuri accordi. Poco più di un terzo delle esportazioni di merci verso l'America è esente da dazi (tecnologia, prodotti farmaceutici ed elettronica come gli smartphone) e su molte delle rimanenti voci vigono tariffe preferenziali (più basse). Di conseguenza, il tasso effettivo sarà inferiore al 50%. Secondo la nostra valutazione, nelle condizioni tariffarie attuali, ci sarà un impatto su alcuni settori come il tessile, la componentistica auto, la chimica. Trattandosi di comparti ad alta



intensità di manodopera, le conseguenze sociali, come la perdita di posti di lavoro, rischiano di essere più rilevanti dell'effettivo impatto economico. Il governo sta predisponendo un pacchetto a sostegno di questi esportatori, anche in considerazione del fatto che questi segmenti hanno anche un peso politico significativo. Per alcuni prodotti esportati negli Usa, come i gioielli e le pietre preziose, (la quota indiana raggiunge quasi il 45-50% delle importazioni statunitensi), si tratta di un'attività altamente specializzata. Trovare fornitori sostitutivi non è semplice e per gli Stati Uniti sarebbe costoso individuare un partner alternativo. Inoltre, si tratta di beni discrezionali e, sebbene il prezzo sia un aspetto importante, non lo è nella stessa misura del tessile. L'India sta attivamente cercando di diversificare la gamma delle proprie esportazioni, sia in termini di prodotti, sia di destinazioni. Ad esempio, negli ultimi anni è diventata uno dei principali esportatori di leghe di ferro e acciaio. Allo stesso modo, si è espansa in varie categorie merceologiche, tra le quali gru, ascensori, attrezzature per ufficio e strumenti medico-scientifici. Sta inoltre perseguendo con determinazione accordi bilaterali con altri paesi (di recente è stata siglata un'intesa con

il Regno Unito e a breve è atteso quella con l'Ue). Un aspetto spesso sottovalutato dell'India odierna è il progresso nelle energie rinnovabili, che ridurrà la dipendenza dai combustibili fossili importati. Quasi la metà della capacità di generazione elettrica installata nel Paese è ormai rinnovabile (solare, idroelettrica, eolica, nucleare) e l'India è terza al mondo per capacità solare installata. I legami tra la comunità indiana e quella statunitense sono molto forti (pensiamo, ad esempio, al numero di ceo indiani nelle società statunitensi). Tutto ciò, unitamente alla posizione geopolitica dell'India, ci dà fiducia che un accordo si concretizzerà, sebbene i tempi restino incerti».

### **Quali sono le vostre attese sulla crescita degli utili delle aziende?**

«Nonostante le sfide esterne, i solidi fondamentali domestici dell'India continuano a sostenere l'economia e i mercati azionari. Le prospettive di lungo periodo dell'equity per l'India restano costruttive. La redditività delle imprese in rapporto al Pil è migliorata costantemente, i bilanci di aziende e banche rimangono sani e il contesto macroeconomico è favorevole a un nuovo ciclo di formazione del capitale

e di crescita degli utili. La Banca centrale indiana, pur mantenendo i tassi stabili, ha allentato alcune regolamentazioni che in precedenza limitavano il credito bancario. Queste riforme, insieme a bilanci solidi e a una redditività robusta, dovrebbero sostenere la crescita degli attivi bancari e, per estensione, dell'economia nel suo complesso. In secondo luogo, e altrettanto importante, lo schema degli investimenti sta cambiando: i settori tradizionali come petrolio e gas rallentano, mentre altri, come le energie rinnovabili, accelerano. Si prevede che l'India continuerà a investire in modo consistente in questo ambito nei prossimi anni, riducendo la propria dipendenza dalle importazioni di energia. Questo elemento costituirà un forte fattore favorevole, che colloca l'economia indiana su un percorso di crescita sostenibile e rende il suo bilancio esterno meno vulnerabile alla volatilità globale. Come sostenitori convinti della storia di crescita dell'India, oggi individuiamo molte più opportunità per allocare capitale rispetto a un anno fa, sebbene le valutazioni medie degli indici risultino elevate. Un'analisi dei componenti mostra che settori come le banche, i materiali domestici, i beni di consumo e l'industria presentano valutazioni ragionevoli».



# CONVENTION

**BLUENERGY  
STADIUM DI UDINE**

**4 DICEMBRE  
2025**

# CONSULENTI FINANZIARI IN CAMPO

Un evento unico dedicato ai consulenti finanziari che vogliono essere protagonisti in un mercato in continua evoluzione.



**SCANNERIZZA  
PER ISCRIVERTI**

# Obbligazioni: tutto fin troppo tranquillo

di Frank Lipowski



**FRANK LIPOWSKI**  
gestore di portafoglio  
del fondo obbligazionario  
bilanciato Flossbach von Storch –  
Bond Opportunities

**Di recente i mercati obbligazionario si sono mossi molto bene, malgrado i numerosi rischi potenziali. Attenzione, però, ai pericoli.**

Considerate le notizie dell'ultimo periodo, è facile provare una certa inquietudine: crisi geopolitiche, debiti pubblici fuori controllo, dinamiche demografiche sfavorevoli, sistemi previdenziali sotto pressione e, non ultimo, un presidente americano imprevedibile, deciso a mettere alla prova l'economia globalizzata con nuovi dazi. Come dare torto a chi spera in qualche "buona nuova"?

In effetti, nel campo degli investimenti, un'area ha trasmesso un'impressione di stabilità e sicurezza quasi assoluta: il mercato obbligazionario. Recentemente, i

bond hanno mostrato pochissima volatilità: i rendimenti restano elevati e offrono cedole interessanti e un cuscinetto contro eventuali futuri movimenti di prezzo. Non solo: i tassi di interesse dei titoli più sicuri, in particolare i Treasury, sono scesi e così chi aveva in portafoglio obbligazioni con cedole più alte ha beneficiato di ulteriori guadagni.

Al contempo, la curva dei rendimenti ha ripreso a irripidirsi: le scadenze più lunghe offrono ancora rendimenti superiori a quelle più brevi. In questo contesto è tornato a funzionare il cosiddetto "effetto roll-down": quando la curva è inclinata positivamente, detenere titoli a lunga scadenza può generare guadagni di prezzo man mano che l'obbligazione "scivola" verso scadenze più brevi; la vita residua del titolo si accorcia e, a curva invariata, il

rendimento si riduce, facendo aumentare il prezzo.

Le obbligazioni hanno quindi ripreso a svolgere il loro ruolo: fonte di rendimento per i risparmiatori prudenti e diversificazione per chi vuole bilanciare il rischio azionario. Dopo l'era dei tassi zero e negativi, i bond hanno dimostrato più volte di sapere stabilizzare i portafogli misti nei periodi di turbolenza sui mercati azionari.

## ATTENZIONE AI RISCHI

Va quindi tutto bene? Noi investitori professionali di lungo corso diffidiamo sempre degli scenari troppo perfetti, del contesto Goldilocks: la favola ideale per i mercati. Perché i rischi per il patrimonio nascono proprio quando si smette di considerarli. Chi non si prepara in anticipo, nel momento critico, finisce per reagire troppo tardi ai movimenti di mercato.

Molti investitori continuano a confidare in un settore obbligazionario estremamente stabile. In effetti, le volatilità implicite sono ulteriormente scese di recente, tornando a ottobre su livelli simili all'era pre-Covid, quando l'abbondante liquidità delle banche centrali e dei tassi di riferimento molto bassi alimentavano la cosiddetta "Grande moderazione". Oggi, però, lo scenario è diverso. Le banche centrali hanno sì ridotto i tassi dai picchi di due-tre anni fa, ma restano lontane dai livelli di cinque anni fa e, con il quantitative tightening, drenano liquidità invece di fornirla. Per questo motivo sorprende la diffusa percezione di sicurezza.

Ultimamente, alcuni premi al rischio appaiono insolitamente compressi: in particolare, nell'high yield e nei rating più bassi, emergono le prime crepe. I tassi di default finora contenuti potrebbero essere mascherati da una sorta di "sindrome del rinvio", con creditori che concedono tempo a debitori fragili nella speranza di un miglioramento. Di certo non un "default", ma neppure un buon segnale. Di recente, una rinomata banca d'investimento ha segnalato crescenti scricchiolii nei segmenti CCC e inferiori e casi di rifinanziamenti nel debito privato che sul mercato pubblico avrebbero avuto scarse possibilità di successo.

Lo testimoniano chiaramente i casi dei debitori statunitensi First Brands e Tri-

color. Il primo è un produttore di componenti per auto che, dopo un rifinanziamento andato a vuoto, è entrato in procedura concorsuale Chapter 11. Avendo passività detenute per lo più tramite Clo (collateralized loan obligation), il caso tocca molti portafogli, seppure con un rischio di contagio immediato ritenuto limitato. Tricolor, invece, è un grosso rivenditore e finanziatore di auto subprime che, a sorpresa, è finito in liquidazione Chapter 7; la clientela tipica era a reddito più basso e sono in corso indagini per presunte irregolarità. Di conseguenza, diverse banche e fondi hanno comunicato oneri o svalutazioni. Parliamo di passività per circa 10-11 miliardi di dollari per First Brands (di cui intorno a 2 miliardi in prestiti detenuti in Clo) e di circa un miliardo per Tricolor. Resta da capire se si tratta di episodi isolati o se c'è pericolo di un contagio al resto del segmento high yield. L'attuale valutazione del rischio nel comparto è ancora molto positiva e lascia poco margine per ulteriori scossoni, aumentando il potenziale di correzione.

In tutto ciò, i grandi rischi non sono venuti meno. Il rallentamento dell'economia e del mercato del lavoro, l'inflazione ostinata e una politica commerciale statunitense imprevedibile sembrano trascinarsi e consolidarsi nel tempo. Nell'Eurozona, le recenti turbolenze politiche in Francia hanno provocato una netta divergenza con i titoli di stato degli altri emittenti sovrani. Dopo il fallimento dei negoziati di bilancio e la bocciatura in Parlamento del primo ministro François Bayrou, gli spread Oat-Bund si sono improvvisamente allargati, toccando livelli che non si vedevano da quasi 10 anni.

## ONDATA INFINITA DI DEBITO

La Francia è il secondo maggiore emittente di titoli di stato dell'area euro. Ma il lieto fine politico è tutt'altro che scontato. Il nuovo primo ministro Sébastien Lecornu dovrà infatti confrontarsi con un quadro politico estremamente fragile e un percorso di risanamento fiscale alquanto incerto. Non sorprende, quindi, il recente downgrade di Fitch da AA- ad A+; poco dopo, anche S&P Global ha declassato "fuori programma" il rating da AA- ad A+

(con outlook stabile). Finora, però, questa crisi fiscale non ha assunto una dimensione "sistemica" e c'è anche chi si muove in controtendenza, come la Spagna, dove gli spread si sono ridotti e il rating è migliorato grazie a sviluppi economici e fiscali favorevoli.

Come comportarsi in questi contesti?

Nel fondo obbligazionario bilanciato Flossbach von Storch – Bond Opportunities continuiamo a puntare su qualità e liquidità. Da gestori attivi, analizziamo con cura i profili di rischio/rendimento e riteniamo troppo bassi i premi offerti ultimamente dai titoli di qualità inferiore. Quanto alle obbligazioni societarie (dati a fine ottobre), il focus resta su emissioni con rating A/AA, mentre utilizziamo i titoli BBB con estrema selettività. La parola d'ordine è vigilanza. Soppesiamo continuamente l'attrattiva delle obbligazioni societarie rispetto a Pfandbriefe ed emittenti parastatali. Al contempo, manteniamo elevata la liquidità, per potere reagire rapidamente ai movimenti di mercato. Monitoriamo, inoltre, i rischi esogeni, che però non sembrano imporre cambi di rotta strategici.

Abbiamo gradualmente portato la duration a quasi nove anni con vari interventi su derivati e obbligazioni e aggiunto convessità con opzioni a buon prezzo. Abbiamo ampliato la base degli emittenti governativi, pur restando prudenti sulle scadenze ultra-lunghe. Nel comparto sovrano, la protezione dall'inflazione resta fondamentale: breakeven interessanti e rendimenti reali elevati continuano a favorire i titoli indicizzati.

Chi ritiene che i rischi siano sotto controllo può cogliere le opportunità. Rendimenti elevati ed effetto roll-down resteranno probabili fonti di performance, mentre una duration più lunga rappresenta un rischio meglio remunerato rispetto alle esposizioni di bassa qualità. Se i rendimenti dovessero scendere moderatamente, o se la curva si inclinasse ancora leggermente, il posizionamento sarebbe sostenuto, con le opzioni pronte a offrire ulteriore contributo. L'obiettivo resta chiaro: costruire un portafoglio solido, bilanciato e resiliente, capace di generare rendimenti stabili in un contesto meno spettacolare, ma ancora ricco di opportunità.

# Previdenza complementare, una grande assente in Italia

a cura di Pinuccia Parini



**SIMONE BINI SMAGHI**  
vicedirettore generale  
e responsabile della direzione  
commerciale  
Arca Fondi Sgr

La consapevolezza che, per mantenere gli stessi livelli di vita, una persona non debba più fare affidamento solo sulla pensione pubblica dovrebbe essere un dato acquisito. Tuttavia, le cifre dicono che l'adesione alla previdenza complementare è ancora molto contenuta nel nostro Paese. Fondi&Sicav discute del tema con **Simone Bini Smaghi**, vicedirettore generale e responsabile della direzione commerciale di **Arca Fondi Sgr**.

**Avete di recente annunciato di avere superato la soglia record di 50 miliardi di euro di masse in gestione. Come giudica questo traguardo?**

«È il risultato di un grandissimo lavoro fatto dalle reti che sta continuando anche quest'anno: la raccolta netta a oggi è pari a 3 miliardi di euro, per un totale di 11 miliardi, se si prendono in considerazione anche i flussi a partire dal 2021. Direi che possiamo dirci più che soddisfatti: abbiamo raggiunto l'obiettivo dei 50 miliardi di masse in gestione prima di quanto previsto dal nostro piano industriale. Certamente, c'è stato un importante contributo da parte dei mercati finanziari, che sono saliti, ma l'impegno delle reti di distribuzione è stato fondamentale. Tutto ciò è stato reso possibile, da un lato, dalla qualità dei prodotti, dall'altro,

da un modello di servizio al centro del quale c'è una piattaforma tecnologica che permette alle banche di fare consulenza avanzata».

**A questa crescita ha contribuito anche la vostra presenza nel ramo della previdenza complementare, dove potete vantare un'esperienza di oltre 25 anni. Come caratterizzerebbe la vostra presenza in questo ambito?**

«Il nostro fondo pensione ha raggiunto un patrimonio di quasi 6 miliardi di euro e ha circa 230 mila iscritti. La nostra peculiarità è di avere tantissime aziende associate al fondo: quasi 5 mila. Inoltre, tenendo conto che la previdenza complementare ha due filoni, individuale e collettiva, stiamo investendo molto con un progetto che si chiama Previverso, dove facciamo cultura ed educazione finanziaria presso le aziende, che si traduce sostanzialmente in educazione previdenziale».

**Un aspetto sul quale forse occorrerebbe uno sforzo più consistente da parte del nostro Paese?**

«Credo che la previdenza sia l'asse portante su cui il Paese dovrebbe puntare. Purtroppo non viene prestata la dovuta attenzione al problema e, nonostante se ne discuta molto, non trova

mai una declinazione all'interno delle manovre di bilancio dei governi. È una situazione che ormai si sta ripetendo da anni, indipendentemente dalla composizione degli esecutivi che si sono succeduti: non vengono definiti e promulgati provvedimenti che permettano alla previdenza di diffondersi in Italia. Eppure, ce ne sarebbe un grande bisogno! Basterebbe pensare al Piano Draghi, che si concentra sul rafforzamento della competitività della Ue per fare fronte alle sfide globali e, tra le varie iniziative da prendere, individua l'unione dei mercati dei capitali, l'accelerazione dell'innovazione e un forte slancio per investimenti congiunti in settori specifici che possono essere realizzati solo con la presenza di investitori di lungo periodo. E, da questo punto di vista, chi meglio dei fondi pensione potrebbe ricoprire questo ruolo? Parlare di previdenza complementare, infatti, non significa pensare solo a pianificare il futuro delle singole persone, bensì quello del tessuto economico italiano e delle imprese che vi operano».

### **Ma perché in Italia non vengono approvati provvedimenti che aiutino la diffusione dei fondi pensione?**

«Nel 2007, il governo Prodi decise di prendere i Tfr delle aziende con oltre 50 dipendenti e di darlo all'Inps tutti gli anni se non indirizzato ai fondi pensione. Questa misura si traduce, in cifre, in oltre 6 miliardi di euro che le aziende versano tutti gli anni all'ente di previdenza nazionale, che non iscrive questi importi come debito nei confronti dei lavoratori o dell'impresa. Accade così che questo ammontare venga considerato come un'imposta incassata che, per la contabilità dello stato, non deve registrare alcuna contropartita».

### **Come vengono utilizzati questi soldi?**

«Servono a pagare le pensioni. Ed è questa la ragione per cui qualsiasi provvedimento che permetta di incrementare la penetrazione dei fondi pensione crea preoccupazione: potrebbe incidere negativamente sul contributo derivante dai Tfr lasciati in azienda e, di conseguenza, creare un ammanco di cassa per l'erogazione delle pensioni, richiedendo di conseguenza nuove coperture».

### **C'è un adeguamento delle pensioni all'inflazione?**

«Il governo, da diversi anni, non adegua più le pensioni al tasso d'inflazione: da 2.400 euro di retribuzione mensile in su l'allineamento al co-

sto della vita è sempre inferiore al 100% e cala significativamente man mano che le cifre salgono. È un'operazione che definirei di depauperamento dei pensionati».

### **In base ai dati del 2024 pubblicati da Covip, un italiano su tre ha una previdenza complementare e le adesioni sono maggiori tra gli uomini più che tra le donne. È il risultato di una minore occupazione femminile?**

«C'è, in primis, una presenza delle donne nel mondo del lavoro ancora insufficiente. Il tasso di occupazione femminile, pubblicato dal Cnel lo scorso marzo, risulta inferiore di 12,6 punti alla media Ue ed è il valore più basso tra i 27 paesi dell'Unione. In secondo luogo, ritengo che ci sia una carenza di educazione finanziaria rispetto agli uomini e un minore interesse sui temi finanziari. Ma attenzione, perché il passaggio generazionale dei patrimoni che avverrà nei prossimi 20 anni sarà rilevante ed è per tale ragione che diventa imprescindibile aumentare la conoscenza finanziaria, coinvolgendo moltissimo le donne che saranno le principali protagoniste».

### **Che cosa pensa dell'iniziativa del Trentino Alto Adige di istituire un fondo pensione dalla nascita?**

«Sono iniziative molto favorevoli e vanno nella giusta direzione: avvicinare i giovani al tema della previdenza, introducendo la questione sin dalla nascita per facilitare l'avvicinamento al concetto del fondo pensione e a quello fondamentale della pianificazione. È oramai noto che le prestazioni da parte dell'Inps andranno a diminuire, perché il rapporto lavoratori/pensionati sta cambiando profondamente: oggi è 1,5/1, ma l'andamento demografico mostra che, a tendere, possa diventare di 1/1. Se così fosse, si creerebbe un equilibrio molto precario che potrebbe essere modificato solo con una maggiore presenza di forza lavoro femminile e anche di giovani che attualmente non stanno lavorando. Quindi, ben vengano iniziative come quella del Trentino Alto Adige, così come quelle simili adottate dalla Valle d'Aosta e dal Friuli Venezia Giulia, ma occorrerebbe investire nell'educazione finanziaria attraverso un progetto organico a monte, che non sia solo il risultato di un lavoro fatto da tanti piccoli comitati. E, sfortunatamente, le indagini sull'alfabetizzazione finanziaria nel nostro Paese non sono certo rincuoranti, visto il basso posizionamento rispetto alla media europea».

