



BANCA
GENERALI
PRIVATE



CHI RICONOSCE IL VALORE, LO PREMIA.

Noi di Banca Generali Private lo facciamo ogni giorno. E per questo il gruppo Financial Times ci ha premiati come Best Private Bank in Italy 2025. Un riconoscimento che si rinnova per la settima volta in nove anni e che mette in luce l'eccellenza nella consulenza, nell'innovazione e nel supporto alle PMI.



PWM | THE BANKER

GLOBAL PRIVATE
BANKING AWARDS
2025

WINNER

Best Private Bank - Italy

DUE NOTIZIE BUONE E UNA CATTIVA di Giuseppe Riccardi



Mai come in quest'ultimo anno la professione di consulente finanziario è stata messa così fortemente in discussione. E a dare un forte contributo al dibattito sono stati tre fenomeni nuovi. Due di essi rendono la vita difficile ai Cf e sono l'affermazione degli Etf e la nascita a livello europeo della Ris (Retail investment strategy), la nuova normativa che impone di rendere totalmente palesi i costi e soprattutto di dimostrare che le commissioni pagate dal cliente sono giustificate da una serie di servizi a vero valore aggiunto. Chiaramente si tratta di una procedura non sempre facile da applicare e che renderà l'apertura di ogni rapporto, ma anche la richiesta di switchare verso al-

tri prodotti, molto complessa. Quanto agli Etf, hanno commissioni che non possono neppure lontanamente remunerare una consulenza finanziaria professionale. In questo contesto, indubbiamente problematico per i professionisti del risparmio, c'è stata l'esplosione dell'intelligenza artificiale, il terzo nuovo fenomeno dell'anno passato, che si sta dimostrando un'arma estremamente efficace. Da una parte elimina una grande quantità di lavoro burocratico e lascia molto tempo libero ai Cf per cercare nuovi clienti e, soprattutto, per curare con estrema attenzione gli investitori già acquisiti. Se è vero che il tempo è valore, indubbiamente l'AI ne aggiunge

ulteriormente alla professione.

Ma non si tratta solo di ciò. Come afferma nell'intervista che inizia a pagina 61 Emanuele Maria Carluccio, presidente di Efpa Europa, «L'AI offre strumenti potenti per analizzare i mercati, costruire portafogli più robusti, gestire il rischio e personalizzare il servizio. In definitiva, quindi, l'intelligenza artificiale non sostituisce la consulenza, ma la trasforma». In concreto, uno strumento estremamente efficace per controbattere le due minacce è in grado di selezionare i migliori professionisti sul mercato. Il pericolo è che la selezione sia troppo forte.



2026, UN INIZIO IN SALITA di Pinuccia Parini

Avremmo voluto iniziare l'anno con una nota diversa, ma le evoluzioni dello scenario geopolitico sembrano gettare le basi di un altro periodo difficile per gli equilibri internazionali. L'agenda del 2026 ha ancora al centro i conflitti in Ucraina e a Gaza, per citare quelli a noi più vicini, che si aggiungono alle circa 50-60 guerre in giro per il mondo.

Le aspettative di un possibile accordo tra Ucraina e Russia, con l'intermediazione degli Stati Uniti, si sono mostrate vane, visto che gli incontri tra Zelensky e Trump a Mar-a-Lago hanno rappresentato solo la tappa ulteriore di un negoziato che si presenta in estrema salita. Infatti, se i toni tra i due presidenti sono stati più distesi, l'ombra di Putin, assente per l'occasione, ha pesato sugli incontri e la vera disputa, presumibilmente, sarà sulle cessioni territoriali.

Nel frattempo Mosca ha proseguito a bombardare pesantemente l'Ucraina.

A Gaza i palestinesi continuano a morire, nonostante la tregua. Il governo israeliano ha bandito 37 Ong perché non soddisfano i nuovi requisiti per operare a Gaza, in Cisgiordania e a Gerusalemme Est. L'accusa è di non avere fornito elementi sufficienti a dimostrare che il loro personale non abbia rapporti con i gruppi terroristici. Dalla cessazione del fuoco, nella Striscia vive oltre un milione e mezzo di persone in situazioni umanitarie disastrose e di insicurezza alimentare. Qualsiasi sia il punto di vista sulla decisione presa, ridurre l'assistenza agli abitanti del luogo da parte di queste organizzazioni ha due ricadute: diminuirà la fornitura di aiuti alla popolazione e verranno meno le notizie da quei territori che non siano di emanazione governativa israeliana, visto che alla stampa non è concesso l'accesso a Gaza.

Tra il 2 e il 3 gennaio gli Stati Uniti hanno bom-

bardato il Venezuela. Donald Trump ha dichiarato che "governeranno" il Paese sino a quando non avrà luogo una transizione di potere. Il presidente Maduro e sua moglie sono stati catturati in un drammatico blitz a Caracas. Il Venezuela sta attraversando una crisi economica, sociale e politica. I diritti umani sono stati ripetutamente violati, così come la negazione della libertà di parola ha messo a dura prova i diritti umani nel Paese e la popolazione ne sta pagando il prezzo più caro. Tuttavia, l'operazione orchestrata dagli Stati Uniti solleva parecchi dubbi sul rispetto del diritto internazionale e costituisce un precedente preoccupante.

Sarà un altro anno scandito da un inasprimento degli scontri politici e geopolitici? È probabile, anche perché a novembre ci saranno le elezioni di metà mandato negli Usa e potrebbero esserci altre sorprese.

Nel frattempo, il 2026 è iniziato con i boti e non erano fuochi d'artificio.

SOMMARIO

Numero 180
dicembre 2025 / gennaio 2026
anno 18/19

editore
Giuseppe Riccardi

direttore
Giuseppina Parini

vice direttore
Boris Secciani (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione
Elisa Terenzio, Stefania Sala

collaboratori
Stefania Basso,
Paolo Francesco Bruno,
Arianna Cavigoli, Paolo Andrea Gemelli,
Rocki Gialanella, Mark William Lowe,
Fabrizio Pirolli, Pier Tommaso Trastulli,
Emanuela Zini

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

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

direttore responsabile
Alessandro Secciani

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

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

immagini usate su licenza di
Shutterstock.com

3 EDITORIALE

6 GEOPOLITICA

Bangladesh, fuori dai paesi meno sviluppati, ma non è detto che sia un bene

8 OSSERVATORIO ASIA

Cina, contano gli obiettivi

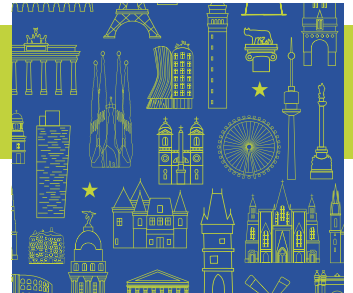
10 FACCIA A FACCIA

Salman Ahmed, global head of macro and strategic asset allocation, Fidelity International
«Investire allargando gli orizzonti»

Luca Simoncelli, investment strategist, Invesco
«Ottimismo per il 2026, ma bisogna ribilanciare i portafogli»

14 IL COMPLICATO RISVEGLIO
DELL'EUROPA

L'alba di un nuovo paradigma



30 INVESCO RACCONTA

Un penny per la fortuna: quando una piccola moneta racconta un grande cambiamento

32 FLOSSBACH VON STORCH

Inversione dei tassi, ondata di debiti e la grande politica

34 ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

Mitigare i rischi con l'investimento sostenibile

36 LOMBARD ODIER INVESTMENT MANAGERS

Opportunità nella transizione verso un futuro sostenibile

38 FEDERATED HERMES

Valore e qualità in Asia

40 PICTET ASSET MANAGEMENT

Em, una storia di lungo periodo

42 MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT

Brand globali; un investimento a lungo termine

44 JUPITER ASSET MANAGEMENT

Coco, una nicchia in cui cercare rendimento

46 OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA

Siamo tutti di passaggio

50 OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE

Un mercato globale non ancora maturo

53 KELONY

Investire in Ai o con Ai?

56 LA FINANZA E LA LEGGE

Esce l'intermediario ed entra l'Sgr nell'Acf

58 BANCA GENERALI

Azionario troppo spesso dimenticato

59 ARTE

Michelangelo Pistoletto alla Villa reale di Monza

61 CONSULENTI&RETI
Emanuele Maria Carluccio

74 INCHIESTA
Intelligenza artificiale negli uffici studi





DELIVERING YOUR GOALS

La nostra gestione
punta ad un solo obiettivo:
consegnarvi risultati concreti.

Tutti seguono la stessa strada,
noi scegliamo la nostra.

Oltre il consenso.
Oltre i benchmark.
Oltre la gestione tradizionale.



Plenisfer
INVESTMENTS

WWW.PLENISFER.COM

Bangladesh, fuori dai paesi meno sviluppati, ma non è detto che sia un bene

a cura di Mark William Lowe

Nel novembre 2026, il Bangladesh lascerà ufficialmente la lista dei paesi meno sviluppati (least developed countries, Ldc) delle Nazioni Unite. Questo passo chiude un lungo capitolo della storia economica del Paese e ne apre uno più impegnativo. L'uscita graduale da questa categoria viene spesso presentata come un evidente successo, ma in realtà segna l'inizio di un periodo in cui il Bangladesh dovrà competere sui mercati globali con meno protezioni e meno vantaggi automaticamente garantiti. Per gli investitori e i decisori politici, il 2026 non è un evento da festeggiare: è una prova di stress per la competitività del Bangladesh, le sue capacità di gestione macroeconomica e di operare senza privilegi commerciali.

NON PIÙ AIUTI ALL'EXPORT

Negli ultimi 30 anni il Bangladesh ha subito una profonda trasformazione economica. Un tempo fortemente associato alla dipendenza dagli aiuti, il Paese ha costruito una grande economia orientata alle esportazioni. Il settore manifatturiero, guidato principalmente dall'industria dell'abbigliamento, ha sostituito l'agricoltura come motore principale della crescita. I servizi si sono espansi costantemente, sostenendo l'urbanizzazione e i consumi interni. Il Bangladesh è oggi il secondo esportatore mondiale di abbigliamento dopo la Cina. Il settore impiega milioni di lavoratori e genera la maggior parte dei proventi delle esportazioni. Questo successo è stato sostenuto da un accesso preferenziale al

mercato, in particolare all'Unione Europea, e da finanziamenti agevolati legati allo status di paese meno sviluppato. La gradualità comporta una riduzione di questo quadro di sostegno e, nel tempo, la sua completa eliminazione.

CHE COSA CAMBIA REALMENTE

L'uscita dallo status di paese meno sviluppato limiterà gradualmente l'accesso alle esportazioni esenti da dazi e alle quote e inasprirà le norme in materia di sostegno al commercio e alla proprietà intellettuale. La preoccupazione immediata è la competitività, soprattutto nel settore dell'abbigliamento, dove i margini sono ridotti e la sensibilità ai prezzi è sempre più elevata. Sono già state messe in atto alcune misure di aiuto alla transizione: il Giappone, ad esempio, ha confermato che il Bangladesh manterrà l'accesso esente da dazi al suo mercato per tre anni dopo l'uscita dallo status di paese meno sviluppato. Accordi temporanei simili esistono in altri mercati, tra i quali l'Unione Europea. Sebbene queste misure riducano il rischio di uno shock improvviso, sono temporanee per loro natura e come tali devono essere interpretate. Mentre questi sostegni provvisori rimangono in vigore, la sfida per il

Bangladesh è passare rapidamente da un modello economico basato sulla produzione a basso costo e sulle preferenze commerciali a uno fondato sulla produttività, la conformità e l'affidabilità.