### **Altre misure che potrebbero aumentare la consapevolezza della necessità di una previdenza complementare?**

«Aumentare il tasso di partecipazione nelle medie e, soprattutto, piccole imprese. A questo proposito, un'ipotesi potrebbe essere il ripristino del Fondo di garanzia per le piccole aziende presente nella legge 252, che introdusse il semestre di silenzio/assenso, e che poi purtroppo fu smontato. La sua rimessa in vigore potrebbe permettere alle imprese di avere un accesso facilitato al credito in presenza di dipendenti che vogliano mettere il loro Tfr in un fondo pensione».

### **Qual è l'atteggiamento delle aziende nei confronti dei fondi pensione?**

«Sono molto attente e mostrano grande interesse, soprattutto in una fase in cui per molte società è fondamentale mantenere i propri dipendenti, visto che la carenza di mano d'opera è diventato un problema particolarmente sentito. Uno degli strumenti a disposizione è la creazione di piattaforme di welfare avanzate, tra cui la previdenza è sicuramente un elemento fondamentale. Noi operiamo in questa direzione, appunto con Previverso, attraverso cui collaboriamo con le associazioni di direttori d'impresa e con altri filoni per inserire nel welfare la previdenza come aspetto fondamentale da offrire ai propri dipendenti. Indubbiamente, rimane il problema di raggiungere un numero sempre più ampio di persone che, data l'elevata presenza di piccole società in Italia, diventa un'impresa ardua e costosa. Sull'argomento, però, che riguarda qualche milione di lavoratori, non è stato steso alcun piano d'azione: non vedo alcuna particolare sensibilità da parte delle istituzioni pubbliche e neppure propensione a coinvolgere questo universo di aziende sul tema della previdenza. Personalmente, come accennato in precedenza, ripristinerei il Fondo di garanzia».

### **Quindi sempre più necessario parlare di previdenza complementare?**

«Vede, il welfare di un paese è un patto che coinvolge almeno tre generazioni e resta in essere se la situazione rimane in equilibrio. Se c'è una generazione che si rivale sull'altra perché è più numerosa e diventa un bacino cui la politica può attingere consenso attraverso misure che non vanno nell'interesse del bene comune, allora si compromette il benessere del singolo e della collettività».

# Bond, un periodo d'oro per l'Asia

a colloquio con Dhiraj Bajaj



**DHIRAJ BAJAJ**  
head of asian fixed income,  
Lombard Odier  
Investment Managers

**È un ritorno a sorpresa, a suo parere, l'interesse degli investitori per i mercati obbligazionari asiatici?**

«Direi che l'eccezionalismo americano non è più l'esclusivo centro d'interesse per gli investitori. E una tra le ragioni che li ha portati a diversificare i portafogli è stata l'atteggiamento dell'amministrazione americana».

**In che senso?**

«Dal nostro punto di vista, gli Stati Uniti hanno commesso un grave errore: hanno adottato politiche fiscali e monetarie troppo espansive dopo lo scoppio della pandemia e, per correre al riparo, sono stati costretti ad aumentare i tassi d'interesse in modo consistente. Il nuovo piano per il Paese, redatto dall'attuale amministrazione repubblicana, ha la finalità di stimolare la crescita nel lungo periodo in modo da non rimanere indietro rispetto alla Cina. Gli strumenti che si ritiene possano rendere questo obiettivo raggiungibile, in un contesto di dollaro più debole, sono: la riduzione dei tassi d'interesse, per diminuire il costo di finanziamento del debito pubblico, il taglio delle tasse, la deregolamentazione, l'introduzione dell'utilizzo dello stablecoin

nel sistema e una serie di altre misure presenti nel One Big Beautiful Bill Act. A fare da sfondo a queste misure c'è la debolezza della divisa americana. Contestualmente, c'è un esplicito invito (a volte al limite della forzatura) affinché le industrie manifatturiere aprano le proprie fabbriche negli Stati Uniti, creando così anche una domanda di mano d'opera di cui possono beneficiare direttamente i cittadini americani. Di riflesso, sono state fortemente inasprite le misure contro l'immigrazione. La politica dei dazi, a sua volta, è vista come uno strumento per ripianare i conti dello stato e per stimolare l'economia senza creare ulteriore disavanzo. Tutto ciò ha significato, per il resto del mondo, una politica commerciale più instabile con gli Usa, il cui eccezionalismo viene a trovarsi così ridimensionato. Ciò nonostante, ci attendiamo una crescita positiva del Paese, un mercato azionario relativamente vivace, trainato dal super-ciclo della tecnologia e tassi d'interesse più bassi per sostenere una crescita economica dell'1,5-2% in termini reali».

**Che cosa significa tutto ciò per il resto del mondo?**

«Comporterà una revisione delle politiche commerciali, perché il cambiamento in atto

ci conduce in uno scenario multipolare e ciò comporta una ridefinizione dei rapporti tra i diversi stati. È il caso dell'India, rimasta decisamente scioccata dal livello di dazi imposti dagli Stati Uniti per spingerla ad acquistare prodotti agricoli di cui non necessita: ora il governo dovrà adottare un approccio completamente diverso verso l'esterno, cercando di coinvolgere i paesi del Sud globale e rafforzando i rapporti con le altre nazioni. E, di fatto, un cambio di passo lo si è già visto in occasione dell'incontro della Shanghai Cooperation Organization, con il riavvicinamento tra India e Cina. Noi crediamo che il mondo non stia diventando meno globalizzato. Ci sono solo gli Stati Uniti che hanno deciso di imporre a livello globale i dazi sulle merci: l'impatto della misura non deve essere ignorato, ma va anche ricordato che la Repubblica Popolare è il principale partner commerciale al mondo per valore totale di beni e servizi scambiati. La conseguenza della decisione di Washington sarà una crescita futura degli scambi di merci tra il Sud globale, l'Asia e la Cina. Il timore di una de-dollarizzazione causata da un minore protagonismo americano potrebbe reindirizzare gli investimenti verso altri paesi e tradursi in un aumento di valore degli asset dopo il deprezzamento avvenuto durante la pandemia».

### **È il caso della Repubblica Popolare?**

«Il Covid-19 ha causato lunghe chiusure dell'attività, cui si è aggiunta la crisi dell'immobiliare, che è stata molto pronunciata, così come la successiva repressione sul settore privato. Ma, nel frattempo, il governo si era impegnato, nel 2020 ("dual circular economy"), a trasformare l'economia del Paese, identificando nuovi motori di crescita in modo da essere autosufficiente in campo tecnologico, diventare un punto di riferimento in questo ambito e non dipendere dagli Stati Uniti. La Cina è riuscita nell'intento di ribilanciare la propria economia: ha acquisito la leadership nel green&clean-tech, nelle batterie, nei veicoli elettrici, nell'AI, nella robotica avanzata. Il livello di automazione e tecnologia che è riuscita a raggiungere è fenomenale. È indubbio che il periodo di transizione per raggiungere lo stato attuale è stato doloroso, ma il peggio è passato e la nuova fase

in cui la nazione è entrata è chiara, visibile a tutti, nonostante non sia stata ancora pienamente apprezzata dai mercati finanziari».

### **Cina e India, due future superpotenze economiche?**

«Credo che si sia di fronte a due superpotenze che sono in punti diversi del loro ciclo di vita. La prima ha liberalizzato e urbanizzato in modo consistente negli ultimi 45 anni, raggiungendo un Pil pro capite di circa 13.800 dollari, mentre in India è di circa 2.800, con ben 600 milioni di persone che vivono in condizioni di povertà. L'India deve fare ancora molta strada per raggiungere la Cina: è un'economia trainata per la maggior parte dai servizi e focalizzata sullo sviluppo dei consumi interni, complessivamente ancora chiusa (non risentirebbe di un'eventuale recessione degli Usa), con le esportazioni che sono solo una piccola percentuale del Pil, così come la manifattura. Ma l'una è funzionale all'altra in determinati ambiti: l'India necessita della tecnologia e delle merci cinesi, la Cina ne ha bisogno come mercato di sbocco».

### **Quali sono le motivazioni che la rendono positivo sull'investimento nei bond asiatici?**

«Crediamo che si sia entrati in un periodo d'oro per quanto riguarda le condizioni di liquidità nel continente, durante il quale si assisterà a un vero e proprio cambiamento: la Fed sta tagliando i tassi e le banche centrali asiatiche continueranno a farlo sino alla fine del 2026, perché la crescita è positiva e l'inflazione è bassa. A ciò va aggiunto che, probabilmente, si assisterà al ritorno di una parte dei capitali che le istituzioni asiatiche avevano investito abbondantemente negli Usa nel periodo 2020-2024. Inoltre, ci attendiamo che una parte dei risparmi accumulati in Cina durante questi anni (circa 23 trilioni di dollari), oltre a essere spesi in consumi, saranno impiegati in strumenti d'investimento con rendimenti più appetibili di quelli offerti dai depositi bancari, con un'inclinazione positiva verso gli attivi rischiosi».

### **Perché si attende un ritorno dei flussi in Asia?**

«Con il credito statunitense che deve affrontare valutazioni elevate e le incertezze

di policy della politica, prevediamo che in questa parte finale del 2025 il capitale si sposterà verso l'Asia-Pacifico, in particolare da parte delle istituzioni e dei gestori patrimoniali asiatici. Dal 2020, i principali investitori asiatici hanno probabilmente aggiunto oltre 1.000 miliardi di dollari in obbligazioni e attività estere. Un rallentamento o una parziale riallocazione verso l'Asia e i mercati emergenti potrebbe ridurre gli spread creditizi denominati in dollari a livello regionale e creare un afflusso di liquidità in queste aree».

### **E per quanto riguarda i rendimenti di queste emissioni?**

«Nello specifico riteniamo che le obbligazioni asiatiche societarie in valuta forte siano particolarmente attrattive, proprio per il livello di rendimento offerto, superiore a simili emissioni in valuta locale. Storicamente, il dollaro statunitense ha anche mostrato una tendenza a rimanere forte nelle fasi di aumento o di elevato "premio a termine", ossia la compensazione aggiuntiva per il possesso di obbligazioni con scadenza più lunga. Infatti, sebbene si preveda un moderato calo dei tassi a lungo termine statunitensi, ci aspettiamo comunque che il premio a termine rimanga elevato alla luce dell'aumento del deficit fiscale degli Stati Uniti. Inoltre, nonostante il restringimento degli spread dall'inizio dell'anno, i rendimenti delle valute forti dei mercati emergenti rimangono superiori alle medie storiche e sono interessanti rispetto ad altri segmenti del reddito fisso. Infine, è importante ricordare che le nostre strategie si basano su convinzioni forti. Ad esempio, per la soluzione Asia Value Bond cerchiamo di generare reddito investendo in quelle che il team considera le migliori opportunità nella regione Asia-Pacifico all'interno delle diverse componenti del mercato del credito, con un rating medio investment grade».

#### **Informazioni importanti**

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

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

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

Data di pubblicazione: novembre 2025



# Strumenti di alta matematica, con intelligenza, con coscienza

La digitalizzazione del mondo coinvolge anche la finanza. La maggior parte delle transazioni finanziarie vengono ormai operate da macchine e non più manualmente. Questa realtà ha determinato le condizioni di nascita di una nuova disciplina: il “financial computing”, o più semplicemente “Fin-com”, che applica metodi computazionali, algoritmi e tecnologie informatiche alla risoluzione di problemi concreti nel settore finanziario, come la valutazione del rischio, l’ottimizzazione di portafogli e l’analisi predittiva dei dati finanziari che verranno.

La difficoltà principale nello sfruttamento di tali strumenti di alta tecnologia digitale sta nella necessità di congiungere

due specializzazioni che non sempre collimano, né si incontrano: la finanza e l’alta matematica computazionale, a monte dei modelli di Ai che vengono integrati. Questo problema determina il momento storico in cui la finanza globale si trova sospesa tra la promessa del progresso e l’incertezza del rischio tecnologico. Emerge quindi la necessità di un nuovo paradigma che allinei la comprensibilità umana dei modelli e la loro trasparenza con le performance e la loro sostenibilità nel tempo.

È in questo contesto che si colloca la Fin-com. Vale la pena vederne i meandri, perché questi strumenti, se compresi, costituiscono potenti leve per assistere gli



investitori e i gestori patrimoniali che vogliono muoversi, anche nel rispetto della normativa nazionale e del nuovo Ai Act europeo, la legge che regola l'intelligenza artificiale con un approccio basato sul rischio e sulla responsabilità etica.

### **DALLE TRINCEE AL TRADING**

L'idea della Fin-com non nasce nei laboratori delle big tech, ma sul campo di battaglia: la sua prima architettura risale alla fine del 1997 e fu sviluppata in un contesto operativo e decisionale dove la rapidità di reazione poteva fare la differenza tra sopravvivenza e disastro.

Era un progetto che anticipava i modelli moderni di Ai predittiva, molto prima che si parlasse di Ai generativa, un altro ramo sviluppato da Yann LeCun che ha grande visibilità, ma meno applicazioni in ambito finanziario. Differenziandosi dai modelli moderni di Ai predittiva che sfruttano in finanza la loro forza nel superare le logiche deterministiche e quelle della casualità statistica (logiche tipiche dell'Ai generativa).

### **L'AI GENERATIVA NON SERVE**

Oggi, alcune banche e società di investimento utilizzano l'Ai generativa per ve-

locizzare rapidi report, generare codici o analizzare testi. Tuttavia, proprio secondo un recente rapporto del Systemic Risk Centre della Lse, l'adozione indiscriminata di questi sistemi sta creando grande scontento e divari tra il risultato atteso e quello realmente conseguito.

L'Ai generativa si basa su ciò che è accaduto, cioè lavora su base statistica; l'Ai predittiva post-stocastica, invece, quando utilizzata nei sistemi più evoluti di Fin-com, reagisce a ciò che sta accadendo. È una differenza paragonabile a quella tra medico generalista e specialista: entrambi utili, ma solo uno sa dove incidere per salvare il paziente senza comprometterne la salute.

### **LA FEBBRE NON È LA DIAGNOSI**

Fortunatamente, molti istituti oggi vantano l'integrazione dell'intelligenza artificiale nei loro processi: chatbot che rispondono ai clienti, sistemi che automatizzano i controlli, piattaforme che velocizzano le pratiche. Ma attenzione: il sottostante tecnologico è l'Ai generativa, compresi gli Llm, non è l'Ai predittiva. Coloro che utilizzano l'Ai generativa per ottenere previsioni, altro non fanno che provocare complesse regressioni. In pa-

role semplici, guidano guardando esclusivamente negli specchietti retrovisori, con le ovvie conseguenze che ne derivano. Quando si ambisce a utilizzare la potenza computazionale per l'automazione, l'Ai generativa è certo utile, ma non per le previsioni.

Come un medico che misura la febbre, cioè rileva un sintomo, l'Ai generativa consente di individuare dei pattern in funzione della lettura di dati già presenti, detti "dati morti", perché ormai determinati per sempre, e non si evolvono più. L'intelligenza predittiva, invece, diagnostica ciò che potrebbe accadere. E tra i due approcci c'è la stessa distanza che separa una terapia preventiva da un'aspirina.

Le banche che fanno un uso improprio dell'Ai generativa, sono come i pazienti cui viene somministrata l'aspirina. Infatti, il loro approccio all'Ai generativa non è scientifico. Spesso la adottano come una moda, non come una scienza: trattano il sintomo (la lentezza dei processi) e non la causa (la fragilità analitica dei modelli matematici sottostanti). È qui che la Fin-com si fa portatrice di un nuovo paradigma: modelli matematici predittivi costruiti ad hoc, calibrati su regole di comportamento e dinamiche di mercato, non sulla statistica dei dati morti del passato.

### **L'AI NON È UN'ASPIRINA**

Immaginiamo un congresso medico dove si discute di terapia senza distinguere tra cardiologia, oncologia od ortopedia. È ciò che accade a volte oggi in finanza: si parla di "Ai" senza precisare se si intende una macchina che prevede, una che automatizza, o una che semplicemente interagisce in linguaggi naturali. Questa confusione può essere innocua fino a quando non entra nel perimetro dei portafogli d'investimento. In caso contrario, diventa pericolosa, perché tra la gestione del rischio e la sua moltiplicazione la linea è sottile. Infatti, non esiste una sola intelligenza artificiale, così come non esiste una sola branca medica. Esistono Ai statistiche, generative, predittive, con altrettanti modelli matematici diversi e a volte anche opposti.

L'Ai predittiva della Fin-com agisce come uno strumento diagnostico, non sostituisce l'uomo, ma lo potenzia, lo mette in condizione di anticipare shock di liquidi-

tà, prevenire rischi sistemici e correggere errori strategici prima che diventino irreversibili.

Dove l'AI generativa imita il passato, quella predittiva costruisce scenari futuri basati su modelli che superano i semplici equilibri di Nash. È la differenza tra sperare che non arrivi la crisi e prepararsi perché inevitabilmente arriverà. Strumenti matematici evoluti, quali i sistemi di equazioni di Navier-Stokes, nati in ambiti molto diversi e lontani dalla finanza, quando utilizzati in modo consoni, sono capaci di descrivere alcuni aspetti dei mercati come organismi vivi, non come tabelle statiche.

L'investitore moderno non deve essere un tecnico, ma un lettore consapevole dei segnali che il mondo lancia ogni secondo: i dati diventano un linguaggio, la Fin-com, il suo traduttore.

## LA NUOVA ALFABETIZZAZIONE

L'AI Act rende ormai obbligatoria una vera alfabetizzazione digitale: le aziende devono sapere distinguere le diverse tipologie di intelligenza artificiale e garantirne un uso proporzionato al rischio operativo. Ciò significa che, per chi gestisce patrimoni o strategie di investimento, comprendere il funzionamento di un modello matematico è diventato tanto fondamentale quanto leggere un bilancio. I sistemi più evoluti di Fin-com supportano questo passaggio culturale offrendo un'interfaccia comprensibile e sicura che rispetta i principi dell'etica dei dati europea.

## CERTEZZE FRAGILI

Gli ultimi due anni hanno mostrato quanto siano fragili le certezze dei mercati: guerre, crisi delle materie prime, politiche monetarie mutevoli, corsa alle terre rare, persino fuori dall'orbita terrestre. Gli algoritmi tradizionali, basati su analisi storiche, faticano a tenere il passo di fattori esogeni che rompono ogni schema. I sistemi evoluti di Fin-com, invece, lavorano sull'imprevedibilità stessa, combinando equazioni adattive e modelli predittivi resilienti, capaci di mantenere margini di affidabilità anche durante oscillazioni improvvise.

## ISTITUZIONI PIÙ LENTE DELL'IT

Le autorità di vigilanza, Bce, Esma, Eba, hanno fatto passi da gigante nella costruzione di un sistema più solido



(basti pensare alle recenti riforme del Meccanismo europeo di stabilità e alla spinta verso una vera Unione bancaria). Tuttavia, il ritmo dell'elaborazione normativa e regolatoria è più lento di quello della tecnologia. Ed è per questo motivo che oggi la vera innovazione non sta solo nel creare nuovi algoritmi, ma nell'applicarli responsabilmente, garantendo la conformità e la tracciabilità di ogni risultato.

Collaborare sì, ma senza svelare le carte. In un mondo dove le banche condividono sempre più dati e reti decisionali, la collaborazione va bilanciata con la prudenza strategica per non esporre i propri asset al rischio competitivo. La Fin-com offre un'infrastruttura che consente l'interoperabilità e l'audit dei risultati senza divulgare il cuore matematico dei propri modelli di previsioni, come un consulente fidato che sa quando parlare e cosa dire.