IL DIVIDENDO DEMOGRAFICO

Secondo le ultime statistiche del Fondo delle Nazioni Unite per la popolazione (Unfpa), con quasi 170 milioni di abitanti, il Bangladesh è uno dei paesi più densamente popolati al mondo. I dati dell'Unfpa indicano che circa il 10% dei bengalesi ha un'età compresa tra 15 e 19 anni, mentre circa il 65% rientra nella fascia di età lavorativa (da 18 a 60 anni). Questa struttura demografica rimane una delle risorse più importanti del Paese. Una forza lavoro giovane sostiene il settore manifatturiero-

“ Negli ultimi trent'anni il Bangladesh ha subito una profonda trasformazione economica. Un tempo fortemente associato alla dipendenza dagli aiuti, il Paese ha costruito una grande economia orientata alle esportazioni ”

ro, i servizi e la domanda interna e offre un potenziale di crescita a lungo termine se la qualità dell'occupazione migliora. Le



industrie ad alta intensità di manodopera hanno assorbito milioni di lavoratori, tra i quali una percentuale significativa di donne che sono entrate nel mondo del lavoro formale. Ciò ha contribuito alla crescita e al cambiamento sociale, ma la creazione di occupati non è più sufficiente: la prossima fase dello sviluppo economico del Bangladesh dipenderà dall'aumento delle competenze professionali, dal soddisfacimento dei requisiti di formazione e dall'incremento della produttività. Se la forza demografica non è accompagnata da una forza lavoro a maggiore valore, rischia di diventare una fonte di pressione più che un vantaggio.

UN CAMBIAMENTO INCOMPLETO

Il Bangladesh non è più un'economia agricola: i servizi rappresentano oltre la metà del prodotto interno lordo, mentre l'industria contribuisce per più di un terzo. L'agricoltura rimane importante per l'occupazione, ma il suo peso economico continua a diminuire.

Sebbene ciò rifletta un certo successo nel cambiamento strutturale, l'attenzione verso esportazioni specifiche rimane elevata: l'industria dell'abbigliamento continua a dominare il commercio estero, mentre settori come il farmaceutico, l'ingegneria leggera, l'informatica e la cantieristica navale sono ancora in fase di sviluppo. La resilienza post-Ldc richiederà una forte attenzio-

ne alla diversificazione, senza la quale l'economia rimarrà esposta agli shock commerciali e ai cambiamenti politici all'estero.

TENSIONE MACROECONOMICA

Nonostante l'impatto della pandemia, per gran parte dell'ultimo decennio il Bangladesh ha registrato una crescita media superiore al 6%. Più recentemente, la crescita ha subito un rallentamento, riflettendo le condizioni globali, la pressione inflazionistica, lo stress valutario e le condizioni finanziarie più rigide. Le proiezioni della Banca Mondiale per il 2025 e il 2026 indicano un'espansione più moderata, vicina al 4,2% registrato nel 2024.

In realtà, il rallentamento riflette un aggiustamento più che un declino, tuttavia, una volta promosso, ossia non più considerato un paese in difficoltà, sarà fondamentale per il Bangladesh una solida disciplina macroeconomica. Il controllo dell'inflazione, la gestione dei cambi e la stabilità fiscale saranno decisivi per mantenere la fiducia degli investitori e dei mercati durante il periodo di transizione.

DIBATTITO SULLA TEMPISTICA

Gli investimenti diretti esteri rimangono bassi, rispetto alle dimensioni dell'economia. Sebbene le infrastrutture, uno degli aspetti più importanti per gli operatori stranieri, siano notevolmente migliorate, la

complessità normativa, i ritardi doganali e le preoccupazioni sulla governance continuano a scoraggiare gli investitori.

Ciò ha alimentato il dibattito interno, con diversi gruppi imprenditoriali che sostengono che la promozione dovrebbe essere rinviata per concedere più tempo per semplificare la normativa, migliorare la governance, preparare accordi commerciali e proteggere la competitività. Nonostante le pressioni degli analisti e degli imprenditori, il governo ha finora respinto queste richieste e sta perseguendo molteplici iniziative commerciali e politiche per garantire l'accesso al mercato post-Ldc. Sebbene questa scelta rifletta fiducia, essa aumenta anche le aspettative: una volta eliminata la protezione del trattamento preferenziale, i risultati del governo saranno più importanti del potenziale nazionale.

OLTRE IL 2026

Il piano strategico a lungo termine "Vision 2041", formulato dal consiglio economico nazionale, mira a portare il Bangladesh a uno status di reddito elevato entro due decenni. La strategia si basa su una serie di ipotesi ben definite: crescita sostenuta della produttività, maggiore diversificazione delle esportazioni, istituzioni più forti e un passaggio graduale verso attività economiche di maggiore valore. L'uscita dallo status di paese meno sviluppato non è, quindi, un punto di arrivo, ma una prima prova per verificare se questi obiettivi possono trasformarsi da ambizione politica a concretezza economica.

Dopo il 2026, i risultati dipenderanno più direttamente dalla competitività, dalla coerenza delle politiche e dalla qualità del contesto imprenditoriale. Ciò richiederà sforzi costanti per ridurre gli attriti normativi, migliorare l'efficienza delle infrastrutture, rafforzare la governance e garantire una maggiore prevedibilità per gli investitori.

Il periodo post-Ldc metterà alla prova anche la capacità dello stato di gestire i rischi di transizione mantenendo la stabilità sociale. Gli aumenti di produttività devono tradursi in posti di lavoro migliori, redditi più elevati e una più ampia partecipazione alla crescita. Le opportunità e i rischi sono considerevoli e il risultato finale dipenderà dalla capacità di convertire la forza demografica e il cambiamento strutturale in una competitività duratura in un contesto globale meno protetto.

Cina, contano gli obiettivi

a cura di **Pinuccia Parini**

Con la fine del 2025 si è chiusa una fase importante per la Repubblica Popolare Cinese (Rpc) che ha aperto le porte al prossimo piano quinquennale per il periodo 2026-2030. I dettagli degli obiettivi, che saranno esposti il prossimo marzo, sono a grandi linee già noti e tendenzialmente in linea con quanto emerso nel 2025. Nel suo messaggio alla nazione, il 31 dicembre, Xi Jinping ha espresso tutto il suo compiacimento per i risultati conseguiti dal suo Paese.

I RISULTATI RAGGIUNTI

Il leader ha parlato del raggiungimento degli obiettivi del XIV Piano quinquennale e dei progressi nella modernizzazione della nazione, grazie all'accrescimento della forza economica, delle conoscenze tecnologiche e scientifiche, delle capacità di difesa. «Il nostro popolo gode di un crescente senso di benessere, felicità e sicurezza», ha sottolineato Xi Jinping, che non ha mancato di lodare l'impegno del suo popolo: «Gli ultimi cinque anni sono stati un percorso davvero straordinario e i nostri risultati non sono stati facili da raggiungere. Il vostro instancabile impegno ha reso la nostra nazione fiorente e prospera».

Un ruolo decisivo nel raggiungimento degli obiettivi lo ha giocato l'innovazione, con la scienza e la tecnologia che hanno fatto da traino per le industrie, insieme allo sviluppo dell'intelligenza artificiale (Ai). I cinque anni passati hanno anche rafforzato il senso di appartenenza alla Rpc dei suoi cittadini sempre più consapevoli, sempre secondo il presidente,

delle loro radici culturali, dove la tradizione abbraccia la modernità.

Ma per quanto riguarda i risultati economici del 2025, sino a novembre, gli investimenti fissi sono scesi su base annua, così come quelli privati che hanno però dimostrato al loro interno una netta divergenza: sono cresciuti significativamente nella manifattura ad alto contenuto tecnologico, nei servizi d'informazione e nelle infrastrutture. È invece continuato il calo nel settore immobiliare, un elemento che probabilmente pesa sul recupero della fiducia del consumatore cinese. Questa debolezza è stata compensata dalle esportazioni che a novembre sono

cresciute complessivamente del 5,9% su base annua, invertendo la contrazione dell'1,1% registrata in ottobre e facendo registrare un surplus commerciale degli 11 mesi dell'anno per la prima volta superiore a 1.000 miliardi di dollari. È altamente probabile che il target di aumento del Pil del 5% sarà raggiunto, ma rimane ancora molto da fare per dare un senso a una cifra che non dovrebbe essere solo un obiettivo politico sulla carta. L'attuale modello di crescita presenta dei limiti che,

guardando al futuro, devono essere superati: va rafforzata la domanda interna e la fiducia della popolazione in un contesto globale sfidante.

UN FUTURO CONDIVISO

All'interno di un discorso che ha celebrato i successi del Paese, non poteva mancare un richiamo al vertice dell'Organizzazione per la Cooperazione di Shanghai a Tianjin e alla necessità di un

*“ Un ruolo decisivo
nel raggiungimento degli obiettivi
lo ha giocato l'innovazione, con la scienza
e la tecnologia che hanno fatto da traino
per le industrie, insieme
allo sviluppo dell'intelligenza
artificiale (Ai) ”*

sistema di governance globale più giusto ed equo. In questo contesto, la Cina «è sempre dalla parte giusta della storia ed è pronta a collaborare con tutti i paesi per promuovere la pace e lo sviluppo nel mondo e costruire una comunità con un futuro condiviso per l'umanità», ha ricordato Xi Jinping. Il leader, però, ha ribadito con fermezza la politica di «un paese, due sistemi», che ha sotteso all'annessione di Hong Kong e Macao. All'auspicio di una maggiore integrazione delle due

regioni amministrative speciali con lo sviluppo della Rpc, non poteva mancare un rimando a Taiwan: «Noi cinesi su entrambe le sponde dello Stretto di Taiwan abbiamo in comune un legame di sangue e di parentela. La riunificazione della nostra madrepatria, una tendenza dei nostri tempi, è inarrestabile!» Ed è curioso che queste ultime dichiarazioni siano avvenute pochi giorni dopo le esercitazioni cinesi, le più grandi di sempre, che simulavano un blocco dell'isola di Taiwan. Per la cronaca, il fatto è avvenuto sempre dopo che gli Stati Uniti avevano approvato la più consistente vendita di armi mai fornita alla Repubblica di Cina, del valore di 11,1 miliardi di dollari. Che quanto accaduto sia il preludio di un prossimo attacco all'Isola è improbabile, anche dopo la cattura di Maduro da parte degli Stati Uniti per controllare il Venezuela. Il blitz alle principali installazioni militari del Paese che si affaccia sul mare dei Caraibi, infatti, difficilmente costituisce un precedente perché la Cina si impossessi di Taiwan: non ne ha bisogno e se non ha sinora agito è perché ha ritenuto per il momento più consono utilizzare le pressioni politiche e militari. Fa comunque riflettere che si sia di fronte a una serie di cambiamenti di equilibri geopolitici in cui le potenze coinvolte fanno di potere agire senza che vi siano serie ripercussioni. Il 2026 si affaccia in uno scenario di spartizione del mondo sempre più connotato da sfere di influenza all'interno delle quali la nazione più forte può agire praticamente indisturbata.

I PROSSIMI CINQUE ANNI

Ma per tornare al discorso di fine anno, Xi Jinping ha concluso dicendo: «Il 2026 segna l'inizio del XV piano quinquennale (...) Dobbiamo compiere passi concreti per incoraggiare uno sviluppo di alta qualità, promuovere ulteriormente le riforme e l'apertura su tutti i fronti, garantire prosperità per tutti e scrivere un nuovo capitolo nella storia del miracolo cinese» e ricordando che, rispolverando la retorica di partito, si tratta di un «sogno ambizioso» e di un «lungo viaggio». L'obiettivo non è certo a portata di mano, nonostante l'impegno delle autorità a promuovere politiche di welfare e a cercare di stimolare i consumi. Ed è quest'ultimo aspetto che sembra

sia diventato la priorità del Presidente, così come illustrato in un articolo pubblicato a metà dicembre su «Qiushi», la rivista teorica del Partito comunista cinese. Qui il premier ha ricordato che, se in passato sono stati gli investimenti e il miglioramento della capacità produttiva gli elementi su cui focalizzarsi per rendere possibile l'espansione economica, ora è il consumo finale il «motore sostenibile di una crescita economica». Questo tema sarà probabilmente centrale nel prossimo Piano quinquennale, visto anche quanto risultato dalla conferenza del Comitato centrale del Pcc sul lavoro economico.