## L'ITALIA PROTAGONISTA

L'Italia possiede un patrimonio bancario unico: solido nelle radici, ma spesso penalizzato tecnologicamente dall'iner-

zia culturale. È il momento di riportare l'innovazione nel territorio, con sistemi di AI predittiva integrati a modelli di Fin-com sviluppati da aziende italiane, che conoscono il contesto normativo e valutano il rischio nel quadro geopolitico attuale. Non si tratta di sostituire le persone, ma di potenziarle con strumenti di frontiera per rafforzare la competitività nazionale e la sicurezza dei patrimoni privati.

L'adozione dell'intelligenza artificiale in finanza sta accelerando come mai prima d'ora: ma quante aziende del settore sono consapevoli di quanto impatta i processi di trading, di gestione del rischio o di customer management?

La Fin-com si inserisce in questa traiettoria con una missione diversa: rendere la tecnologia un'estensione della responsabilità umana, non una sua sostituzione. Il futuro non va temuto, va guidato. La tecnologia, se indirizzata da modelli matematici solidi e da governance umane consapevoli, rafforza la competitività senza abdicare alla responsabilità. Con intelligenza, con matematica, con coscienza.

## ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER

**Anticipa le tendenze, resta aggiornato sulla situazione dei mercati, e scopri le ultime novità sul risparmio gestito.**



seguici

# Un'espansione significativa

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

Il mercato globale dei superyacht (lunghezza superiore a 30 metri) sta vivendo una fase di espansione significativa: all'inizio di agosto 2025 la flotta operativa di questi natanti da diporto contava 6.174 unità (5.259 motoryacht, 915 a vela). Il 63% con lunghezza tra 30 e 40 metri, il 21% tra 40 e 50 metri, mentre gli scafi di lunghezza superiore a 80 rappresentano circa il 3% della flotta, a dimostrazione del fatto che la crescita di dimensioni medie prosegue e sposta il baricentro verso segmenti più grandi.

Sul fronte cantieristico, il Global Order Book 2025 conferma l'aumento delle dimensioni medie (lunghezza media 40 m) e una leggera flessione degli ordini rispetto al picco post-pandemia. Azimut-Benetti guida per il 25° anno la classifica dei costruttori (yacht >24 m per lunghezza fuori tutto), con Benetti, Sanlorenzo, Feadship, Lürssen, Heesen, Oceanco, Ferretti Group e altri tra gli attori chiave.

Dal punto di vista della domanda, nel 2024 sono stati venduti circa 300 superyacht usati (311 nel 2023); al 31 luglio 2025 le vendite di barche di seconda mano erano arrivate a 200 unità (200 nel 2024 Ytd), con Gt (Gross tonnage, o stazza lorda, è una misura del volume interno complessivo di una nave, espresso in tonnellate di stazza) transata a +8% (93.500 Gt): è un ulteriore segnale di spostamento verso barche più grandi. Nel nuovo, nel 2024 sono stati venduti 195 superyacht; per il 2025 SuperYachtTimes stima 160–180 consegne contrattualizzate.

Per quanto riguarda l'offerta, a inizio 2025

risultano 691 yacht ≥30 m in costruzione, 219 dei quali in vendita (32% dell'order book), secondo anno consecutivo di crescita della disponibilità, guidata dall'aumento di progetti speculativi nel segmento 30–40 m. Ad agosto 2025, i progetti in build censiti erano 588.

Secondo il Financial Times, tra i principali fattori che stanno alimentando la crescita del mercato dei superyacht, si possono individuare diverse dinamiche strutturali e tecnologiche che stanno ridefinendo la domanda globale.

In primo luogo, si registra un aumento significativo della ricchezza netta degli individui Ultra high net worth, ossia quella fascia di clientela estremamente facoltosa che costituisce il target principale del settore. In particolare, il mercato statunitense sta mostrando segnali di rafforzamento, con una crescente propensione all'acquisto di yacht di lusso da parte di clienti nordamericani, spinti da una maggiore disponibilità finanziaria e dal desiderio di esperienze esclusive.

Un secondo driver importante è la preferenza crescente per unità di dimensioni maggiori, spesso superiori a 50 metri, e per yacht progettati per l'esplorazione, i cosiddetti 'explorer yacht', capaci di navigare in aree remote e affrontare condizioni marine impegnative. Questa tendenza riflette una trasformazione nella concezione dello yachting, che va oltre il puro status symbol per diventare uno strumento di viaggio e scoperta personalizzata.

A ciò si aggiunge l'accelerazione delle innovazioni tecnologiche orientate alla sostenibilità ambientale, con l'introduzione di soluzioni avanzate come sistemi di propulsione ibrida, fuel cell a idrogeno e l'utilizzo del metanolo come carburante alternativo. Queste tecnologie non solo rispondono a normative ambientali più stringenti, ma soddisfano anche la crescente sensibilità ecologica di una parte della clientela più evoluta.

Infine, un ulteriore elemento di stimolo alla domanda è rappresentato dalla maggiore disponibilità di progetti speculativi, ovvero yacht costruiti senza un acquirente specifico, ma pronti per la consegna in tempi brevi. Questa strategia consente di ridurre sensibilmente i tempi d'attesa, tradizionalmente molto lunghi per i superyacht, e intercettare la domanda impulsiva o quella legata a opportunità di investimento immediate.

## ANALISI SWOT

### Punti di forza

- Domanda resiliente negli >50 metri e crescita dimensionale media; la scarsità di slot nei top yard sostiene il pricing.
- Leadership industriale consolidata (Azimut-Benetti, Sanlorenzo, Northern European yards), brand equity e filiere di refit globali.
- Innovazione sostenibile (ibridi, fuel cell al metanolo), che differenzia l'offerta e attrae nuova clientela.

### Debolezze

- Ciclicità del segmento 30–40 metri con maggiore pressione competitiva e sconto in trattativa; la crescita di progetti speculativi aumenta l'elasticità dell'offerta.
- Capex elevati, lunghi lead time e dipendenza da supply chain specialistiche (propulsione, arredi custom).
- Mercato dell'usato ancora selettivo: per imbarcazioni di 5–10 anni è più difficile saturare i calendari charter.

### Opportunità

- Refit in espansione (circa 2.200 visite in cantiere nel 2024; Usa, Spagna, Italia sono gli hub principali) e nuove capacità in Medio Oriente.
- Crescita charter e nuovi teatri crocieristici (Thailandia, Mar Rosso), con spillover

su domanda di unità moderne ed efficienti.

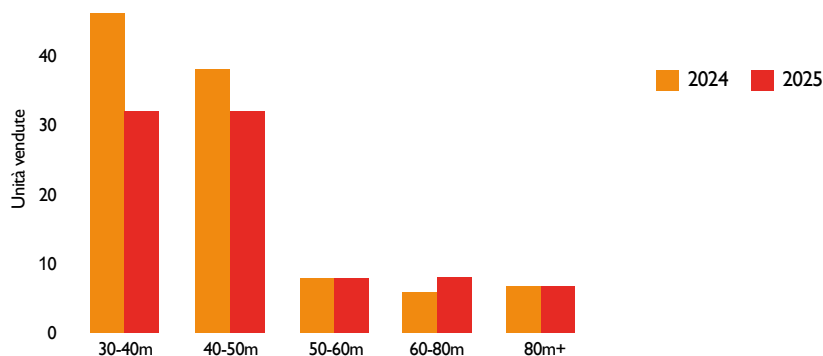
- Adozione di soluzioni lower-carbon e digital guest experience come driver di upgrade.

## Minacce

- **Rallentamento macro** e misure commerciali Usa/Eu che impattano le catene del valore e il sentiment; risulta un lieve

**FIGURA 1 - VENDITE DI NUOVI SUPERYACHT 30M+ (GEN-LUG 2024 VS 2025)**

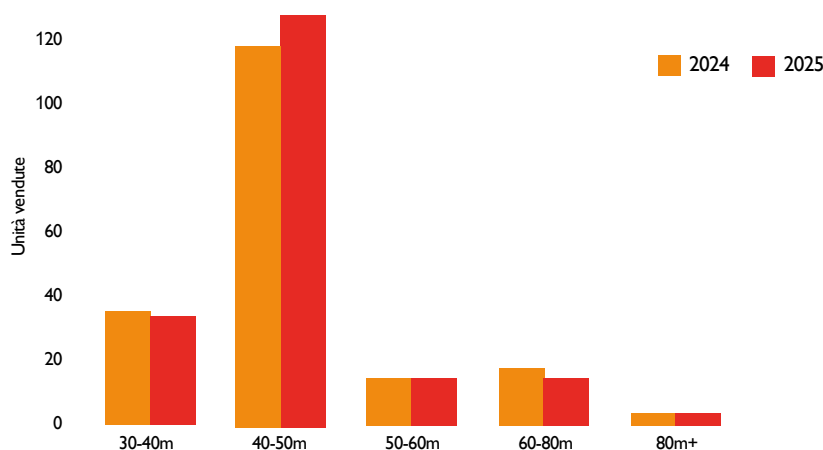
**Le vendite di nuovi superyacht sotto i 50 metri sono in calo nel 2025, mentre i segmenti superiori restano stabili**



Fonte: Monaco Yacht Show Market Report 2025 – SuperYachtTimes

**FIGURA 2 - VENDITE DI SUPERYACHT USATI 30M+ (GEN-LUG 2024 VS 2025)**

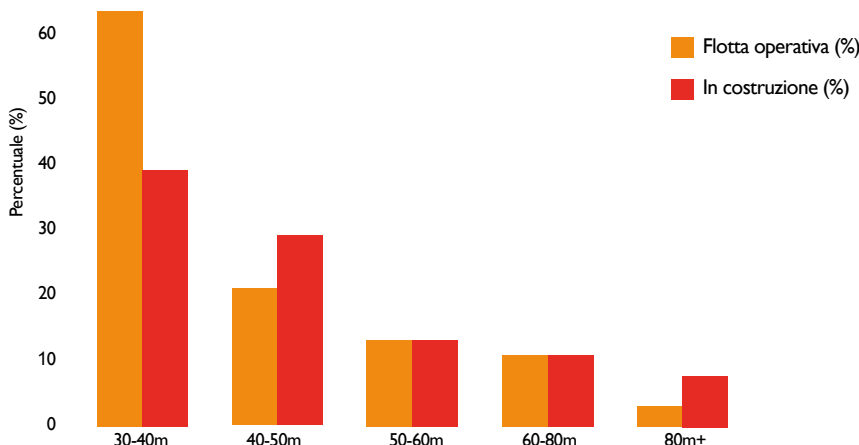
**Le vendite di yacht usati si mantengono stabili, con una crescita nella fascia 40–50 metri**



Fonte: Monaco Yacht Show Market Report 2025 – SuperYachtTimes

**FIGURA 3 - DISTRIBUZIONE PERCENTUALE DELLA FLOTTA OPERATIVA VS YACHT IN COSTRUZIONE (30M+).**

**Gli yacht in costruzione sono sempre più grandi: il 61% supera i 40 metri, contro il 37% della flotta operativa**



Fonte: Monaco Yacht Show Market Report 2025 – SuperYachtTimes

calo ordini nel biennio 2024-2025.

- **Sanzioni/geopolitica:** clienti russi, rotte e rischi di trasporto materiali.
- **Costo del capitale** e inflazione input (acciai speciali, componentistica).

**RISCHI GEOPOLITICI  
E IMPATTI DI MERCATO**

- 1. Politiche commerciali Usa/Eu (2025):** l'inasprimento tariffario ha aumentato l'incertezza per i cantieri europei e i fornitori; gli analisti di SuperYachtTimes collegano questo fattore al sentiment più cauto sui nuovi ordini 2025. Impatto: rinvio/repricing dei contratti e maggiore convenienza dei progetti speculativi con consegne più rapide.
- 2. Sanzioni e Kyc:** completamento e riallocazione di grandi yacht precedentemente associati a proprietari sanzionati; effetto “one-off” in delivery/book. (cdn.boatinternational.com)
- 3. Sicurezza marittima/rotte:** potenziali ritardi su catene logistiche (ad esempio, i componenti nord-europei) e costi assicurativi.
- 4. Clima e regolazione ambientale:** spinta a soluzioni Imo Tier III, ibridi/fuel cell e materiali di nuova generazione; più capex, ma difendono i valori residui. (Financial Times)

**SCENARI DI SVILUPPO  
DEL MERCATO**

**Ipotesi A – Scenario base (probabilità 55%)**  
Ordini 2025 a 160–180 unità; domanda usato stabile, con mix più grande e Gt transata superiore al 2024; disponibilità nuova in vendita intorno al 30–33%. Prezzi reali

stabili negli >50 m, più selettivi nei 30–40 m. Refit sostenuto.

**Ipotesi B – Scenario rialzista  
(probabilità 25%)**

Rimbalzo sentiment Usa/Europa (equity e bonus), fuel-cell/ibridi spingono la sostituzione; slot limitati >60 m sostengono l'Asp (average selling price) e i margini; riduzione degli sconti sull'usato. Crescita ordini rispetto al 2024.

**Ipotesi C – Scenario ribassista  
(probabilità 20%)**

Shock macro o nuove tariffe su componenti europei: slittano i contratti, aumenta l'inventario speculativo nei 30–40 m, sconti medi >2024; si allunga il backlog (portafoglio ordini residuo, ossia l'insieme degli ordini già ricevuti, ma non ancora completati o consegnati).

**IMPLICAZIONI STRATEGICHE**

Nel contesto attuale del mercato dei superyacht, i cantieri potrebbero orientare la propria strategia verso due direttrici principali: da un lato, concentrarsi sulla produzione di unità superiori a 50 metri, che rappresentano la fascia a maggiore valore aggiunto; dall'altro, sviluppare modelli da 30 a 40 metri in modalità speculativa, ossia pronti per la vendita, ma progettati fin dall'inizio con configurazioni green-ready, capaci cioè di integrare tecnologie sostenibili. Fondamentale sarà anche adottare una gestione dinamica dei prezzi d'opzione e del rischio scorte, per reagire con maggiore flessibilità alla volatilità della domanda e delle forniture. Per quanto riguarda broker e dealer, l'attenzione potrebbe essere rivolta principalmente

a imbarcazioni recenti, preferibilmente con meno di cinque anni di vita, e con lunghezze superiori ai 60 metri, dove la scarsità di sostituti diretti conferisce maggiore valore competitivo. Una narrazione coerente incentrata sull'efficienza energetica delle unità potrà inoltre contribuire a difendere i valori residui e a sostenere i prezzi nel mercato dell'usato. I fornitori, da parte loro, potrebbero adottare strategie di diversificazione geografica e attivare piani di dual-sourcing per i componenti critici, per ridurre il rischio di interruzioni nelle catene di approvvigionamento. Sarà inoltre determinante bloccare contrattualmente, sin da ora, la fornitura per i progetti previsti tra il 2026 e il 2027, per garantire visibilità operativa e stabilità nei margini. Infine, gli investitori potrebbero orientarsi verso operatori con un backlog elevato e già client-committed, ossia ordini confermati e finanziariamente vincolati da parte dei clienti, e con un mix produttivo fortemente orientato alle unità superiori ai 50 metri. Tra gli indicatori chiave da monitorare rientrano la capacità di convertire ordini in cassa (cash conversion) e l'andamento della pipeline nel segmento del refit. Un caso esemplare è rappresentato da Sanlorenzo, che nel 2024 ha riportato ricavi da nuovi yacht per 930,4 milioni di euro e un backlog client-committed pari all'88% del portafoglio ordini (fonte: sanlorenzoyacht.com).

**CONCLUSIONI**

Il mercato dei superyacht nel 2025 si è normalizzato dal picco 2021–22, ma resta solido: l'usato tiene e si ingrandisce, mentre l'offerta nuova cresce tramite progetti speculativi (soprattutto 30–40 metri). Nei >50 metri persiste scarsità strutturale. Le leve critiche nei prossimi 12–18 mesi saranno: (i) gestione dell'inventario speculativo (imbarcazioni costruite senza un acquirente già definito, ma progettate per essere vendute una volta completata o durante la fase finale di costruzione) e dei tempi di consegna, (ii) de-risking geopolitico e commerciale, (iii) innovazione sostenibile come fattore di difesa dei prezzi e di assorbimento della domanda. La traiettoria più probabile è uno scenario base di volumi stabili o lievemente inferiori sul nuovo e valori difesi negli >50 metri, con upside legato a sentiment finanziario e adozione “green”, e downside connesso a shock macro/tariffari.

| TABELLA 1- MATRICE DI INCOERENZA                   |           |           |           |
|--|-----------|-----------|-----------|
| Legenda: +1 coerente, 0 indifferente, -1 contrario |           |           |           |
| Indicatore (2025)                                  | Ipotesi A | Ipotesi B | Ipotesi C |
| Disponibilità nuovi in vendita (circa 32% di 691)  | +1        | 0         | +1        |
| Vendite usato gennaio – luglio stabili             | +1        | +1        | -1        |
| Gt transata usato +8% (93.5k Gt)                   | +1        | +1        | -1        |
| Calo lieve ordini Gob 2025 vs 2024                 | +1        | -1        | +1        |
| Innovazioni green (fuel cell/ibrido)               | 0         | +1        | 0         |
| Tariffe/commercio Usa/Eu inasprite                 | -1        | -1        | +1        |
| Slot limitati >60 m                                | +1        | +1        | 0         |
| Refit in crescita e capacità Me/Usa/Ee             | +1        | +1        | 0         |

Fonti: MYS Market Report 2025; BOAT International GOB 2025; news/analisi citate

# La resilienza del pedone

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

C'era un'aria di frizzante tensione allo Sherman Square Hotel, quel 23 ottobre 1918. Mentre nel resto di New York infuriava l'epidemia di Spagnola e i poliziotti indossavano mascherine (antesigiane di quelle viste nella recente pandemia), multando chi non tossiva o starnutiva nei fazzoletti o i venditori di bibite che non pulivano adeguatamente i loro bicchieri, in un salone dell'hotel, sede del Manhattan Chess Club, stava per svolgersi una sfida epocale che aveva richiamato appassionati di scacchi anche da fuori città. Frank James Marshall, campione nazionale americano in carica, aveva sognato per anni la rivincita contro il genio cubano José Raúl Capablanca. Esattamente dal 1909, quando aveva subito una cocente sconfitta dal giovanissimo avversario: otto vittorie contro una e 14 patte. Da allora lo statunitense aveva elaborato nella sua mente ogni possibile scenario per prendersi la rivincita contro quell'astro nascente del firmamento scacchisti-

co che sembrava invincibile. Al giocatore caraibico toccò la prima mossa col bianco.

L'apertura fu una classica partita spagnola, così definita perché teorizzata a metà del '500 dall'ispanico Ruy López: una soluzione che i due avevano già giocato in altri match da rivali. Sin dall'inizio i pezzi neri di Marshall, che aveva uno stile di gioco particolarmente aggressivo, si riversarono con forza nel territorio avversario, creando minacce multiple contro il re bianco. Molti giocatori, così come un investitore innanzi alle turbolenze dei mercati, di fronte a un attacco così violento avrebbero ceduto al panico. Non così Capablanca. Elegantissimo nel suo vestito confezionato a Savile Row, con la cravatta, sua grande passione, scelta con cura e sempre all'ultima moda, rimase tranquillo al tavolo da gioco.