Dall'incontro è emerso quanto sia necessario perseverare nella guida della domanda interna e costruire un mercato domestico forte. È probabile che questi intenti siano perseguiti anche attraverso l'utilizzo di strumenti fiscali per aumentare i redditi delle famiglie, le pensioni di base, incrementando contestualmente l'offerta di servizi di base. Ma la questione è che questo riequilibrio dell'economia cinese guidato dai consumi è atteso da tempo ed è un'impresa ardua.

Già nel 2007, il premier Wen Jiabao aveva apertamente criticato la crescita della Cina definendola «instabile, squilibrata, non coordinata e insostenibile». Fu un'accusa potente che invitava all'azione. Lo stesso fece nel 2010 il vicepremier Li Keqiang, lamentando una «struttura economica irrazionale» della Cina. Xi, una volta diventato presidente, fece lo stesso, ma gli sforzi o non sono stati sufficienti o non si sono focalizzati in modo adeguato sull'obiettivo, visto che, negli ultimi cinque anni, il peso dei consumi privati sul Pil è stato sotto il 40%, con il dato del 2024 che si è attestato al 39,9%. Come ha ricordato Stephen Roach, membro dell'Università di Yale e già presidente di Morgan Stanley Asia, in un articolo dello scorso ottobre su Project Syndicate, la leadership cinese «dovrebbe preoccuparsi maggiormente di stimolare la domanda dei consumatori, il che significa fissare un obiettivo chiaro di aumentare i consumi delle famiglie al 50% del Pil entro il 2035».

I PIANI QUINQUENNALI

Ma quanto sono importanti i piani quinquennali cinesi? Il primo coprì gli anni dal

1953 al 1957. L'obiettivo della sua redazione era gettare solide basi per lo sviluppo economico, mutuando in qualche modo il modello di pianificazione sovietico. La necessità di adottare questo modus operandi nasceva da un Paese afflitto dalla povertà e sottosviluppato, che aveva visto fondare la Repubblica Popolare Cinese solo nel 1949. Alcuni di questi piani hanno avuto un impatto sull'economia globale, come quello del 1981-1984, che segnò il periodo di «riforma e apertura» guidato da Deng Xiaoping, che dichiarò che era giunto il momento di abbracciare alcuni elementi del libero mercato. Fu una fase di forte crescita economica, modernizzazione e apertura. Un altro è quello che si è appena concluso, 2021-2025, periodo caratterizzato dallo «sviluppo di alta qualità» che ha portato la Cina a essere all'avanguardia in alcuni ambiti tecnologici, come l'intelligenza artificiale.

A differenza di ciò che avviene nei paesi occidentali, la politica cinese non opera secondo i cicli elettorali, bensì in base a specifici obiettivi da raggiungere nell'arco di cinque anni. Certamente, una delle ragioni che possono essere addotte è la mancanza di elezioni democratiche e del fatto che, di conseguenza, la riconferma di un leader non è determinata dai risultati raggiunti. Tuttavia, questi piani diventano per la leadership politica una guida verso la direzione da perseguire, un modo per allocare risorse e uno stimolo allo sviluppo sociale ed economico per un periodo di cinque anni. Agli inizi, questa pianificazione adottava target quantitativi molto dettagliati (generazione di elettricità, produzione di auto), ma dagli inizi del 2000 c'è stato un cambio di passo e Pechino ha spostato l'attenzione verso obiettivi più ampi.

Ora la Cina è guidata da un presidente che, teoricamente, ha un mandato senza limiti temporali, ma che dovrà fare i conti con un cambiamento all'interno della leadership in vista del Congresso del Pcc del 2027. Come conciliare continuità politica con il rinnovo dei vertici del partito è una questione molto delicata. Xi Jinping ha fatto in modo di avere intorno a sé persone fidate, ma quando il cerchio si stringe troppo è proprio il momento in cui i problemi potrebbero sorgere.

FACCIA A FACCIA

SALMAN AHMED

GLOBAL HEAD OF MACRO AND STRATEGIC ASSET ALLOCATION
FIDELITY INTERNATIONAL

Investire allargando gli orizzonti

a cura di Pinuccia Parini

Come si delinea il 2026?

«In vista del 2026, il contesto per gli asset rischiosi si prospetta favorevole. Iniziamo il nuovo anno in uno scenario macroeconomico benigno: la crescita dovrebbe essere resiliente e la politica (sia monetaria, sia fiscale) è accomodante. L'inflazione sottostante è ancora elevata, ma in fase di moderazione, e il rischio di una brusca recessione causata dai dazi è diminuito. I rischi permangono, con l'ulteriore deterioramento del mercato del lavoro, l'aumento dell'inflazione, e la difficile indipendenza della Banca centrale Usa; inoltre la solidità dei cicli di spesa in conto capitale e degli utili associati all'intelligenza artificiale (Ai) richiede una maggiore prudenza. Al momento sembrano gestibili. Tuttavia, il contesto a lungo termine risulta più complesso».

Che cosa la preoccupa?

«Al di là della stabilità a medio termine, si sta verificando una progressiva frammentazione globale, dopo anni di globalizzazione e di accumulo del debito. Il Liberation day è stato di per sé una manifestazione di questi cambiamenti strutturali e da allora ha accelerato la frammentazione globale in blocchi regionali. Sebbene Trump abbia abbandonato la posizione massimalista espressa nel Rose Garden ad aprile, la politica sui dazi e quella commerciale degli Stati Uniti sono ora le più restrittive dalla Seconda guerra mondiale. A questa frammentazione seguirà un ulteriore indebolimento intenzionale del biglietto verde. Il presidente americano ha cercato di ridurre il deficit commerciale degli Stati Uniti con il resto del mondo, interrompendo il ciclo di



riciclo di capitali esteri negli asset denominati in dollari statunitensi. L'amministrazione preferirebbe che gli investitori puntassero su attività produttive, quali fabbriche e progetti infrastrutturali, anziché su titoli di stato improduttivi, prediletti dai portfolio manager delle riserve estere. Al momento, il valore del dollaro rappresenta uno strumento politico strategico e, di conseguenza, prevediamo che nei prossimi anni diminuirà, soprattutto con l'intensificarsi del dibattito sull'indipendenza della Fed nel mese di maggio, quando il presidente Jerome Powell terminerà il suo mandato».