## SILENZIOSA PERSEVERANZA

Così, mentre l'attacco del contendente (il celebre 'Marshall Attack') si esauriva,

“*I grandi maestri fanno che spesso vale la pena investire diversi tempi per migliorare gradualmente la posizione, piuttosto che cercare combinazioni spettacolari, ma premature. La finanza personale segue la stessa logica temporale*”

la risposta del bianco arrivò al momento giusto e fu molto più devastante. Il finale riservò all'americano una sorpresa inaspettata: un pedone che aveva oltrepassato le sue difese risultò la migliore risorsa dell'intero scontro. Quel modesto soldato bianco, apparentemente isolato, ma protetto dalla sua torre, avanzò metodicamente un passo alla volta, mentre alfiere e donna tenevano occupato il re

\* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

\*\* Consulente finanziario iscritto all'Albo.

Il presente scritto è frutto di letture, studi e confronti tra gli autori. Il risultato impegna esclusivamente i medesimi, senza coinvolgere né rappresentare le aziende per cui lavorano.



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

nemico dall'altra parte della scacchiera, creando così una perfetta diversione strategica. Marshall, il maestro dell'attacco fulmineo, si ritrovò paradossalmente impotente di fronte alla lenta ma implacabile marcia del pezzo di Capablanca. La partita, che aveva preso vita con esplosioni tattiche spettacolari, si spense nella fredda certezza matematica di una promozione inevitabile del pedone



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

bianco una volta giunto nell'ottava casa, costringendo il nero all'abbandono. Quella vittoria segnò l'intonazione di tutto il torneo: il cubano chiuse con nove vittorie e nessuna sconfitta! Ma, al di là del risultato, quell'incontro, divenuto presto storico ed esemplare, cristallizzò una verità senza tempo degli scacchi: frequentemente è il pezzo più umile a decidere il destino della batta-

glia, dimostrando che la grandezza non sta sempre nella potenza apparente, ma nella perseveranza silenziosa.

### UN'APPARENTE DEBOLEZZA

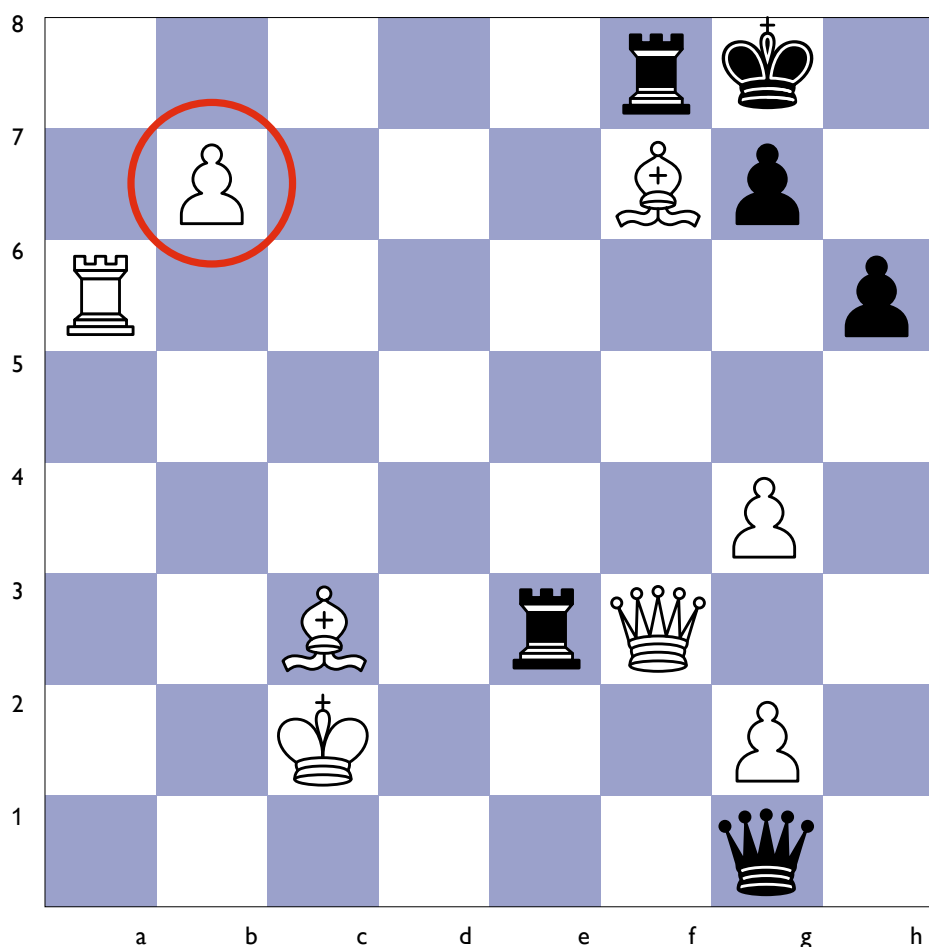
Nella dinamica di una partita a scacchi, mentre regine, alfieri e torri si muovono con gesti ampi e spettacolari, i semplici pedoni avanzano, al contrario, un passo alla volta. Apparentemente meno importanti, questi piccoli pezzi nascondono un potere che sovente sfugge al giocatore inesperto: la capacità di trasformare completamente l'equilibrio della contesa attraverso posizione, pazienza e perseveranza.

Così nella finanza personale, in cui il piccolo risparmiatore, come su un'immaginaria scacchiera, può raggiungere traguardi straordinari con mosse apparentemente modeste, ma costanti nel tempo. Il pedone, con il suo movimento limitato e la sua posizione di partenza in prima linea, sembra destinato al sacrificio. Eppure, proprio questa apparente vulnerabilità nasconde la sua vera forza ovvero l'impossibilità di tornare indietro: ogni sua mossa è un impegno definitivo, una scelta che plasma irreversibilmente la struttura della sfida.

Similmente, ogni euro risparmiato rappresenta una scelta consapevole di rinunciare al consumo immediato in favore di un obiettivo futuro. Come il pedone che non può più retrocedere, il denaro investito saggiamente ci allontana dalla tentazione della spesa impulsiva, costruendo passo dopo passo un patrimonio solido. Il piccolo risparmiatore, guardato spesso con condiscendenza dai grandi speculatori per le sue "modeste" disponibilità, incarna la stessa nobile perseveranza. Nel momento in cui altri si lanciano all'inseguimento di profitti immediati attraverso azzardi temerari, chi risparmia con disciplina forgia la propria solidità finanziaria con l'identica determinazione del pezzo "minore" che marcia, imperturbabile, verso la sua metamorfosi in un pezzo "maggiore".

### LA FORZA DEL TEMPO

Le torri, con i loro movimenti lineari e potenti, possono dominare intere colonne e traverse. Gli alfieri tagliano diagonalmente lo spazio con eleganza letale. Questi pezzi maggiori incarnano l'appeal



della speculazione finanziaria: movimenti ampi, guadagni immediati, il fascino dell'azione decisiva. Tuttavia, proprio la loro potenza può diventare una trappola, poiché, quando non è governata dalla strategia, può trasformarsi in debolezza. Lo speculatore che insegue il colpo di fortuna che promette rendimenti immediati replica l'errore strategico di chi continuamente muove i pezzi maggiori senza una visione d'insieme, creando vulnerabilità strutturali che il mercato inevitabilmente sanziona.

### UNA LEZIONE STRATEGICA

La vera lezione strategica emerge dalla combinazione: i pezzi maggiori sono più efficaci quando supportati da una solida struttura "pedonale", così come gli investimenti più rischiosi funzionano meglio quando poggiano su una base di risparmi solidi e diversificati. Negli scacchi, infatti, ogni mossa costa un "tempo", un turno prezioso che non può essere recuperato. I grandi maestri sanno che spesso vale la pena investire diversi tempi per migliorare gradualmente la posizione, piuttosto che cercare combinazioni spettacolari, ma premature.

La finanza personale segue la stessa logica temporale. Warren Buffett, non a caso appassionato di scacchi, ha sempre sottolineato che «il tempo è l'amico dell'investimento meraviglioso e il nemico dell'investimento mediocre». Analogamente al pedone che guadagna terreno mossa dopo mossa, l'investitore paziente sfrutta il tempo come moltiplicatore naturale del proprio capitale, mentre attraverso il meraviglioso meccanismo dell'interesse composto un piccolo capitale reinvestito subisce una metamorfosi silenziosa.

L'errore più comune, sia sulla scacchiera, sia sui mercati finanziari, è la fretta. Il desiderio di risultati immediati porta a mosse avventate: un pezzo spinto in là troppo velocemente diventa vulnerabile, il capitale investito senza strategia diventa perdita. E così la routine del risparmio mensile si trasforma nell'arma segreta di chi sa aspettare costruendosi un futuro al momento non visibile, ma più sicuro.

### STRUTTURA E POSIZIONE

Un principio fondamentale degli scacchi moderni è che la struttura dei pedoni determina la natura della posizione.

Una volta mossi, essi creano debolezze e forze permanenti che influenzano l'intera partita: quando sono isolati possono diventare un bersaglio, ma se sono concatenati possono trasformarsi in una fortezza inespugnabile. In modo analogo la struttura del portafoglio finanziario (quella costruita con piccoli versamenti regolari e diversificazione) determina la resilienza complessiva dell'investimento. Come una catena che si autoprottegge, investimenti distribuiti tra settori e strumenti differenti creano una difesa naturale contro le turbolenze del mercato. Il risparmiatore metodico che lo fa con disciplina costruisce quello che in finanza si definisce un "portafoglio bilanciato", replicando in questa maniera la solidità strategica di una formazione di pezzi ben strutturata che controlla il centro della scacchiera.

### UNA BELLEZZA PARTICOLARE

C'è una bellezza particolare nelle partite vinte attraverso il gioco cosiddetto posizionale: non combinazioni spettacolari, ma miglioramenti graduali che rendono la posizione avversaria insostenibile. Il pedone che avanza protetto, la regina che trova la casa perfetta, l'armonia tra tutti i pezzi che collaborano per un obiettivo comune; nel risparmio e negli investimenti esiste la stessa eleganza: non serve il colpo di genio o l'intuizione del secolo! Serve piuttosto la disciplina del versare regolarmente, la saggezza di non farsi prendere dallo smarrimento durante le crisi, la pazienza di aspettare che il tempo faccia il suo lavoro. È la logica che sottende ai piani di accumulo, che andrebbero incentivati, particolarmente per il loro valore educativo.

Nei finali di partita, infine, quando la scacchiera si svuota dei pezzi maggiori, i pedoni rivelano il loro autentico potere. Spesso il match che sembrava perduto si trasforma in vittoria attraverso la promozione dell'ultimo soldato rimasto. Per questo c'è un bisogno fondamentale di pianificazione finanziaria a lungo termine, soprattutto in un'epoca in cui si tende a privilegiare il "qui e ora" a scapito della costruzione paziente del domani. Cresciute nell'era del digitale, in cui tutto è accessibile con un click, sono soprattutto le giovani generazioni che si trovano più volte intrappolate nell'illusione che anche

il successo finanziario debba essere immediato.

L'investimento in criptovalute senza basi adeguate, il trading speculativo, la ricerca del "colpo grosso": tutto riflette questa mentalità del presente perpetuo che ignora la forza silenziosa dell'accumulo graduale.

### IL VALORE DELLA LENTEZZA

Al termine della vita lavorativa attiva, poi, allorché cessano i flussi reddituali principali, la propria sostenibilità finanziaria dipende interamente dal patrimonio incrementale costruito nel tempo attraverso sistematiche allocazioni di capitale. La previdenza complementare, le riserve liquide strategiche, i portafogli diversificati: ciascuno di questi strumenti rappresenta l'applicazione rigorosa del principio scacchistico della promozione graduale, con modeste ma costanti accumulazioni di valore che si trasformano progressivamente in risorse decisive per l'equilibrio patrimoniale futuro. Una lezione particolarmente ardua da apprendere per chi è abituato alla gratificazione istantanea dei social media e dell'economia dell'attenzione. In un mondo che celebra la velocità e l'immediato, scacchi e investimenti ci insegnano il valore controintuitivo della lentezza consapevole.

Ogni mossa del pedone, ogni piccola somma accantonata, rappresenta un atto di resistenza culturale: scegliere il futuro quando tutto intorno spinge verso il presente, accantonare laddove la società promuove il consumo immediato. Ed è proprio questo l'esempio che dovremmo offrire ai nostri giovani risparmiatori e ai giovani professionisti che si affacciano alla professione di consulente finanziario: non la rinuncia al presente, ma la saggezza di chi sa trasformare ogni piccolo gesto quotidiano in un mattone per costruire il proprio domani.

La prossima volta in cui osserverete una scacchiera ricordate: dietro ogni grande successo c'è molte volte un umile pedone che ha saputo resistere alle tentazioni del momento e aspettare il tempo giusto per rivelare il proprio potere. In fondo, sia negli scacchi, sia nella vita finanziaria, vince chi comprende che il vero successo non è avere tutto subito, ma possedere le risorse per potere scegliere liberamente domani.

### LA RIFORMA DEL TUF IN MATERIA DI MERCATI DEI CAPITALI – I GESTORI DI FIA SOTTO SOGLIA E LE SOCIETÀ DI PARTENARIATO

## Più trasparenza e competitività per il mercato dei capitali

di **Lorenzo Macchia**, Counsel di **Advant Nctm**

In esecuzione della delega contenuta nell'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (cosiddetta legge capitali) il consiglio dei ministri ha approvato, in esame preliminare, un decreto legislativo che come oggetto in particolare la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal Tuf e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile.

Tra le principali novità rappresentate nello schema di decreto si segnalano alcune modifiche in materia di gestione collettiva del risparmio che prevedono l'introduzione dei nuovi modelli di gestore di Fia sotto soglia registrato e delle società di partenariato con la conseguente abrogazione della disciplina delle società di investimento semplice (Sis).

Il legislatore aveva inizialmente manifestato l'intenzione di favorire lo sviluppo e la diffusione delle Sis, innalzando a 50 milioni di euro il limite per la raccolta di capitale presso il pubblico. Tale impostazione risulta oggi superata dalla riforma in commento e dall'introduzione di nuovi veicoli societari che rappresentano un'evoluzione delle società di investimento semplice.

#### SENZA UNA PREVENTIVA AUTORIZZAZIONE

Nello specifico i gestori di Fia sotto soglia, destinati a una vigilanza più snella e ridotta, potranno operare senza una preventiva autorizzazione della Banca d'Italia sostituita dalla più favorevole iscrizione presso un registro tenuto dalla stessa autorità. Sarà compito di quest'ultima disciplinare la procedura e la documentazione da trasmettere per la registrazione che si preannuncia, in ogni caso, semplificata e incentrata sulla verifica del rispetto da parte del gestore sotto soglia dell'assetto organizzativo e dei controlli adottati ai fini del rispetto della normativa antiriciclaggio e delle caratteristiche minime imposte dalla nuova normativa a tali veicoli.

A tale proposito il legislatore ha previsto che il regime di sola registrazione è ammesso per i gestori che prestano il servizio di gestione collettiva del risparmio in relazione ai Fia italiani chiusi e riservati il cui patrimonio è investito in attività diverse da crediti. Rimangono fermi gli obblighi dimensionali già oggi previsti per i gestori sotto soglia; per beneficiare del regime

“ Tra le principali novità rappresentate nello schema di decreto, si segnalano alcune modifiche in materia di gestione collettiva del risparmio che prevedono l'introduzione dei nuovi modelli di gestore di Fia sotto soglia registrato e delle società di partenariato con la conseguente abrogazione della disciplina delle società di investimento semplice (Sis) ”

agevolato, infatti, il valore totale delle attività dei Fia non deve superare 100 milioni di euro, ma la soglia può salire fino a 500 milioni di euro se i fondi non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per cinque anni dopo l'investimento iniziale.

#### CAMBIO DI ROTTA NECESSARIO

Il cambio di rotta da parte del legislatore nazionale è stato necessario e volto a rendere più competitivi i veicoli in esame all'interno del panorama comunitario dove quasi ovunque per i gestori sotto soglia è stato adottato, fin dall'entrata in vigore della direttiva Aifmd, il regime semplificato della mera registrazione. La Aifmd prevede, infatti, un regime di semplice registrazione per i gestori sotto soglia, ma consente agli stati membri di imporre requisiti più stringenti a livello nazionale. Come noto, in sede di recepimento della direttiva Aifmd l'Italia non ha optato per la soluzione agevolata, ma ha preferito adottare il regime autorizzativo e l'applicazione della vigilanza prudenziale e di trasparenza e correttezza, seppure con alcune semplificazioni regolamentari. Una novità assoluta, invece, è rappresentata dalle società di par-



tenariato per le quali sarà necessario adottare la forma di società in accomandita per azioni e il sistema di amministrazione e controllo con collegio sindacale.

### **L'OGGETTO SOCIALE ESCLUSIVO**

Tale veicolo dovrà avere come oggetto sociale esclusivo l'investimento collettivo nelle forme del private equity e del venture capital del patrimonio raccolto mediante offerta delle proprie azioni, di strumenti finanziari partecipativi, nonché mediante le ulteriori modalità di raccolta da definire specificamente nello statuto.

La stessa bozza di decreto si premura di delimitare la nozione di "private equity e venture capital", come l'attività che consi-

ste nell'investimento in imprese non quotate nei mercati regolamentati, attraverso strumenti di capitale, di debito, o altre forme simili, incluso l'investimento ulteriore nelle predette imprese successivamente all'eventuale ammissione delle stesse alla quotazione.

L'utilizzo di veicoli snelli e duttili per la gestione collettiva del risparmio, la possibilità di investire nelle forme del private equity e venture capital, in linea con quanto a suo tempo previsto dalla legge delega, hanno l'obiettivo dichiarato di migliorare la competitività del mercato di capitali italiano con l'allocatione delle risorse degli investitori nazionali ed esteri a favore del tessuto imprenditoriale. Sarà importante, in ogni caso, monitorare l'evoluzione della disciplina a livello regolamentare.



# Il debito immobiliare: una leva strategica tra stabilità e rendimento

a cura di Arianna Cavigioli

Nel panorama degli investimenti immobiliari, il debito è spesso considerato una componente di supporto, per di più poco dinamica. Ciò nonostante, negli ultimi anni, questa asset class ha guadagnato centralità nei portafogli degli investitori istituzionali, grazie alla sua capacità di coniugare protezione del capitale e ritorni interessanti. Ne parla **Stefano Lombardo**, head of debt funds di **Generali Real Estate Sgr**, per una lettura aggiornata del mercato e delle sue prospettive.

### Qual è oggi il ruolo del debito immobiliare nei portafogli degli investitori istituzionali?

«Il real estate debt si sta affermando come un complemento strategico nei portafogli degli investitori istituzionali europei. Posizionato tra il reddito fisso tradizionale e l'equity immobiliare, offre un mix equilibrato di rischio e rendimento. La presenza di asset reali a garanzia e la natura ricorrente dei flussi lo rendono particolarmente adatto a investitori istituzionali in cerca di stabilità, senza rinunciare a una remunerazione competitiva. È quindi una forma di investimento che unisce concretezza e prevedibilità, due qualità molto apprezzate in contesti di mercato incerti».

### Come si è evoluto il mercato del real estate debt negli ultimi anni?

«Negli ultimi cinque anni, l'aumento dei tassi d'interesse ha profondamente trasformato le dinamiche del settore. Se prima della pandemia il credito era abbondante e le strutture di finanziamento tendevano a essere più flessibili e aggressive, oggi il contesto è radicalmente cambia-

to, soprattutto con riferimento ad alcune asset class. Gli alternative lender si muovono in un ambiente più selettivo, dove prevalgono approcci conservativi e una maggiore attenzione al profilo rischio/rendimento. Prevediamo che la competizione per operazioni di elevata qualità continui a esercitare una certa pressione sui margini, soprattutto nei segmenti più core del mercato. In questo scenario, la disciplina e la capacità di analisi diventano elementi distintivi per chi vuole operare con successo».