Quindi, come potrebbe cambiare l'approccio degli investitori al rischio associato al dollaro statunitense?

«Nel 2026, assisteremo indubbiamente a una maggiore volatilità geopolitica: in questo contesto, l'oro dovrebbe fornire una certa protezione. Anche l'euro appare più interessante, soprattutto ora che la Fed è sotto pressione affinché riduca i tassi di interesse oltre quanto sarebbe giustificato. L'allentamento di bilancio e l'aumento della spesa per la difesa in Germania dovrebbero favorire l'euro. Le strategie orientate al reddito offrono un ulteriore strumento per proteggere i portafogli. Oltre a garantire flussi di cassa più stabili, gli investimenti incentrati sui dividendi diversificheranno in modo naturale le allocazioni al di là dei titoli tecnologici growth, dai quali gli investitori hanno sviluppato una forte dipendenza. Il cambiamento delle dinamiche proseguirà ben oltre il 2026. In una prospettiva di lungo termine, visto il peso dei titoli azionari americani all'interno degli indici di riferimento globali, gli investitori non statunitensi dovranno valutare se i loro attuali rapporti di copertura saranno adeguati in un contesto in cui il dollaro è sottoposto a pressioni crescenti, non da ultimo a causa della politica di Washington. Prevediamo, inoltre, che l'inflazione rimarrà strutturalmente più elevata, il che implica un aumento delle correlazioni tra azioni e obbligazioni. Ciò rafforza l'attrattiva delle fonti alternative di diversificazione, come gli asset reali, le valute e le strategie orientate al rendimento assoluto».

Un dollaro sotto pressione renderebbe interessanti gli asset dei mercati emergenti (Em)?

«L'eventuale deprezzamento del dollaro

dovrebbe rappresentare un vantaggio. Gli asset degli Em sono una delle nostre principali convinzioni per il 2026. Le azioni in paesi come la Corea del Sud e il Sudafrica stanno mettendo a segno una rivalutazione, grazie al miglioramento dei fondamentali e alle valutazioni interessanti rispetto al resto del mondo. Anche la Cina appare interessante per il 2026 sulla spinta delle continue politiche di sostegno che creano opportunità specifiche. Allo stesso modo, il debito in valuta locale dei mercati emergenti, in particolare in America Latina, offre rendimenti reali interessanti e curve ripide. Esistono numerose aree di interesse idiosincroniche e il Brasile rappresenta una delle favorite».

Tornando a parlare invece di potenziali rischi, c'è la possibilità di un deterioramento del mercato del credito?

«Nel credito, gli spread rimangono ridotti e negli Stati Uniti ci stiamo avvicinando alle fasi finali del ciclo. Ciò ci porta a considerare il credito a breve termine come un modo difensivo per generare carry. Da una prospettiva multi-asset, in generale preferiamo l'high yield rispetto all'investment grade, poiché i fondamentali del credito rimangono solidi».

Nutre qualche preoccupazione sul tema dell'AI?

«Lo scenario dell'intelligenza artificiale è chiaro: questa tecnologia promette di migliorare la produttività e incrementare i margini aziendali. Ed è proprio per questa ragione che il mercato è disposto a sostenere valutazioni più elevate lungo l'intera filiera dell'AI. Tuttavia, questa catena è molto estesa ed esistono diversi modi per sfruttare questo tema per tutto il 2026. Oltre ai produttori di chip e ai ben noti sviluppatori principali, vi sono aziende che forniscono le infrastrutture e le piattaforme senza le quali l'adozione dell'AI sarebbe impossibile. A valle di queste aziende si colloca il tema dell'AI "fisica", che potrebbe registrare un boom nei prossimi 12 mesi: sono le imprese che producono robotica basata su questa tecnologia e processi di automazione industriale. A ciò si aggiunge l'enorme fabbisogno di energia elettrica, che richiederà circa 21 mila miliardi di dollari di investimenti nella rete elettrica entro il 2050, con la conseguente creazione di 9 milioni di chilometri di rete di trasmissione aggiuntiva. Intendiamo trarre vantaggio da tutti gli anelli della catena del valore dell'AI, continuando a

investire negli hyperscaler e nei produttori di chip, ma anche individuando valore tra i beneficiari sottostanti e più economici, che stanno appena iniziando a recuperare terreno».

Parlando di diversificazione dei portafogli, quali sono le vostre considerazioni sui mercati privati?

«I private asset rappresentano un modo per diversificare alleggerendo l'esposizione ai mercati pubblici. Questa riflessione vale in particolar modo in un periodo di frammentazione che mette a dura prova soprattutto le large cap internazionali, le cui catene di approvvigionamento e fonti di ricavi risultano più esposte alle tensioni geopolitiche. Gli investimenti in private asset offrono un'esposizione a società del mid-market, focalizzate a livello regionale. Anche alcuni segmenti del mercato degli attivi privati potrebbero trarre vantaggio dai cambiamenti previsti in tutto il mondo nel corso del 2026. Gli investimenti nelle infrastrutture, ad esempio, offrono un modo alternativo per sfruttare la diffusione di tendenze secolari, quali l'intelligenza artificiale e la transizione energetica, senza dovere fare affidamento sui segmenti più superficiali di tali mercati. Per quanto riguarda l'AI, in particolare, la disponibilità di energia rappresenta il principale vincolo per l'incremento della capacità e le connessioni in fibra ottica si stanno dimostrando la spina dorsale della nuova economia tecnologica. Per adeguare entrambi sarà necessario un investimento significativo nelle infrastrutture di supporto».

Il credito privato rappresenta un'altra possibilità di diversificazione. Quali sono le vostre considerazioni in merito?