### Quali sono le prospettive per i prossimi anni?

«Siamo all'inizio di una nuova fase per il mercato immobiliare. Dopo una correzione dei valori ormai in larga parte assorbita, si intravedono segnali di ripresa. Il 2024 ha già mostrato un aumento significativo delle operazioni concluse rispetto all'anno precedente e ci aspettiamo che questa tendenza positiva prosegua sino alla fine del 2025, anche grazie a un possibile allentamento delle politiche monetarie restrittive. Parallelamente, cresce l'attività di rifinanziamento, che apre nuove opportunità per i lender con capitale solido, visione strategica e competenze specialistiche. In questo contesto, la capacità di unire flessibilità operativa e rigore creditizio sarà decisiva».

### Che impatto avrà la nuova regolamentazione?

«L'introduzione di Basilea IV rappresenta un punto di svolta. Le nuove regole impongono requisiti patrimoniali più severi alle banche tradizionali, con il rischio di una riduzione della loro capacità di erogare



**STEFANO LOMBARDO**  
head of debt funds  
Generali Real Estate Sgr

credito, soprattutto nei segmenti “value add” e sviluppo. Ciò apre spazi importanti per i finanziatori alternativi, che potranno assumere un ruolo sempre più centrale nel sistema, offrendo soluzioni diversificate e colmando il gap lasciato dalle banche tradizionali».

### Quale ruolo ha e come si valuta il rischio nel debito immobiliare?

«Anche nel debito, il rischio è un parametro fondamentale, ma viene gestito con logiche diverse rispetto all'equity. Il livello di rischio dipende, sia dal progetto sottostante, sia dal ranking del finanziamento nella struttura del capitale, differenziando, ad esempio, tra prestiti senior e mezzanini. Un altro aspetto importante di mitigazione del rischio è senza dubbio la capacità di diversificazione. Infatti, operare su scala europea consente di costruire portafogli diversificati, capaci di adattarsi alle diverse fasi del ciclo economico e alle specificità locali, bilanciando efficacemente rischio e rendimento».

# Bond, l'irripidimento della curva persiste

a cura di Pinuccia Parini

Fondi&Sicav ha incontrato, **Annalisa Piazza**, fixed income portfolio manager di **Mfs Im**, cui ha chiesto alcune considerazioni sull'asset class obbligazionaria.

#### Qual è lo scenario di base che il mercato del reddito fisso sta prezzando?

«Ritengo che il mercato stia scontando un soft landing: uno scenario complessivamente benigno, ma con i rischi di coda che si sono ampliati come mai è successo negli ultimi 20 anni. Questo aspetto, indicatore di un'incertezza in crescita, ci induce a essere più inclini ad adottare politiche d'investimento flessibili, con un approccio molto attivo e selettivo».

#### L'incertezza è un fattore negativo per chi investe?

«Non necessariamente, perché genera opportunità. Ma non si può ignorare il cambiamento strutturale che c'è stato dopo la pandemia: le politiche fiscali, in particolare nelle economie avanzate, hanno assunto un ruolo molto più importante rispetto al passato, tanto da influenzare anche l'andamento dei cicli economici, che sono diventati meno altalenanti. Ma lo spettro degli stimoli da parte dei vari governi presenta al suo interno alcune differenze. Da un lato c'è la Germania che ha varato un pacchetto fiscale di 500 miliardi di euro, spalmato su 10 anni: un vero e proprio strumento per potere realizzare importanti cambiamenti strutturali nel tessuto economico del Paese. Dall'altro, ci sono gli Stati Uniti che continuano con le loro misure fiscali espansive, nonostante non ce ne sia una vera e propria necessità: la crescita americana rimane relativamente robusta, nonostante il rallentamento del mercato del lavoro (i dati, però, sono contrastanti), i consumi privati salgono e il reddito disponibile rimane stabile in termini reali».

#### Perché la curva obbligazionaria si è irripidita?

«L'irripidimento della curva dei rendimenti di quest'anno, prendendo come riferimento il caso degli Stati Uniti, è stata provocata da due componenti: i titoli a cinque anni hanno fatto bene, perché hanno prezzato un tasso terminale della Fed al di sotto del 3%, mentre quelli a 20-30 anni scontano un aumento dell'offerta di obbligazioni per finanziare la politica fiscale espansiva e dalla maggiore incertezza sull'indipendenza delle istituzioni americane. A nostro modo di vedere, questo sarà un tema persistente anche nel 2026».

#### Riguarderà anche l'Europa?

«Riteniamo di sì, anche per una serie di fattori tecnici che sono presenti sul mercato. Il mio riferimento è alla nuova normativa che riguarda i fondi pensione nei Paesi Bassi, che dovrebbe provocare un ribilanciamento delle posizioni dalle scadenze più lunghe a quelle intermedie dei titoli obbligazionari. Anche questo è un rischio di coda che potrebbe essere già stato prezzato dal mercato, ma anche creare ulteriore volatilità».

#### A che cosa fa riferimento?

«I fondi pensione olandesi, già dallo scorso anno, hanno annunciato che avrebbero dovuto rivedere le loro politiche di hedging (copertura delle passività), perché il sistema pensionistico passerà da retributivo a contributivo. Ciò comporta un cambiamento delle coperture nei portafogli passando dai titoli trentennali a quelli tra 10 e 15 anni, un periodo che rappresenta, in linea di massima, la vita residua dei contribuenti. Le cifre in questione sono consistenti ed è atteso che il riposizionamento dei portafogli si concluda entro il 2027».



**ANNALISA PIAZZA**  
fixed income portfolio manager  
MFS IM

#### Quindi vi attendete che l'attuale pendenza delle curve obbligazionarie continui?

«Ci attendiamo che potranno rimanere relativamente ripide, non perché ci aspettiamo un ulteriore rally della parte a breve (non ci attendiamo che i Fed Fund arrivino al 2,5-2%), ma proprio l'incertezza peserà sulle scadenze più lunghe. Inoltre, c'è un altro fattore che attualmente non è preso in considerazione dal mercato: una ripresa dell'inflazione. L'inflation risk premium, ossia il rendimento aggiuntivo di un investimento che compensa la perdita prevista del potere d'acquisto dovuta all'inflazione, è ancora molto limitato. Infatti, la curva dell'inflation swap negli Usa è invertita: il titolo a 2 anni sconta un'inflazione media intorno al 3,2% e le emissioni a 5-10 anni circa il 2,5%. L'inversione della curva è quindi di 70 punti, un inflation risk premium molto contenuto. Se nei primi mesi del prossimo anno si dovessero vedere gli effetti del One Big Beautiful Bill e gli americani rafforzassero i loro consumi privati, l'inflazione potrebbe salire provocando in questo modo un aumento del premio al rischio anche sulle scadenze più lunghe. E non si tratterebbe di un effetto una tantum, ma destinato a durare più a lungo».

#### Come state operando sui vostri portafogli?

«Manteniamo una gestione molto attiva e selettiva. Per fare un esempio, sul mercato americano acquistiamo il Treasury decennale sopra il 4,3% di rendimento e lo vendiamo intorno al 4%. Per quanto riguarda il credito, abbiamo aumentato il profilo di rischio dei portafogli dopo il 2 aprile, mentre ora stiamo prendendo profitto e preferiamo riposizionarci sui settori più difensivi».

# Giacomo Balla, il signore della luce

di Emanuela Zini



Giacomo Balla, *Dei Viventi; La piazza, 1905*, olio su tela, cm 174,7 x 115  
Roma, Galleria Nazionale d'Arte Moderna e Contemporanea  
GNAMC/foto di Alessandro Vasari  
© Giacomo Balla, by SIAE 2025

Parma si trasforma in capitale del Futurismo con una mostra-evento dedicata a uno dei maestri più rivoluzionari del '900: Giacomo Balla. Al Palazzo del Governatore, fino ai primi mesi del 2026, va in scena "Giacomo Balla. Un universo di luce", una retrospettiva senza precedenti che riunisce per la prima volta fuori da Roma oltre 60 opere provenienti dalla Galleria nazionale d'arte moderna e contemporanea (Gnamc). Considerato da molti il "Leonardo da Vinci del XX secolo", Balla ha consacrato la sua vita alla sperimentazione della luce come materia artistica. Pittore, innovatore e teorico, è stato tra i protagonisti del Futurismo italiano, movimento che ha rivoluzionato la percezione di spazio, tempo e modernità.

## BALLA E IL FUTURISMO

Il Futurismo, nato in Italia nel 1909 con il Manifesto di Filippo Tommaso Marinetti, fu molto più di una semplice corrente artistica: rappresentò una vera rivoluzione culturale e spirituale. Gli artisti futuristi, tra i quali Umberto Boccioni, Carlo Carrà, Luigi Russolo e Giacomo Balla, si proposero di spezzare i legami con il passato e di celebrare la moderni-

tà, la velocità, la macchina, l'energia urbana e il progresso tecnico come nuovi simboli del tempo presente. Attraverso linee dinamiche, colori puri e forme in movimento, il Futurismo cercava di rappresentare la simultaneità della vita moderna, di catturare l'essenza del ritmo contemporaneo. In questo contesto Giacomo Balla fu una figura chiave, capace di coniugare rigore scientifico e intuizione poetica. Nato a Torino nel 1871, formatosi a Roma, Balla iniziò con opere di impronta divisionista, attente agli effetti della luce naturale. Ma presto andò oltre: nei suoi studi sulla scomposizione cromatica e sul moto delle figure, la luce divenne un elemento autonomo, vivo, pulsante. Per lui la luce non era più soltanto un mezzo per vedere, ma una materia spirituale, un principio vitale capace di raccontare la trasformazione del mondo. Il suo laboratorio di via Oslavia, a Roma, fu un esempio concreto di questa visione: un'opera d'arte totale, dove ogni oggetto, dai mobili ai tendaggi, dalle lampade ai quadri, esprimeva il dinamismo della modernità.

Balla fu anche un maestro e un teorico. Con la pubblicazione dei manifesti futuristi dedicati alla pittura e con i suoi esperimenti



Giacomo Balla, *Espansione dinamica + velocità N. 9*, 1913 circa, olio su carta su tela, cm 64 x 107,2  
Roma, Galleria Nazionale d'Arte Moderna e Contemporanea, GNAMC/foto di Alessandro Vasari  
© Giacomo Balla, by SIAE 2025

sulla velocità, la compenetrazione e le “linee di forza”, aprì la strada a un nuovo linguaggio visivo che avrebbe influenzato generazioni di artisti europei.

La sua ricerca, fatta di luce, colore e movimento, non si limitò alla tela: invase la moda, la scenografia, la grafica e persino il design, anticipando le avanguardie del dopoguerra e l'arte cinetica contemporanea. La sua eredità è quella di un visionario che, attraverso la scienza e la bellezza, cercò di dare forma all'energia stessa della vita.

## TRA LUCE, FORMA E VELOCITÀ

Curata da **Cesare Biasini Selvaggi** e **Renata Cristina Mazzantini**, e realizzata dal Comune di Parma insieme alla Gnamc con il sostegno di Fondazione Cariparma e Regione Emilia-Romagna, la mostra propone un viaggio completo nell'universo creativo di Balla. All'interno delle sale del Palazzo del Governatore, il pubblico può ammirare l'intera collezione Balla della Gnamc, la più ampia raccolta pubblica dell'artista, composta da 42 dipinti e 23 disegni. Un corpus unico, donato in gran parte dalle figlie dell'artista, Elica e Luce Balla, che permette di ripercorrere tutte le fasi della sua produzione: dal realismo sociale e divisionista alle straordinarie composizioni futuriste, fino alla pittura lirica e spirituale degli anni '40. L'allestimento, con effetti trompe l'oeil e giochi luminosi che ricordano la casa-studio dell'artista, guida lo spettatore in un viaggio immersivo tra forme,

dinamismo e colore, esaltando quella “luce impastata nei colori” che Balla inseguì per tutta la vita.

## IN 13 SALE E 17 SEZIONI

Il percorso espositivo, articolato in 13 sale e 17 sezioni tematiche, segue un ordine cronologico che attraversa tutta la carriera dell'artista. Dai primi esperimenti divisionisti, come “La Madre e Fallimento”, al celebre ciclo Dei Viventi, dove Balla rappresenta con empatia “gli ultimi” della società moderna, fino ai capolavori del Futurismo come “Velocità astratta + rumore” e “Compenetrazioni iridescenti”. Proprio queste ultime, le “astrazioni geometriche della luce”, sanciscono il ruolo di Balla come pioniere dell'arte astratta europea. I suoi studi sul movimento delle rondini, sulle linee di forza e sulle “velocità dinamiche” hanno ispirato generazioni di artisti, dal dopoguerra all'arte cinetica contemporanea. Tra i pezzi più affascinanti figurano anche i lavori del ciclo “Dimostrazioni interventiste” (1915), realizzati durante la Prima guerra mondiale, e le opere più tarde come “La fila per l'agnello” (1942) e “Un'onda di luce” (1943), in cui la sperimentazione cromatica si intreccia con la memoria personale e la tragedia del conflitto.

## I RETRI DELLE OPERE

Uno degli aspetti più innovativi della mostra è la sezione dedicata ai retri delle opere, frutto di una campagna fotografica e diagno-

stica condotta dalla Gnamc. Queste analisi hanno rivelato schizzi, annotazioni e tracce di colore che raccontano il processo creativo di Balla.

Nel retro di “I malati” (1903), ad esempio, è riportata una vera e propria diagnosi medica, mentre dietro “Nello specchio” (1902) è stato scoperto un ritratto inedito, identificato come “Erasmus il falegname”.

## VIDEO IMMERSIVO

L'esperienza si arricchisce con un video immersivo in realtà aumentata dedicato all'opera “Villa Borghese – Parco dei Daini”, ricostruita digitalmente con il supporto dell'intelligenza artificiale. Il progetto, firmato da Made in Tomorrow srl, consente di esplorare il grande polittico originario, impossibile da trasferire per motivi conservativi. Il percorso si conclude con la proiezione del film-documentario “Balla. Il Signore della Luce” di Eleonora Zamparutti e Piero Muscarà (produzione Arte.it Originals), che restituisce la figura di Balla nella sua dimensione più umana e visionaria.

## IL DIALOGO CON TRE ARTISTI

Accanto alle opere storiche, il progetto espositivo apre un dialogo con tre artisti contemporanei (MP5, Elena Ketra e Vincenzo Marsiglia), invitati a reinterpretare l'eredità futurista di Balla. MP5 accoglie i visitatori con un grande wall painting in bianco e nero che traduce in segno e movimento il concetto di energia vitale, mentre Elena Ketra presenta “Utereyes Future”, un'opera-manifesto che riflette sul corpo femminile come fonte di forza e consapevolezza.

La sera, la Torre del Palazzo del Governatore si trasforma, grazie all'installazione luminosa di Vincenzo Marsiglia, Immersive Emotional Stars, che proietta sulla facciata giochi di luce e colore in omaggio alla visione dinamica di Balla.

## LA LUCE CHE NON SI SPEGNE

“Giacomo Balla. Un universo di luce” è un vero viaggio nel cuore dell'avanguardia italiana. Attraverso dipinti, disegni, video e installazioni contemporanee, l'esposizione restituisce l'immagine di un artista che ha saputo anticipare il futuro e trasformare la luce in linguaggio universale.

# Ragazze, c'è un cambiamento in corso

di Pinuccia Parini



«Da oltre trent'anni dedico la mia vita alla ricerca su una malattia neurodegenerativa ereditaria, la Còrea di Huntington. L'Italia è disseminata di storie di ricerca e di passione simili alla mia. Questo volume è il racconto di storie di scienza, di studiose e delle loro domande. Attraverso le voci delle protagoniste accompagnerò i lettori nell'esplorazione di ambiti di studio molto diversi, dalle lingue antiche all'astrofisica, passando per la vita degli scimpanzé, con l'obiettivo di accrescere la consapevolezza collettiva sul contributo delle tante scienziate alla crescita culturale, scientifica, sociale del paese. Credo che le storie tracciate in questo libro rappresentino una rivoluzione in corso, l'inizio di un cammino che libererà le ragazze da zavorre e pregiudizi che in passato ne hanno impedito o rallentato i percorsi di emancipazione. Una rivoluzione in cui si moltiplicano quei modelli di riferimento che sono mancati a tante ragazze di ieri, ma che mi auguro possano aiutare quelle di oggi e di domani a realizzare in pieno le loro aspi-

razioni». Queste sono le parole di **Elena Cattaneo**, scienziata di fama internazionale, docente di farmacologia all'**Università Statale di Milano** e **senatrice a vita** dal 2013, usate per introdurre il suo libro "Scienziate, storie di vita e di ricerca", dove 10 donne raccontano sé stesse e la loro storia professionale. Fondi&Sicav ha avuto l'opportunità di ascoltare la presentazione dell'opera in occasione di un incontro organizzato da Arca Sgr lo scorso ottobre, presenti oltre all'autrice, alcune delle scienziate protagoniste.

## DONNE INDIPENDENTI

Elena Cattaneo è una donna determinata, cresciuta con la consapevolezza, alimentata dall'educazione ricevuta in famiglia, che è attraverso l'impegno e la dedizione che si possono ottenere dei risultati. "Si può fare" è lo spirito d'animo con cui ha percorso tutta la sua carriera e, probabilmente, la sua vita. Il messaggio che vuole trasmettere, soprattutto alle giovani donne, è quanto sia impor-

tante avere una professione per affermare la propria indipendenza.

Sensibile alle questioni di genere, attraverso quest'opera Cattaneo ha voluto raccogliere le testimonianze di alcune eccellenze italiane al femminile, puntare un faro sull'ampio gruppo di donne che spesso rimane in ombra, ma che dà un contributo significativo a migliorare la nostra esistenza. Sono storie di donne di oggi, che vivono le condizioni economiche, sociali, culturali, politiche contemporanee e riescono comunque a "stare in piedi", a raggiungere i propri obiettivi.

Questo libro è un altro modo di fare emergere la questione della disparità di genere e dimostrare, di fatto, che non esistono predisposizioni innate. C'è un condizionamento culturale di fondo che permea anche il genere femminile e produce nella società una divisione dei ruoli, attribuendo le competenze a monte, in base al patrimonio genetico: «Non c'è nulla nella scienza che possa essere precluso a una donna o a un uomo in quanto tali». Viviamo ancora in una società dove gli stereotipi continuano a essere riproposti e a condizionare l'esistenza: sono difficili da sradicare, ma possono essere superati con un approccio culturale ed educativo diverso. Ancora una volta "Si può fare" è il motto che sottende le considerazioni che emergono dai racconti.

Le testimonianze delle scienziate presenti nel libro dimostrano che il "soffitto di cristallo" si può rompere, ma è necessario essere consapevoli della sua esistenza. E da questo punto di vista Elena Cattaneo ammette di non avere colto, perché mai subita in prima persona, la discriminazione di genere nell'ambito in cui ha operato. È stato un errore, da lei stessa definito "madornale", pensare di percepire l'esistenza di un problema partendo dalla propria esperienza. Per comprendere che cosa sia il "gender gap", argomenta la scienziata, è necessario studiarlo con un approccio analitico, scientifico: sapere fare le domande e poi effettuare un esperimento sulla base dei dati raccolti. Elena Cattaneo è andata a caccia di queste ricerche e ha scoperto che «la discriminazione di genere è in ogni atomo di ossigeno che respiriamo». Ed è proprio questa consapevolezza che, probabilmente, è maturata una delle diverse motivazioni che l'hanno

spinto a scrivere "Scienziate, storie di vita e di ricerca".

## **DONNE ECCEZIONALI E COMUNI**

A Elena Cattaneo piacciono le storie perché ritiene che da queste ultime si possa trarre insegnamento. Dietro ogni obiettivo raggiunto c'è la vita di una persona, la sua fatica, la sua passione e i suoi fallimenti. È con questo spirito che ha raccolto le testimonianze delle 10 scienziate, per capire che cosa avesse spinto le singole protagoniste a muovere i loro passi in una determinata direzione.

Perché **Alessandra Mascaro**, scienziata all'Università di Torino, ad esempio, avesse deciso di andare nel Gabon a studiare le abitudini degli scimpanzé e scoprire che curano le loro ferite con gli insetti. Nata in provincia di Lamezia Terme, amante della natura sin da giovane, Mascaro segue un percorso universitario che la porta per la prima volta in Africa, dove sperimenta che cosa significhi vivere in una foresta. Poi entra in contatto con il Loango Chimpanzee Project nel Gabon, dove si studiano i diversi aspetti comportamentali e delle dinamiche sociali e demografiche della comunità di scimpanzé, un luogo che Mascaro definisce meraviglioso. È un paradiso in terra, dove gli animali arrivano sino sulla costa per trovare del cibo. Le sue scoperte sono state straordinarie, così come lo spirito che la guida: l'importanza di inseguire sempre i propri sogni e non abbattersi mai, neanche di fronte agli ostacoli.

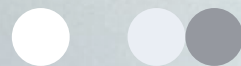
**Maria Giovanna Durante**, invece, è una scienziata all'Università della Calabria, che ha rivoluzionato gli standard nell'ambito dell'ingegneria civile, tanto che negli Stati Uniti il "modello Durante", ossia gli standard di progettazione in zona sismica delle opere di sostegno, è entrato ufficialmente nelle linee guida. Ingegnera geotecnica sismica, Durante ha studiato in Italia, per poi trasferirsi alla University of California e, successivamente, alla University of Texas. La sua storia rientra nella purtroppo triste casistica dei "cervelli che fuggono dall'Italia all'estero" e che trovano difficoltà quando vogliono rimpatriare. Durante, infatti, è una studiosa che ha voluto ritornare "a casa", nella sua terra d'origine, la Calabria, e c'è riuscita con non poche difficoltà: lo ha reso possibile una borsa di studio europea che le ha permesso di entrare all'Università della

Calabria e continuare la sua ricerca, peraltro in un territorio altamente sismico. La sua vicenda mostra un paese, l'Italia, incapace di valorizzare le competenze in ambito universitario e di offrire prospettive a chi ha talento che potrebbe mettere a frutto sul nostro territorio.

**Alessandra Gentile**, scienziata all'Università di Catania, è un'arboricoltrice. Insieme ad altri ricercatori ha sequenziato il codice genetico del limone, varietà "Femminello Siracusano"; lo studio è stato realizzato dall'Università di Catania e dalla Fondazione Edmund Mach e ha fornito informazioni utili per l'agronomia e con diverse ricadute sul settore produttivo limonicolo, per l'individuazione dei geni di resistenza per la malattia del mal secco che distrugge il frutto dal 1900. Gentile ha portato alcuni agricoltori a sostituire le varietà migliori, ma poco resistenti, con altre qualitativamente peggiori, ma con una maggiore resistenza. E, per sperimentare in un campo geneticamente modificato, la studiosa ha dovuto andare in Cina per concludere il suo lavoro e l'ironia della sorte è stata che lì il mal secco non c'era. Gentile è l'esempio di una scienziata che ha lottato, il cui traguardo è stato fare ciò che l'appassiona al meglio delle condizioni.

**Miriam Melis**, scienziata all'Università di Cagliari, città dove è nata, è un altro esempio di incoraggiamento per le giovani e i giovani che vogliono fare ricerca. Dopo avere conseguito una laurea in farmacia all'Università degli studi di Palermo, non avrebbe mai creduto di darsi alla ricerca, ma di fatto è ciò che è avvenuto dopo essere entrata in un laboratorio per stendere una tesi sperimentale. Da lì è iniziato un percorso che le ha permesso di diventare una neuroscienziata a livello internazionale, studiando come certi disturbi mentali siano presenti in alcune persone e non in altre. Melis è anche impegnata in una ricerca che ha come oggetto i meccanismi neurobiologici che portano a depressione, sindrome bipolare, autismo, schizofrenia nei preadolescenti.

"Scienziate, storie di vita e di ricerca" è una storia di donne, scritta in particolare per le giovani: è una testimonianza di come le cose stiano cambiando e un invito a fare sì che ciò accada perché nessuna rinunci a scegliere.



# Our spirit is our strength. And it always has been.



Il nostro spirito scozzese ci  
anima da oltre un secolo.  
Ci ha dato la capacità di  
resistere a qualsiasi tempesta.  
La libertà di collaborare.  
Il coraggio di andare dove gli  
altri non erano ancora andati.  
E il senso dell'avventura che  
ci ha permesso di accedere  
a nuovi mercati.

Scopri cosa può fare il nostro spirito per  
te sul sito **[aberdeeninvestments.com](https://www.aberdeeninvestments.com)**



Per operatori professionali.  
Capitale a rischio. Gli investimenti comportano dei rischi.

Prodotto da abrdn Investment Management Limited, società registrata in Scozia (SC123321) con sede in 1 George Street, Edimburgo EH2 2LL e autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. Salvo diversamente indicato, il presente contenuto si riferisce esclusivamente alle opinioni di mercato, alle analisi e alle capacità di investimento della suddetta entità alla data di pubblicazione. Pubblicato da abrdn Investments Ireland Limited, Registrata nella Repubblica d'Irlanda (numero di registrazione 621721) con sede in 2-4 Merriion Row, Dublino D02 WP23. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. Aberdeen Investments Global è un nome commerciale di abrdn Investments Ireland Limited.

# CONSULENTI & RETI



«Faranno sempre più fatica tutti coloro che vorranno vendere prodotti di tipo assicurativo, di tipo previdenziale, perché l'offerta sarà sempre poco personalizzata, saranno proposti strumenti nei quali le singole persone non si riconoscono. Però, tutto ciò significa non soltanto che gli italiani vanno nella direzione di una iperpersonalizzazione del prodotto finanziario, per certi versi comprensibile, giusta, ma, soprattutto dimostra che... il sistema non è pronto. Il sistema assicurativo, dei prodotti finanziari, della consulenza finanziaria, per certi versi, non è ancora riuscito a fare questo giro di pista e arrivare al punto in cui non è più il prodotto che vince, ma la capacità di adeguare al bisogno dell'individuo i prodotti finanziari»

**GIORGIO DE RITA**  
segretario generale  
Censis

# Italiani, risparmiatori d'istinto

a cura di **Alessandro Secciani**

Collocare prodotti finanziari presso gli italiani non è facile. In un Paese dove la cultura finanziaria è molto modesta, quasi sempre largamente inferiore a quella del resto dell'Europa, e la maggioranza è convinta di non avere nulla da imparare, impostare un discorso sulle nuove necessità che si presentano, sui problemi che apre la demografia e sulle scelte finanziarie di lungo periodo è molto complicato. Ma spesso non viene fatto molto da tutti coloro che sono a contatto con i risparmiatori, specialmente dalle banche, per farli diventare più adulti. È molto più facile limitarsi a proporre i soliti strumenti.

Di questi temi ha parlato con grande passione con Fondi&Sicav **Giorgio De Rita**, segretario generale del **Censis**, da anni impegnato a cogliere i cambiamenti degli italiani e che si occupa, non certo da poco, anche delle scelte di risparmio del Paese. Non a caso è ormai una presenza fissa ai

meeting annuali dell'Efpa, la fondazione che certifica le competenze dei consulenti finanziari.

**In una sua ricerca, lei afferma che il 41% degli italiani vorrebbe investire, ma è bloccato dal pessimismo. È un dato molto grave: significa che mezzo Paese, nel momento in cui deve decidere di adottare una strategia finanziaria, rinuncia in partenza, pur sentendone la necessità.**

«Il contesto nel quale si muove il risparmio italiano è sostanzialmente analogo da una decina d'anni. Gli italiani sono risparmiatori per definizione, fa parte del nostro Dna mettere da parte qualcosa, sottrarre ai consumi quotidiani una piccola quota di risparmio orientata a progetti di vita che sono il matrimonio, la casa, il piccolo viaggio o altri progetti di lungo termine.



Questo è il dato fondamentale. È chiaro che una persona con grandi mezzi risparmia cifre più importanti, mentre una con pochissima disponibilità risparmia poco o magari in maniera più saltuaria, ma alla fine, viene accantonato più o meno da tutti il 10% del reddito prodotto. Non a caso non c'è nessun altro paese in Europa che ha un tasso di proprietari di casa così alto come il nostro: sfiora l'80%. Tutto ciò significa che l'abitazione diventa il primo progetto di lungo periodo sul quale gli italiani costruiscono piccoli sentieri di risparmio. Quindi il risparmio è un processo sociale, inarrestabile, irrinunciabile strutturalmente nella mentalità, nel cuore e nella cultura

degli italiani. Occorre comprendere che per gli italiani mettere da parte qualcosa è una componente fondamentale della vita quotidiana. Ciò non significa che non ci siano famiglie in oggettiva difficoltà che non riescono a risparmiare alla fine del mese».

#### **In questi anni, però, ci saranno stati dei cambiamenti...**

«In questo processo di lungo periodo, ciò che è cambiato, che sta cambiando e che cambierà è la motivazione ad accantonare del denaro. Dagli anni '70 in avanti, la principale spinta è stata la casa, poi è stata un po' di benessere, in seguito lo studio dei figli: il risparmio rappresentava la tradizio-

ne concreta di un progetto di lungo corso. Infine, è arrivata la crisi finanziaria, che per l'Italia è diventata grave dal 2011 e 2012. Sono stati gli anni in cui, mentre gli altri paesi si riprendevano, noi eravamo ancora invischiati nella crisi. In quel momento, a partire degli anni 2009-2010 e soprattutto 2011-2012-2013, il fattore che ha spinto a risparmiare ha cambiato segno: non è stato più di lungo periodo, ma è diventato la ricerca di un risultato immediato. Metto da parte dei soldini perché mi può capitare qualcosa; può essere una malattia, la perdita del lavoro. Andando avanti nella storia, negli anni 2013, 2014 e 2015, si è sperato di uscire dalla crisi, di ritrovare un passo di crescita e che i salari ritornassero a una dimensione di naturale crescita, almeno pari all'inflazione, che era molto bassa. Nessuno si aspettava l'esplosione dei redditi, ma un lento progresso sì. Arriviamo, così, al 2019 e 2020, con la grande incertezza del Covid, che ha fatto pensare a molti che gli italiani avrebbero usato i propri risparmi, mentre in realtà li hanno incrementati. In primo luogo, perché stavano a casa, dove non potevano spendere, poi perché questa paura del futuro che il Covid ha cristallizzato è diventata strutturale e si sono ampliate la motivazione, la forza, la capacità di accantonare. Non perché ci fosse una razionale previsione di eventuali difficoltà in arrivo, ma perché si era rassicurati dal fatto di avere soldi nel cassetto. Tutto ciò è stato accelerato da fenomeni esterni che hanno toccato il nostro Paese. E non penso tanto al Covid, ma alla guerra, alla crisi energetica, al tasso di inflazione quasi al 10% dopo una lunga storia di tassi allo 0,1%, ma anche -0,2/-0,3%. È chiaro che l'inflazione ha aumentato il senso di incertezza».

#### **In concreto che cosa ha portato questo cambiamento?**

«Il risparmio è passato da progetto di medio-lungo futuro alla risoluzione di problemi nell'immediato. L'idea comune è: "Se mi guardo intorno, vedo che i salari non crescono, che lo stato recede, che il debito pubblico diventa insostenibile, che la sanità pubblica, piano piano, non è più una certezza". E ciò spiega perché una parte importante del risparmio italiano sia stato e sia in parte investito in liquidità, che è diventata strumento di assicurazione. Nel giro di pochi anni, sono successe talmente tante cose, che a un certo punto si è



verificata l'incertezza della nuova incertezza, una sorta di incertezza al quadrato. In questo scenario, c'è la richiesta continua da parte dei consulenti, dell'amministrazione pubblica, del mercato, del sistema finanziario di investire su formule più razionali, che danno magari un maggiore rendimento anche sul debito pubblico, ma la propensione a smobilizzare la liquidità di fatto cade sempre nel vuoto. Si dice, con un'espressione poco felice, che il cavallo non beve, ma in questo caso non beve perché non ha sete. Se la funzione del risparmio è la assicurazione, viene utilizzato per quella funzione e ne è la base sociale di fronte a tante incertezze. Ma nell'ottobre-novembre del 2023 molti si rendono conto che la liquidità viene mangiata dall'inflazione. Lo capiscono in maniera intuitiva, di pancia, non sulla spinta dei consulenti che da anni affermavano che il cash non era la scelta migliore. Ma gli italiani, come sempre, reagis-

scono d'istinto, prima mettendo da parte i soldi e dopo dicendo: "Ricompongo un po' il portafoglio, perché il 10% se l'è portato via l'inflazione"»

### **Questo cambiamento che cosa ha portato?**

«Il risparmio mantiene quella funzione di esclusiva assicurazione sociale, ma diventa una rielaborazione di portafoglio per mettere al sicuro quel poco di liquidità che era stata accumulata. Quindi si punta su strumenti di capitale più paziente, più orientato al futuro, un po' più solido nel lungo periodo e questo effetto è per certi versi atteso, facilmente comprensibile, ma non cambia strutturalmente la radice dell'insicurezza. Ma, se gli ultimi segnali ci dicono che questo pessimismo riguarda la maggioranza degli italiani, c'è un 15% che dice esattamente il contrario: "Il risparmio è dettato dal mio ottimismo verso il fu-

turo, che non ha grandi ragioni razionali, però; se mi guardo intorno, devo uscire da questo circuito dell'incertezza, dalla paura, dal timore della crisi e, di conseguenza, rimetto da parte un po' di soldini con scadenze un po' più avanti nel tempo". Tutto ciò ci riporta per una quota non banale degli italiani al punto di partenza. Se per motivi contingenti si decide di allungare le scadenze del risparmio, si fa sulla spinta dell'inflazione, della liquidità, del contesto generale, però ci si rende conto che se si vincola per quattro-cinque anni il proprio capitale, occorre costruire un progetto. Ma l'allungamento nel tempo è dettato anche da una sorta di ottimismo, dal pensare che prima o poi la crisi finirà, le cose miglioreranno. In effetti i salari stanno un po' ripartendo: nell'ultimo anno sono cresciuti mediamente del 7%. Non siamo ancora tornati ai livelli pre-pandemia, ma stanno salendo. Quindi l'ottimismo comincia a mettere le radici e questo fatto allunga le scadenze e crea le condizioni perché si torni a pensare a progetti di lungo periodo. Di conseguenza, soprattutto i giovani cominciano a dire: "Io la casa la voglio comprare, il viaggio ho deciso di farlo, un anno all'estero per dare il via a una carriera diversa lo voglio programmare"».

### **C'è, quindi, un ritorno a progetti di lungo periodo?**

«Sì, però, non cambia la funzione del risparmio che abbiamo costituito nel 2007 e 2008. Non è che si risparmia per acquistare la casa, ma nel momento in cui si allungano le scadenze, tanto vale che si dia una finalità. Se no, non avrebbe senso accumulare dei soldi. E se quel risparmio deve avere una sua funzione, lo associo a un sogno. In concreto, quindi, tradurlo in realtà diventa secondario. Perciò attenzione: è vero che c'è un pessimismo di fondo che spinge gli italiani a risparmiare, ma è dettato dal contesto interno e internazionale, che disegna uno scenario piuttosto cupo. Gli italiani, invece, nel silenzio della loro casa dicono che così cupo non è, perché sono convinti che in qualche modo ne usciremo, che la sanità pubblica ci assiste ancora meglio di quella privata, che i dazi alla fine finiranno a fare più male a Trump che a noi, perché i dati sull'export ci stanno dicendo che le imprese italiane stanno cavalcando bene questa crisi dei dazi, anche se non in tutti i settori: banalmente abbiamo riempito

# Una previdenza che non decolla

Oggi si parla molto di previdenza, ma si sta facendo qualcosa di concreto? E soprattutto quali sono i motivi per i quali la previdenza in Italia non decolla? Giorgio De Rita su questo punto ha qualche risposta. «Se si va a vedere i progetti di previdenza complementare che, al termine del processo di accumulo, prevedono l'alternativa di prendere tutto il capitale o una rendita per tutta la vita, il 95-96% delle persone sceglie di avere tutto il capitale. Ciò avviene perché il processo di risparmio non è stato orientato alla protezione di lungo periodo, ma alla costruzione di un tesoretto da utilizzare per sé stessi o la famiglia. Tutto ciò è vero soprattutto per gli anziani, il che dimostra che c'è una tendenza a un comportamento di personalizzazione degli strumenti di risparmio e di previdenza complementare orientati a una protezione che vada molto avanti nel tempo: ciò si traduce nella messa in crisi di tutti quegli strumenti finanziari, soprattutto assicurativi che, invece, hanno caratteristiche di mutualità. Anche l'assicurazione per la salute è una forma di risparmio e si partecipa a un sistema, che può essere quello della categoria, dell'offerta di una grande compagnia di assicurazione, o semplicemente un meccanismo di protezione individuale, rispetto al problema salute. È assente l'idea con cui il sistema è stato costruito, cioè che si raccoglie magari da un milione di clienti che proteggono loro stessi in quanto comunità, cioè con una salvaguardia di gregge, avremmo detto qualche tempo fa. Questa visione non esiste negli italiani. Ciò che io ho dato mi deve essere restituito. Quindi, se io verso 500 euro di assicurazione sulla salute, devo avere almeno 500 euro di prestazione. Se non arrivano, sono soldi buttati».

## In termini pratici, che cosa comporta questa tendenza per chi opera in finanza?

«Questo fatto ci dice che non soltanto sta vincendo o sta operando nel sistema del risparmio questa progressiva funzione rassicuratrice, ma è presente da parte dei risparmiatori una seconda funzione, cioè di sovrabbondanza di personalizzazione, di comportamenti individuali, di eccesso di negazione. Questa tendenza significa che faranno sempre più fatica tutti coloro che vorranno vendere prodotti di tipo assicurativo, di tipo previdenziale, perché l'offerta sarà sempre poco personalizzata, saranno proposti strumenti nei quali le singole persone non si riconoscono. Però, tutto ciò significa non soltanto che gli italiani vanno nella direzione di una iperpersonalizzazione del prodotto finanziario, per certi versi comprensibile, giusta, ma, soprattutto, dimostra (questo era il messaggio che mi piaceva dare quando ho parlato all'Efpa) che il sistema non è pronto. Il sistema assicurativo, dei prodotti finanziari, della consulenza finanziaria, per certi versi, non è ancora riuscito a fare questo giro di pista e arrivare al punto in cui non è più il prodotto che vince, ma la capacità di adeguare al bisogno dell'individuo i prodotti finanziari, i pacchetti dei prodotti finanziari».