«Nel corso del 2026 sarà opportuno considerare l'asset class con una certa cautela. Se i tassi di default dovessero salire, è importante disporre di una solida protezione dai ribassi e della giusta esperienza per migliorare il tasso di recupero od operare con asset sottoposti a stress. È inoltre fondamentale scegliere il segmento di mercato appropriato. A nostro avviso il mid-market, o determinati comparti dei settori non ciclici del mid-market inferiore, potranno conseguire performance migliori. Si tratta di un'area meno affollata, dove gli istituti di credito sono sottoposti a una minore pressione nell'impiegare i capitali».

FACCIA A FACCIA

LUCA SIMONCELLI

INVESTMENT STRATEGIST

INVESCO

Ottimismo per il 2026, ma bisogna ribilanciare i portafogli

a cura di Pinuccia Parini

Il contesto Goldilocks per i mercati finanziari varrà anche nel 2026?

«Penso che lo scenario rimarrà positivo, ma bisognerà essere più selettivi e attenti alle valutazioni dei mercati finanziari. Infatti, se il quadro di fondo è buono da un punto di vista macroeconomico, con la crescita in ripresa e l'inflazione che non desta serie preoccupazioni, le scelte di portafoglio diventano la discriminante per cavalcare un anno che si presenta ancora favorevole per gli investitori. In altre parole, è opportuno ripensare all'esposizione all'interno delle diverse asset class: se è vero che non c'è una bolla speculativa legata all'intelligenza artificiale, è altrettanto indiscutibile che ci saranno aziende vincitrici e altre sconfitte. Se le dinamiche dei prezzi al consumo non fanno pensare a un'impennata al rialzo, la decisione su quale duration avere nei portafogli obbligazionari dovrà prendere in considerazione il deterioramento dei conti

pubblici nelle economie avanzate e la possibilità di un ulteriore irripidimento della curva dei rendimenti».

Quindi nessun rischio di essere troppo accondiscendenti?

«Al momento, il contesto rimane incoraggiante e la view di Invesco è "bullish". Tuttavia, non credo che nel 2026 le azioni e le obbligazioni avranno la stessa tendenza sincronizzata, anzi, mi aspetto ancora una volta volatilità sulle scadenze più lunghe del reddito fisso e instabilità sulla duration. È un comportamento che a sprazzi ha fatto capolino anche nel 2025 e mi attendo che quest'anno possa assumere toni ancora più accesi».

Anche se non vede un ritorno dell'inflazione?

«Esatto, perché ritengo che i prezzi al consumo siano in fase di stabilizzazione, ma i



conti pubblici si stanno deteriorando un po' ovunque nei mercati sviluppati e potrebbe verificarsi uno squilibrio tra domanda e offerta. Infatti, è possibile che gli investitori vogliono essere maggiormente remunerati per sottoscrivere le emissioni governative dopo un periodo di discesa dei tassi d'interesse. Per non parlare poi dell'aumento massiccio dell'ammontare di debito che finirà sui mercati: mi attendo che ci sia una salita dei tassi d'interesse oltre le scadenze a 10 anni e maggiore volatilità. Penso, infatti, che la parte a breve termine della curva non vedrà dei rialzi e ciò varrà per quasi tutti i mercati principali, a eccezione del Giappone. In questa prospettiva, credo sia eccessivo scommettere su un aumento dei tassi da parte della Bce nella prossima riunione di gennaio».

Quindi che cosa potrebbe riportare volatilità nel mercato del reddito fisso?

«Credo ci sia la possibilità di un aggiustamento del term premium, ossia il compenso che viene richiesto per i rischi dell'investimento in titoli di debito a più lungo termine rispetto a quelli a più breve termine. È possibile, che gli investitori pretenderanno rendimenti elevati per sottoscrivere il rischio di volatilità legato a una ripresa dell'inflazione nei prossimi anni per le politiche fiscali espansive e l'aumento del debito. Non sarà un problema che peserà sul 2026, ma bisogna ricordare che i mercati cominciano a scontare in anticipo il deterioramento dei conti pubblici».

Per cui duration sotto i 10 anni?

«Direi, per i governativi, di puntare anche su tre-cinque anni, perché non c'è bisogno di investire nei titoli decennali. E, per quanto riguarda la parte del credito, una maggiore prudenza, soprattutto prendendo in considerazione le valutazioni, diventa necessaria e ciò mi porta, ad esempio, a essere più cauto nei confronti dei titoli Hy americani».

Prevede un peggioramento del default rate?

«No, non mi aspetto un'esplosione del default rate, ma penso si debbano fare alcune riflessioni sulle valutazioni raggiunte dai bond in termini di rischio/rendimento. Come accennato in precedenza, in uno scenario Goldilocks, qualsiasi cambiamento, sia che si tratti di aumento della volatilità sulle scadenze più lunghe, sia che getti alcune ombre sull'intelligenza artificiale, potrebbe provocare alcuni scossoni

in un mercato che prezza la perfezione e in cui le valutazioni non offrono alcuna protezione. In quest'ottica, sarebbe preferibile investire in obbligazioni Ig, soprattutto europee rispetto a quelle americane, perché sono convinto che ci sarà ancora debolezza sul dollaro. Inoltre, c'è un altro fattore che va tenuto in considerazione sul mercato del credito: lo scenario attuale potrebbe spingere soprattutto il corporate America ad aumentare l'ammontare delle emissioni per finanziare le proprie attività, con la possibilità che ciò sbilanci il rapporto domanda/offerta. Anche da questo punto di vista, il credito europeo risulta più appetibile».

A proposito di Europa, non crede che le decisioni prese lo scorso dicembre sugli asset russi congelati, mostri un continente non così fragile come la retorica tende a rimarcare?

«Di fatto, il Vecchio continente ha dato dimostrazione, come già accaduto in passato, di rispondere in modo efficace a determinate situazioni d'emergenza o di crisi. Indubbiamente, questa riflessione non è direttamente legata ai mercati finanziari, ma una percezione diversa dell'Europa e della capacità di messa a terra di alcune misure alimenta una fiducia maggiore negli investitori. Dagli accordi del 19 dicembre 2025 esce un'Unione più coesa di quanto non appaia e che ha assunto un'ottica più pragmatica sulla futura ricostruzione dell'Ucraina. Inoltre, non va dimenticato che nel 2026 comincerà l'utilizzo del piano di stimoli tedesco».