## Non è facile...

«Capisco che la personalizzazione del servizio è molto difficile. È facile dire: "Ho il prodotto, tu mi dici quali sono i tuoi problemi e io ti costruisco il portafoglio di soluzioni che risponde alle tue necessità". Ma non è così, gli italiani sanno che non funziona così e vogliono toccare con mano il beneficio individuale che ne traggono. Il dato sulla previdenza complementare, secondo noi, è molto significativo: si utilizza per 30 anni uno strumento che alla fine, quando si esce dal sistema, consente di portare tutto il capitale a casa. E non perché non ci si fida del sistema, ma perché quasi tutti pensano che sono soldi loro. Banalmente una persona che per 30 anni, attraverso magari i versamenti della propria azienda, ha costruito un prodotto che poi gli darà la possibilità di integrare la sua pensione, si domanda: "Se io muoio, questi si tengono tutti i miei soldi". Perciò, riscuote tutto. Questo processo indica il fatto che si deve essere molto attenti a trovare un prodotto o una serie di prodotti capaci di rispondere al bisogno individuale ed è questa la difficoltà nella quale oggi si incastra l'industria del risparmio e tutti coloro che producono asset e copertura assicurativa. Perché, alla fine, ciò che vediamo è un fortissimo intreccio fra il risparmio inteso come il soldino messo nel salvadanaio e la copertura assicurativa che prevede una protezione rispetto a un evento negativo che può arrivare. Io pago qualcosa a un sistema affinché sia capace di intervenire se, per fare un esempio, viene il terremoto; di conseguenza, è ovvio che, se io penso che quel terremoto non ci sarà mai, non aderisco a quella offerta. La capacità di stare dentro una dimensione mutualistica, di comunità, di convivenza, di condivisione, di rischi e di benefici in questo momento e da tanti anni non ci appartiene. La responsabilità è degli italiani che non hanno capito? Sì. La responsabilità è del sistema finanziario che non è riuscito a spiegarglielo. Altrettanto, direi. Quindi l'industria del risparmio non ha saputo leggere prima la funzione sociale, ma c'è anche l'idea ben radicata da parte del consulente che "ti convinco io e compri ciò che dico io". Ma oggi questa combinazione di funzione sociale e di protezione individuale del risparmio non sempre ha senso».

i magazzini americani di generi alimentari nell'attesa dei dazi, abbiamo venduto come mai negli Usa negli ultimi 10 anni. Quindi è pessimista, è cupo sullo scenario, però, nel senso istintivo della parola, senza fare un discorso razionale, e continua ad accumulare. Tutto ciò per dire che ogni ragionamento sui risparmiatori, a mio giudizio, deve passare attraverso la funzione sociale che il risparmio assume. Se i consulenti, se i bancari, se i nostri governanti non capisco-

no questo ruolo e traducono la soluzione del risparmio in fatti economici, sbagliano perché, nel nostro Paese, questo approccio non funziona».

## Non varrebbe la pena da parte dei professionisti del risparmio puntare di più sulla razionalità?

«Non siamo anglosassoni, qui non domina l'economia, ma il sociale: da noi il fatto sociale diventa economico e non vicever-

sa. Di conseguenza, qualsiasi rendimento, se non è accompagnato da una dinamica sociale, finisce per essere poco credibile. Prendiamo, per esempio, i titoli di stato, che sembrano un'ottima soluzione per proteggersi dell'inflazione. In realtà tecnicamente non è vero e coloro che si occupano di queste cose, i consulenti finanziari per primi, dicono ai clienti: «Guarda che non è così, perché c'è la cedola e c'è il prezzo e, di conseguenza dove perdi sul

prezzo guadagni sulla cedola, dove guadagni sulla cedola perdi sul prezzo". Però, la grande attenzione ai titoli di stato è figlia della consapevolezza che alla fine ci si deve in qualche modo proteggere. Poi si sa che ti fregano, che non è quella la soluzione migliore, ma non è detto che il prodotto finanziario che offre il consulente sia ugualmente interessante. Frega lo stato, frega il consulente, però sto dentro quella scia di protezione individuale. È questo il nodo, cioè la funzione sociale del risparmio».

**Quali sono le persone che fanno parte del 41% di investitori pessimisti? È una categoria che, grosso modo, contempla tutte le classi sociali, tutte le età, tutti i generi, o alcuni sottogruppi hanno un maggiore peso?**

«Se guardiamo un po' da lontano, la risposta è che non ci sono grandi differenze: Mezzogiorno e Nord-Est, giovani e vecchi, uomini e donne alla fine non manifestano grandi differenze. Ma se si va a vedere un po' più da vicino, con maggiore granularità, si notano alcune differenze che hanno un significato, che potrebbero diventare più marcate nei prossimi anni e che meritano di essere osservate. La prima riguarda i giovani, che stanno in qualche modo accrescendo la loro consapevolezza che il futuro è a rischio, non soltanto per crisi interne e internazionali, ma anche perché il cosiddetto protezionismo pubblico è venuto meno. Quindi, se parliamo di previdenza complementare, i giovani sono più sensibili, più attenti, anche se magari con meno risorse: perciò a determinare la visione, non è mai un quantum di risorse, ma un atteggiamento, un approccio. Il secondo gruppo interessante è costituito dalle persone sole, che è in continua crescita. Sono i single, non necessariamente over 65: un po' meno della metà non appartiene a questa categoria, anche se chiaramente ci sono le persone anziane, però la dimensione familiare come sistema di tutela nel nostro Paese vince ancora e, per chi è solo, il risparmio diventa importante. Perciò non è l'età a spingere verso il risparmio, ma la struttura familiare. Il single risparmia di più, non perché ha di più, ma perché la dimensione della preoccupazione diventa prevalente rispetto ad altre».

**Lei, parlando all'Efpa, individuava fra i grandi processi che si stanno**

**manifestando, una sfiducia complessiva nei confronti del sistema. L'idea banale espressa con la frase: "Questi non ce la raccontano giusta". Quanto questa visione e il ritorno dell'individualismo incidono sulle strategie di risparmio, sul passaggio da risparmiatori a investitori?**

«Gli italiani decidono di pancia, d'istinto, mai in modo razionale. Questo è un dato di fatto, lo sappiamo tutti. Ma che cosa si aggiunge a questo processo tipico degli italiani, che è assolutamente imm modificabile? A questa visione di base si somma un'inversione di fiducia su ciò che è strettamente razionale a partire dalla scienza. Nel dibattito sul vaccino per il Covid, c'era sempre quello che diceva: "No, per carità, io non l'ho fatto, non mi fido, non ce la raccontano giusta". Questa idea, nata nel periodo del Covid, in qualche modo si è ampliata e i dati sugli ultimi vaccini lo confermano: sono meno di un terzo le persone che dovevano vaccinarsi e l'hanno fatto. C'è una sfiducia nel sistema, che non è dettata da ragioni profonde o esplicite, conoscibili. Se si chiede: "Perché non compri questo prodotto finanziario, perché non ti vaccini, perché non cambi la macchina quando i diesel diventeranno fuori legge?" La risposta è: "Perché di loro non mi fido, ma la sfiducia non è nei confronti di una determinata categoria, degli scienziati, degli studiosi. Semplicemente non mi fido, soprattutto condizionato dal fatto che finisco sempre per dire che ho fatto bene". Nel Covid sono capitati purtroppo dei casi di decessi per effetto dei vaccini, cosa che nell'ambito dei grandi numeri coinvolti ci stava, ma ciò ha portato molti a dire: "Vedi, avevo ragione io". E questa onda di sfiducia in qualche modo ci ha contaminati tutti e a preoccupare è che i tassi di scetticismo sono molto più alti nelle persone con alto livello di reddito e di istruzione. Quindi, paradossalmente, se sei ricco e laureato, sei meno propenso a dare fiducia al sistema, che peraltro non è capace di informare. Il mondo della comunicazione soprattutto sui temi del risparmio e della salute, che sono abbastanza analoghi, ha avuto enormi pregi, ma altrettanto enormi difetti. Oggi l'informazione sul tema dei vaccini è assolutamente confusa, così come quella sul risparmio. Alla fine, i due problemi di fondo, cioè che non ce la raccontano giusta o che c'è un interesse economico per cui ci dicono una cosa solo perché qual-

cuno li paga, purtroppo è esplosa con gli strumenti dell'intelligenza artificiale, dei social network, delle fake news. Ma, su questi temi, le grandi compagnie o i grandi gruppi di interesse hanno investito pochissimo. Per esempio, sulla previdenza complementare una comunicazione tesa fare crescere una consapevolezza del ruolo, dell'importanza e della capacità di svolgere una funzione sociale di assicurazione, io non l'ho vista».

**In una situazione del genere, le società che vendono strumenti di investimento, che cosa dovrebbero fare? Si trovano di fronte un pubblico che spesso, diciamo pure, è ignorante, che ha totale sfiducia nei loro confronti, in quanto rappresentanti del sistema. Come dovrebbero approcciarlo?**

«Rispondo con una battuta forzando il ragionamento, ovviamente, e forzando anche l'espressione: a mio giudizio, dovrebbero abbandonare una buona dose di arroganza. C'è l'atteggiamento di chi ritiene che in fondo tu non capisci niente, perché gli italiani di finanza non sanno nulla, ma non da oggi, da sempre; anche la pubblica amministrazione non sa che cosa sia l'inflazione e sui contratti di fornitura molte imprese non hanno inserito la clausola dell'adeguamento all'inflazione e si sono trovate in difficoltà. Quindi, la cultura finanziaria del Paese è modesta ed è inutile parlare di educazione finanziaria. Ciò significa che tu devi porti nei confronti di una persona, ancorché laureata in economia o con un master in finanza avanzata, senza l'arroganza di dire: "Ti spiego io che cosa devi fare". Gli italiani sanno esattamente che cosa devono fare, ma hanno bisogno di essere accompagnati, di essere istruiti, di essere resi consapevoli che certi strumenti hanno certe funzioni, hanno certi vantaggi o certi svantaggi. Ma va fatto personalizzando la risposta. Cioè guardando all'altro senza l'arroganza di dire alla romana: "Mo' te spiego io". È vero che gli italiani sono di pancia, sono istintivi, annusatori della realtà e a volte ci prendono e altre no, però poi non sono impreparati a una spiegazione, a un prodotto, a una soluzione che risponda alle loro aspettative. Capisco che non puoi personalizzare un prodotto finanziario come personalizzi un farmaco, ma è lo sforzo che devi fare e non puoi farlo se

# Gli anziani che non ti aspetti

I vecchi, come si diceva una volta, che cosa sono oggi? Si tende sempre a parlare dei giovani, ma ci si chiede poco come stanno vivendo coloro che hanno un'età avanzata e, quando li si cita, lo si fa sempre in termini di passaggio generazionale. In questo contesto, sono una categoria a sé o rientrano nelle diverse suddivisioni sociali in misura non diversa rispetto alla media degli italiani? De Rita non sembra avere molti dubbi in proposito e traccia un quadro abbastanza contro corrente di questo gruppo di persone numericamente sempre più importante. «I vecchi sono diversi, sono una categoria a sé. Poi dentro questa categoria convivono due macrocategorie; la prima è quella delle persone che hanno difficoltà di salute, di parziale o totale non autosufficienza e che sono orientate, di conseguenza, a fare un certo percorso: la Rsa o la famiglia, dove alla fine la centralità del ragionamento è sul recupero di uno stato di decoro nella vita quotidiana. Questa è una preoccupazione che hanno, sia loro, sia quelli che temono di diventare come loro. E c'è un'altra categoria, che invece non è caduta per le ragioni le più diverse, coloro che non hanno timore e che hanno ancora voglia di lavorare e voglia di impegnarsi. Se si va a vedere i tassi di costituzione delle nuove imprese degli ultimi cinque anni, la maggior parte ha un titolare over 75. Significa che sono persone anziane che, a un certo punto della loro vita, magari dopo il pensionamento, aprono una nuova impresa, perché vogliono fare una scommessa, perché decidono di aiutare un figlio, perché hanno voglia di impegnarsi. Il sistema li premia per la contrazione demografica: noi abbiamo perso, confrontando i nati di quest'anno e i nati di 10 anni fa, 140 mila bambini. Siamo in una crisi demografica pazzesca e questo fenomeno offre ai vecchi che hanno la forza, la voglia, la determinazione di farlo, l'opportunità di sostituire attività che le imprese stanno perdendo, perché non trovano giovani; così gli anziani spesso rientrano nel mercato del lavoro, se ne sono usciti, come fornitori di servizi».

## **Gli anziani possono essere un target per la consulenza finanziaria e per la finanza più in generale, o sono rigidi, sono poco interessati alle proposte alternative?**

«Le persone in età avanzata sono naturalmente un target, perché sono tanti, stanno aumentando sempre di più: un paese che invecchia necessariamente aumenta la platea dei vecchi, quindi, se si vuole cercare i clienti, occorre guardare agli anziani. Questo è un fatto oggettivo. Numericamente diventano sempre di più, diventano un target naturale che, però, è molto diverso dagli altri, che ha delle esigenze, delle culture, degli atteggiamenti che sono molto differenti dagli altri. È un gruppo di persone che viene da una storia di grande protezione pubblica; qualsiasi cosa fosse successa c'era lo stato che provvedeva. Oggi non è più vero, ma questo fatto lo puoi spiegare a un ragazzo di 35 anni, non lo puoi fare capire uno di 70; è strutturalmente centrato sull'idea che tanto interviene lo stato. Quindi se vuoi ragionare di risparmi con lui, devi cambiare tutto, cambiare linguaggio, cambiare prodotto, cambiare modo di ragionare. Non gli puoi andare a dire che gli dai il 3,5%, perché in qualche modo lo tutela. Non ci credono. Quindi è un target sfuggente, che impone al sistema di risparmio organizzato di non prendere l'aspetto più banale, cioè la non sufficienza come grande rischio del domani. È un approccio da inventare. Un elemento da considerare per chi si avvicina a loro è che ci troviamo di fronte a un processo di lungo periodo che dovrebbe essere di cumulo e decumulo, per essere tecnicamente precisi: la teoria sostiene che c'è un periodo lungo della vita in cui si mettono da parte i soldi per affrontare i momenti più difficili, ma andando avanti nel tempo, piano piano, progressivamente si utilizza ciò che si è risparmiato. Ma gli over 65 (ma ci sono anche i super-anziani, gli over 85) non manifestano quella caratteristica di cumulo e decumulo: tendenzialmente, per dirlo con una battuta, diventano una sorta di nonno bancomat, che pensa: "Mi tengo i soldi, perché poi viene un nipote, un figlio o qualcun altro di famiglia che ha bisogno". Quindi tutti i dati dicono che il decumulo non funziona».

non riconosci il punto di vista dell'altro, se pretendi che l'altro sia lo specchio di te stesso. Questo sforzo i consulenti lo fanno, perché il loro rapporto è sempre uno a uno, le grandi reti distributive, i grandi soggetti finanziari molto meno. Ci sono ragazzotti che a Singapore, a Londra o a Taiwan, inventano prodotti con la convinzione che sia esattamente ciò che serve. Gli italiani sono diversi, più capaci di intuizione di tanti altri».

## **Alcuni sostengono che il risparmiatore italiano sta diventando più adulto. O, con un termine che lei usa, è un po' meno sonnambulo. Che cosa ne pensa?**

«No, a mio parere sono ancora totalmente sonnambuli, non è vero che sono diventati

adulti, non lo vedo. Non vedo una maturazione nei comportamenti. Vedo solo una capacità di adeguamento, di adattamento ai fenomeni che abbiamo intorno, prima fra tutti l'inflazione. Il fatto che gli italiani siano passati dalla liquidità a strumenti di maggiore duration non dimostra che sono diventati più adulti, ma solo che hanno capito che l'inflazione si mangiava un pezzo della loro roba. E poi adulti che cosa vuole dire? Che sono più capaci di discernere, più sobri nelle decisioni, meno avventati, perché la conoscenza della vita li porta a essere meno arretranti? No, continuo a pensare che gli italiani nel risparmio e in tante altre cose non siano diventati più adulti e continuino a essere un po' sonnamboli che fingono di non vedere, che nel fingere di non vedere si adattano e stanno bene. Perché siamo un

popolo che vive bene. Certo, ci sono i poveri, ci sono le difficoltà, ci sono le disuguaglianze, le strade rotte, ci si arrabbia molto, ma se si va in giro per l'Italia, si dice: "Questo è un paese in cui, tutto sommato, si vive bene". Anche nel Mezzogiorno d'Italia. Se si va oggi a Palermo, si nota che, rispetto a 10 o 15 anni fa, si sta bene. Anche a Napoli, che è una città difficilissima, la più difficile d'Italia, si vive bene, o comunque meglio di 15 anni fa. Quindi il risparmiatore italiano ha bisogno di diventare adulto? Ma perché? È già adulto per certi versi. Sul risparmio ci siamo adeguati alle nostre esigenze. Adulto può significare che in qualche modo ha imparato qualcosa e sta adeguando il suo comportamento, ma non è così, non ha imparato nulla. Adegua il suo comportamento perché la storia lo porta ad adeguarsi».

CONSULENTI &  
RETI

# Non solo una super-segretaria

di **Alessandro Secciani e Boris Secciani**

Secondo una ricerca di Excellence consulting, l'intelligenza artificiale «potrebbe generare fino a 100 miliardi di euro di raccolta aggiuntiva nei prossimi cinque anni». Ma come si arriva a questa cifra, che rappresenta circa il 12% dell'attuale Aum delle società di Assoreti? «Se si guarda all'impatto sul tempo liberato al Cf, i consulenti stimano che l'Ai riduca in media del 24% le ore dedicate a task operativi (31% pianificazione/organizzazione del lavoro e gestione back-office, -26% analisi documentale e gestione compliance, -19% ricerca di informazioni)», risponde la ricerca di Excellence. «Questo tempo recuperato grazie all'Ai è stato ipotizzato che venga reindirizzato dal Cf alla gestione della relazione con i clienti (+18%). Sulla base delle risposte ottenute è stato conseguentemente stimato un potenziale di acquisizione di circa otto nuovi clienti per anno per ciascun Cf: su un orizzonte quinquennale, ciò equivale a circa 40 nuovi clienti per consulente».

Passando invece allo sviluppo dei clienti già in portafoglio, cioè il secondo effetto, la survey ha evidenziato che «solo una minoranza dei Cf (15%) non si aspetta impatti significativi,

mentre la maggioranza segnala un potenziale di ricaduta rilevante: il 39% prevede un incremento annuo della raccolta tra +16% e +30% e un ulteriore 25% stima un impatto superiore al 30%. In media, ciò significa per ciascun consulente un'attesa di incremento della raccolta sul portafoglio già in gestione in media nell'ordine di quasi il 30%».

## ASPETTATIVE LIMITATE

Indubbiamente, si tratta di dati estremamente interessanti, che fanno presumere un ruolo crescente dell'intelligenza artificiale nel settore della consulenza artificiale. Ma, se si guarda un po' più in profondità, le aspettative nei confronti dell'Ai, sono ancora nella realtà abbastanza limitate. È ormai più di una decina di anni che le maggiori reti stanno facendo grandi sforzi per tagliare i tempi morti dei professionisti a contatto con gli investitori e nel frattempo sono stati fatti consistenti passi in avanti, rispetto al periodo in cui gli advisor dovevano compilare decine di questionari e di fogli che poi si portavano dietro per tutta la giornata. In questi termini, l'intelligenza artificiale rappresenta soltanto un netto miglio-



ramento di processi già in corso da tempo. «Questa ricerca dimostra che l'intelligenza artificiale non è solo un fattore di efficienza, ma può rappresentare per le reti di Cf anche un significativo driver di crescita», sostiene **Maurizio Primanni**, ceo del gruppo **Excellence**. «Tutti i principali operatori del mercato italiano credo si siano già attivati per rendere disponibili ai consulenti nuovi tool basati sull'intelligenza artificiale, ma a fare la differenza sarà anche la disponibilità dei Cf di evolvere il loro modo di lavoro utilizzando efficacemente questi nuovi tool. C'è ancora molto da fare per le reti e per l'intero settore, ma è indubbio che investire in Ai significa costruire oggi le basi della competitività del settore di domani».

Però la vera novità dell'intelligenza artificiale non è di essere un'efficientissima super-segretaria che risolve decine di problemi pratici (sia ben chiaro, non è un ruolo secondario e nessuno butta via un aiuto di questo genere), ma di ricoprire un ruolo sempre più importante nelle strategie societarie. Il vero valore di questa tecnologia non è di fare meglio le cose che già si fanno e che già si sanno, ma di offrire ai consulenti una visione del mercato nuova e diversa. Si tratta di avere un It capace di creare nuove strategie a tutti i livelli, sulla base di una quantità di dati che nessun ufficio studi, con mezzi tradizionali, può permettersi di valutare. Non soltanto: questo tipo di lavoro può essere personalizzato per ogni cliente di un consulente.

Il problema per certi versi appare particolar-

mente stringente nell'ambito della consulenza finanziaria per una ragione tutto sommato semplice. Un professionista di tale segmento, infatti, deve unire a una forte competenza tecnica, che gli permetta di identificare le soluzioni di investimento più valide sotto una moltitudine di aspetti, una profonda conoscenza (anche sul piano umano) dei propri clienti. Ai livelli più elevati questo lavoro racchiude in sé funzioni tipiche di un gestore multi asset, di un risk manager e persino di un investment banker; qualora si annoverino nella propria rosa di investitori alcuni imprenditori. Inoltre, non va dimenticato che stiamo parlando di una delle aree dell'economia più rigidamente e minuziosamente regolamentate a livello europeo e nazionale.

### UN TERRENO FERTILE

Asset e wealth management, dunque, come terreno fertile e fondamentale per capire che cosa l'Ai potrà e gli verrà permesso di fare. Le potenzialità e le promesse sono enormi a fronte delle quali però, per certi versi in maniera comprensibile, finora non si è visto tantissimo: in questa fase storica le reti sembrano soprattutto orientate a usare l'Ai per semplificare e automatizzare il notevole carico di oneri amministrativi che la professione si porta dietro. Si tratterebbe sicuramente di uno strumento per elevare la produttività benemerito e benvenutissimo. Tuttavia, visto il clamore che circonda la ricerca della cosiddetta Agi (Artificial general intelligence), ci si aspetterebbe di più. Con questa espressione

si intende, infatti, lo sviluppo di modelli con caratteristiche di intelligenza tipicamente umana, a livello di intuizione e comprensione delle sfumature del contesto, con però la capacità di analizzare quantità immense di dati tipica di tutto ciò che è machine learning.

L'obiettivo viene perseguito soprattutto dai giganti statunitensi mentre, ad esempio, i concorrenti cinesi sembrano più focalizzati sull'uso dell'intelligenza artificiale per svolgere specifiche attività aziendali. La creazione di una vera e propria Agi chiaramente andrebbe a modellare l'attività delle reti in una maniera forse oggi persino scarsamente immaginabile: le strategie di investimento dei fondi verrebbero probabilmente stravolte fino a diventare quasi irriconoscibili. A quel punto, i consulenti si troverebbero da un lato a disporre di prodotti incredibilmente innovativi, ma dall'altro anche nell'obbligo di gestire il rischio di avere a che fare con black box potenzialmente soggette ad allucinazioni disastrose. Simili progressi verosimilmente porterebbero al varo di una serie di obblighi di legge in termini di disclosure e trasparenza che andrebbero a ridefinire, sia la gestione del risparmio, sia la distribuzione.

### LA RELAZIONE CON IL CLIENTE

Infine, forse i cambiamenti più profondi e affascinanti potrebbero avvenire nella relazione fra il consulente e il cliente. Un rapporto umano così delicato e importante genera, infatti, moltissime tracce e informazioni, che potrebbero anch'esse essere messe al vaglio di un'Ai in grado di scavare molto più a fondo, e in maniera molto più continuativa, rispetto ai questionari di profilazione comuni oggi. Ad esempio, non è oggi fantascienza immaginare un'Ai in grado di segnalare al professionista in tempo reale lo spostamento di un investitore verso una minore o maggiore propensione al rischio. Non si tratta ovviamente di sostituire la sensibilità umana, ma di avere un supporto che possa aiutare a mettere a fuoco processi che generalmente richiedono molto tempo per potere essere inquadrati. Appare quasi pleonastico aggiungere che questa costituirebbe l'area in cui esercitare maggiore cautela sotto ogni punto di vista.

A questo punto, il consulente va da un cliente che ha già profilato, con cui ha stabilito un'empatia con un forte supporto da parte della società che gli offre un vastissimo portafoglio di prodotti da utilizzare a seconda delle caratteristiche personali dell'investitore. Il tutto, fino a questo punto, è ancora abbastanza stan-

# Intervista all'intelligenza artificiale su sé stessa

Nell'ampissimo insieme di pareri sull'argomento consulenti finanziari e Ai, ci è sembrato interessante sentire che cosa pensa la diretta interessata: l'intelligenza artificiale. Nello specifico, è stato usato **Claude Opus 4**, banalmente perché si tratta del modello preferito dall'autore di questo articolo, oltre che parte del pacchetto Claude For Financial Services, costruito ad hoc per affrontare task finanziari. In generale, poi, le soluzioni di Anthropic uniscono un certo rigore tecnico e un'elevata comprensione del contesto a una scrittura tutto sommato gradevole. Inoltre, l'ultimissima versione 4.1 è, a nostro parere, un po' più portata alle allucinazioni; pertanto, l'esperimento è stato condotto con la release precedente. Ovviamente, si tratta di una scelta assolutamente soggettiva: questo esercizio, infatti, può servire anche come spunto ai lettori per porre le stesse domande ad altre fonti e confrontare i risultati. Al di là della curiosità che può suscitare sentire che opinione ha l'Ai di sé stessa, quanto emerso, a nostro avviso, offre alcuni spunti molto interessanti e per certi versi inaspettati. Un quadro in cui le sfide e le incertezze non sono per nulla sottaciute e che delinea un micro-cosmo indicativo del futuro dell'Ai, tra *reductio* a comodo tuttofare e, all'opposto, ascesa a gestore di quasi tutto.

## Quali sono le applicazioni concrete dell'Ai per i consulenti?

Per i consulenti finanziari, l'Ai può essere particolarmente utile per:

- ottimizzazione di portafoglio dinamica basata su fattori multipli;
- strategie di risk parity adattive;
- identificazione di asset decorrelati per la diversificazione;
- timing tattico basato su sentiment analysis.

La chiave è integrare l'Ai come strumento di supporto decisionale piuttosto che come "scatola nera" autonoma, mantenendo sempre il controllo e la comprensione del processo di investimento.

## Pensi che l'Ai cambierà il rapporto fra consulente e cliente? Potrebbe aiutare anche i consulenti tradizionali a costruire portafogli iper-personalizzati?

Questa è forse la trasformazione più profonda che l'Ai porterà nel wealth management. Il rapporto consulente-cliente sta per evolversi radicalmente. Passerà da "gestore di prodotti" a "life coach finanziario":

- l'Ai libera il consulente da task tecnici (allocazione, rebalancing, reporting);
- più tempo per conversazioni su obiettivi di vita, paure, aspirazioni;
- focus su behavioral coaching: aiutare clienti a evitare errori emotivi.

È anche importante la comunicazione aumentata per le seguenti ragioni:

- Ai che suggerisce al consulente: "Mario sembra preoccupato, ultimi 3 login alle 2 di notte";
- promemoria intelligenti: "La figlia di Laura compie 16 anni, discutere piano università";
- preparazione meeting: Ai sintetizza tutto lo storico del cliente in una pagina.

## Si può parlare di iper-personalizzazione nel rapporto con l'investitore?

Assolutamente sì. Ecco alcuni esempi concreti di portafogli migliorati dall'Ai.

### 1. Personalizzazione comportamentale:

- cliente avverso alle perdite? Ai costruisce un portafoglio con protezioni dinamiche;
- cliente troppo esposto al rischio? Meccanismi automatici di de-risking in fasi euforiche.

### 2. Ottimizzazione degli eventi negativi che possono presentarsi nella vita.

- Ai prevede i cashflow necessari basandosi su pattern familiari simili;

dard. L'Ai, però, può intervenire nel rapporto e tenere conto dell'empatia che si sviluppa? È in grado di comprendere nei confronti del cliente dati che al consulente sono passati inosservati e creare un portafoglio realmente personalizzato, perché a quel punto tiene conto non più dei 100-200 dati del profilo, ma di milioni di variabili? Tutto ciò è già realtà?

## EMPATIA NON CONTEMPLATA

Una risposta arriva da **Angela Pietrantoni**, ceo di **Kelony**, società che opera da diversi anni nell'impiego dell'intelligenza artifi-

ziale predittiva. «In certi casi siamo già molto avanti come strumenti, ma certe cose l'Ai non potrà mai farle, anche se ci sono studi pazzeschi, in cui le macchine si stanno allenando sulle espressioni dei bambini. Ma ci sono anche computer quantistici che fanno tuttora errori madornali. Però, per creare empatia, per comprendere la persona che hai vicino, ci metterei solo la persona. Certo l'Ai può aiutare sotto molti aspetti, perché fa tutto più velocemente e, secondo ciò che ha intercettato, può realizzare un'analisi di portafoglio, del rischio ed è in grado di trovare i prodotti più adat-

ti. Quindi l'Ai sicuramente verrà utilizzata dal bravo consulente, da quello che ha capito che è il futuro per non perdere la competitività. Ma l'uomo non è sostituibile. L'empatia l'Ai non la contempla. Per inquadrare le persone, ci sarà ancora molto da lavorare».

## COME LA DIAGNOSTICA MEDICA

Ma gli elementi di novità portati dall'intelligenza artificiale nel lavoro di consulente finanziario non cessano certamente qui. E aggiunge **Joe Davis**, capo economista globale di **Vanguard** e responsabile dell'Investment

- adatta la liquidità preventivamente per gli eventi negativi;
3. Preferenze valoriali profonde:
- oltre l'Esg generico: "Evita aziende che hanno delocalizzato dalla zona del cliente"
  - tilt settoriali basati su professione/passioni del cliente.
4. Risk management personalizzato:
- non solo volatilità; l'Ai considera la tolleranza alle perdite, le necessità di liquidità, le correlazioni con il reddito da lavoro.

### Che cos'è il consulente aumentato?

Immagina questo scenario: il cliente entra in ufficio per un colloquio:

- il consulente ha già dashboard con: sentiment analysis delle email, probabilità life event, ottimizzazione fiscale personalizzata, cinque scenari di portafoglio iper-customizzati;
- la conversazione si concentra su: "Che cosa è davvero importante per lei?" invece che: "Quanto rischio vuole?"

### Quali sono i rischi per l'uso dell'Ai?

- Eccessiva dipendenza da Ai: il consulente deve mantenere competenze per sfidare la macchina e fornire suggerimenti suoi.
- Preoccupazioni sulla privacy: i clienti potrebbero sentirsi "troppo" analizzati.
- Paradosso della scelta: troppa personalizzazione può paralizzare.

### Qual è il futuro vincente?

I consulenti che usano Ai come "secondo cervello" per offrire un servizio impossibile prima, profondamente umano nella relazione ma sovrumano nella personalizzazione tecnica. Le reti che sapranno bilanciare questi elementi domineranno il mercato dei prossimi 10 anni.

### Quali sono gli elementi di cambiamento specifici?

1. Costi ancora più bassi: l'Ai riduce ulteriormente i costi operativi- fee sotto lo 0,10%.
2. Mass customization: portafogli veramente unici per ogni cliente, non solo 5-10 model portfolio.
3. Ottimizzazione fiscale in tempo reale: l'Ai che fa quotidianamente una sofisticata analisi delle perdite fiscali.
4. Asset alternativi: capacità di includere private market, crypto, real asset con gestione intelligente.

### Quali sono implicazioni per le reti tradizionali?

Paradossalmente, tutto ciò potrebbe rafforzare il ruolo dei consulenti umani:

- i robo diventeranno commodity che realizzano la differenziazione su ogni relazione umana;
- i consulenti potranno usare "robo-tool" potenziati per servire meglio i clienti;
- focus su wealth planning complesso, successioni, fiscalità cross-border.

### Chi saranno i vincitori e chi i perdenti?

- Vincitori: incumbent che integrano l'Ai nei robo (Vanguard, Schwab) + nuovi entranti tech-first.
- Perdenti: robo-advisor puri di prima generazione senza scala sufficiente per investire in Ai.
- Opportunità: partnership reti tradizionali + robo Ai per modello ibrido.

### Infine, qual è la vera disruption?

Quando l'Ai permetterà ai robo di gestire conversazioni complesse su obiettivi di vita, paure, sogni, territorio finora esclusivo del consulente umano. Ma siamo ancora a tre-cinque anni da questo scenario.

strategy group (un suo recente libro è recensito a pagina 30): «La pianificazione finanziaria diventerà più complessa. Alcuni esperti ritengono che i consulenti utilizzeranno la diagnostica medica per integrare stime personalizzate della longevità nel tempo e attribuiranno maggiore enfasi alle relazioni familiari. Esploreranno, inoltre, l'uso di dati e algoritmi per misurare le nostre tolleranze al rischio note e ignote. Michael Kitces, un'autorità di spicco in materia di pianificazione finanziaria, spiega che l'intelligenza artificiale non mira a sostituire i consulenti finanziari, ma ad aumentare le loro



capacità. Strumenti come i sistemi di elaborazione del linguaggio naturale (Nlp) possono trascrivere automaticamente le riunioni con i clienti, aggiornare i registri e persino redigere piani finanziari. L'automazione potrebbe fare risparmiare ai consulenti una-due ore al giorno, consentendo loro di concentrarsi maggiormente sulla pianificazione. L'intelligenza artificiale sta aiutando anche in questi compiti. Gli algoritmi di apprendimento automatico possono valutare le abitudini di spesa, la tolleranza al rischio e gli obiettivi per generare raccomandazioni personalizzate. Kitces sottolinea che l'Ai è particolarmente utile nel consentire ai consulenti di servire più clienti senza sacrificare la qualità».

## ADDIO LUNGHI COLLOQUI

«Ma l'intelligenza artificiale sta rendendo la personalizzazione scalabile», spiega **Joel Dickson**, che supervisiona la metodologia di consulenza di **Vanguard**. «Le tecniche di intelligenza artificiale, come l'apprendimento per rinforzo, possono ottimizzare le variabili per risolvere problemi multidimensionali, come la gestione delle tasse, delle spese e dell'allocazione delle risorse, per soddisfare al meglio gli obiettivi di un singolo cliente. E l'Ai risolve questi problemi in pochi secondi. Senza l'intelligenza artificiale, la consulenza personalizzata richiede lunghi colloqui con il cliente per rivedere le simulazioni, raccogliere feedback, eseguire altre simulazioni, raccogliere altro feedback e così via. Con l'intelligenza artificiale, un consulente può dire a un cliente: «Ecco la combinazione di strategie che ti offre la migliore possibilità di spendere ciò che desideri risparmiando ciò che hai previsto. Ora possiamo parlare di quale sia la più adatta a te». Il coaching emotivo rimarrà importante, ma non sarà il servizio più prezioso di un consulente. Sarà solo uno strumento in una cassetta degli attrezzi di capacità sempre più potenti. Pensate a un chirurgo. Avere forti capacità interpersonali e un buon rapporto con il paziente è prezioso nell'interazione con coloro che ricevono le cure e i loro cari. Ma il motivo principale per cui il paziente si rivolge a un chirurgo è un intervento chirurgico che rifletta gli ultimi progressi della medicina. Proprio come l'assistenza infermieristica, la consulenza finanziaria è stata difficile da automatizzare. Sebbene alcune aziende abbiano introdotto la "robo-consulenza", sono gli esseri umani a fornire la maggior parte della consulenza, un lavoro che richiede una combinazione di acume finanziario, pensiero analitico e intelligenza



emotiva che può essere altamente personalizzato e non di routine. L'intelligenza artificiale automatizzerà alcune attività, ma questa combinazione di competenze tecniche e di gestione delle relazioni rimarrà il fondamento del lavoro di un consulente finanziario. Con l'aiuto dell'intelligenza artificiale, questa base diventerà più solida e più importante (contributo tratto dal libro "Coming Into View: How Ai and Other Megatrends Will Shape Your Investments", di Joe Davis).

## PRODUTTIVITÀ AUMENTATA

E aggiunge ancora Joe Davis: «L'intelligenza artificiale aumenterà la produttività e il valore della consulenza finanziaria. Gli advisor svolgono un ruolo fondamentale nell'aiutare individui e organizzazioni a gestire il proprio patrimonio e a raggiungere i propri obiettivi finanziari. Secondo l'Ufficio di statistica del lavoro degli Stati Uniti, oltre 270 mila consulenti finanziari personali offrono servizi che vanno dalla pianificazione pensionistica e consulenza sugli investimenti a complesse pianificazioni patrimoniali e fiscali. I consulenti aggiungono valore anche attraverso il coaching comportamentale, assicurandosi che i loro clienti evitino comuni trappole comportamentali come la vendita di tutti i loro investimenti quando i prezzi scendono. Alcuni si chiedono se il futuro della consulenza finanziaria si concentrerà su questi elementi emotivi, poiché l'intelligenza artificiale esegue più calcoli e proiezioni finanziarie. La storia del lavoro suggerisce che un tale risultato è improbabile: le mansioni degli operai non sono scomparse con l'introduzione della catena di montaggio.

Al contrario, questi lavoratori si sono dedicati a nuove mansioni per aumentare la qualità del prodotto finale. Nei prossimi decenni, i consulenti finanziari dovranno affrontare un cambiamento simile nel mix di mansioni che compongono il loro lavoro. Il risultato sarà una maggiore scalabilità nella loro attività di consulenza».

## ATTENTI ALLA PIGRIZIA

In conclusione, anche se è difficile parlare di conclusione su un argomento come questo, che ha appena iniziato la sua opera di disruption e nessuno sa con certezza fin dove potrà arrivare, l'intelligenza artificiale, oggi è utilizzata soprattutto in ruoli di sostegno e di super-segretaria (come si affermava all'inizio), ma è sicuramente destinata a gestire incarichi ben più importanti di quanto non si faccia oggi. Può fornire al decisore finale, che resta il consulente, elementi importantissimi per gestire al meglio i patrimoni degli investitori. Certo, è assolutamente necessario che l'advisor non sia pigro e lasci tutto il lavoro all'Ai. Ma il pericolo vero è un altro: tutti gli esperti affermano che con un buon uso dell'intelligenza artificiale sarà possibile gestire un numero maggiore di clienti e che si possano liberare tante ore di lavoro per nuove acquisizioni. Il rischio a questo punto è che con un numero molto più alto di investitori si dia a tutti un servizio standard o quasi fornito dall'intelligenza artificiale. L'ideale sarebbe che almeno una parte del tempo liberato dai problemi concreti da affrontare fosse utilizzato per portare avanti un rapporto più approfondito con le persone cui si dà consulenza.

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 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|

## Cerchi un gestore per i tuoi investimenti? La forza dell'esperienza europea.

Ogni giorno mettiamo a tua disposizione soluzioni di investimento per investire i tuoi risparmi in tutto il mondo, partendo dall'Europa.  
Scegli un leader nato in Europa. Con radici in Europa. Che ti può aiutare a raggiungere il mondo.



amundi.it

**INFORMAZIONI IMPORTANTI.** Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il Prospetto e il Documento contenente le Informazioni Chiave (KID) prima di prendere una decisione finale di investimento. 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. Il collocamento di prodotti e servizi finanziari è sottoposto alla valutazione di appropriatezza o adeguatezza prevista dalla normativa vigente. 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. Ottobre 2025 - ©Getty Images | W CONRAN DESIGN