Quindi si comperano le azioni europee?

«Secondo me sì, in particolare le piccole e medie capitalizzazioni che offrono, tra l'altro, una solidità finanziaria superiore a quella delle omologhe americane. In aggiunta, per ricolligarmi all'indicazione di preferire una duration contenuta sul mercato del reddito fisso, l'azionario europeo può vantare una presenza di titoli che presentano lo stesso tipo di caratterizzazione: orientati al value e con una maggiore quantità di azioni cicliche. Per questi motivi, raccomandiamo un sovrappeso sui mercati del Vecchio continente e una maggiore selettività negli Stati Uniti. Con quest'ultima affermazione non voglio asserire che non sia opportuno avere esposizione verso alcuni protagonisti della tecnologia, ma che sia meglio evitare una concentrazione indiscriminata sul tema dell'intelligenza artificiale, perché è probabile che non tutte le aziende coinvolte

riusciranno a tenere fede alle aspettative che hanno nutrito».

Gli asset emergenti hanno avuto il loro riscatto nel 2025. Continuerà anche nel 2026?

«Il mercato obbligazionario, in particolare in valuta locale, continuerà a offrire un carry molto attrattivo, perché il contesto macro rimane favorevole e i conti pubblici sono in buona salute, con le attese inflazionistiche in calo (vedi la discesa del prezzo del petrolio) e il dollaro che proseguirà a essere sotto pressione. Per quanto riguarda le azioni, invece, viste le curve dei tassi più ripide, bisognerà cercare i mercati che offrono maggiori opportunità di investire in titoli pro-ciclici. Altri catalizzatori per l'asset class azionaria emergente sono le valutazioni contenute e la presenza di maggiori flussi d'investimento in entrata guidati dal desiderio di diversificare maggiormente i portafogli. Certamente, la forte presenza per alcune di queste piazze finanziarie di titoli tecnologici potrebbe diventare una fonte di volatilità, ma che non deve fare perdere d'occhio l'importanza di mantenere l'esposizione su temi la cui importanza rimane indiscussa. Ritengo che la fase positiva per questa categoria di attivo possa continuare per i prossimi due-tre anni».

Il Giappone come si colloca in questo scenario?

«A favore del mercato giapponese ci sono diversi elementi: il ciclo economico, la politica fiscale espansiva, l'esposizione alla tecnologia, lo yen debole e il contesto per gli investimenti pro-rischio a livello globale. Tuttavia, mi risulta difficile avere una visibilità superiore a un anno, perché, di fatto, non riscontro cambiamenti strutturali nell'economia: la spesa per consumi non si sta riprendendo e, di conseguenza, manca la spinta per una risalita dell'economia domestica».

Quali sono le sue maggiori preoccupazioni per il 2026?

«Ne intravedo due. La prima è legata alla reazione che il mercato potrebbe avere se un'azienda legata all'intelligenza artificiale dovesse mancare le stime degli utili. La seconda è la possibilità che gli scontri geopolitici possano trovare espressione anche in ambito finanziario, magari prendendo di mira determinati mercati valutari o governativi, e minandone la stabilità. Se qualcosa di simile dovesse avvenire, le ripercussioni potrebbero essere serie per tutto l'universo investibile».

L'alba di un nuovo paradigma

di Boris Secciani

Il 2025 si è chiuso complessivamente in positivo per le borse europee e sicuramente meglio di quanto non facessero presagire i primi mesi dell'anno. Gli alti e bassi della nuova amministrazione americana hanno sicuramente creato scompiglio, ma, in un quadro molto complesso per il Vecchio continente, con il trascorrere del tempo hanno iniziato a emergere alcune tendenze che sembrano aprire una nuova fase di crescita. A fare da traino a questo cambiamento c'è la Germania che, dopo anni di stagnazione economica, ha varato un ingente piano di stimolo alla propria economia. A ciò si è aggiunto un aumento della spesa militare per il resto del Continente che potrebbe fare da volano a una ripresa economica su più ampia scala

Poteva andare peggio. Queste tre parole rendono l'idea di che cosa è stato il 2025 dell'Europa, specialmente se si torna con la memoria al clima generale del dicembre 2024. In quel periodo, infatti, Donald Trump era già stato eletto, ma non aveva ancora iniziato la sua controversa azione di governo, anche se l'amministrazione en-

trante godeva di un autentico entusiasmo da parte degli investitori che vedevano nel presidente degli Stati Uniti un campione delle politiche pro-crescita. Inoltre, la Cina appariva già in piena ripresa, persino psicologica: DeepSeek stava per arrivare, mentre erano già state varate importanti misure di sostegno al consumo e l'equity locale aveva preso a risalire con una certa intensità. Il Vecchio continente, invece, sembrava attanagliato dai soliti problemi, peraltro sottolineati con un'inusuale spietatezza dal rapporto Draghi. Questo fosco quadro trovava conferma in un incremento del Pil di appena lo 0,7% nel corso del 2024. Anche le performance degli asset rischiosi riflettevano la modestia del tutto: l'Msci Europe aveva chiuso l'anno con un rendimento, in dollari, del 2,43%. In concreto, un livello umiliante, non solo se si usa come metro di paragone l'S&P 500 (addirittura uno stellare +23%), ma anche se si guarda ai mercati emergenti: nel 2024 questi ultimi hanno generato +7,5%.

Il 2025, invece, si è rivelato un'annata contraddittoria e curiosa, ma, tutto sommato, non negativa. Innanzitutto, il Pil dei paesi dell'unione monetaria complessivamente dovrebbe avere accelerato fino a +1,4%, mentre l'equity europeo nei primi 11 mesi di quest'anno ha fornito un rendimento del 31,44%, anche se questa performance

cancelliere Friedrich Merz. Di conseguenza stimiamo che, dopo una seconda metà di quest'anno all'insegna della debolezza, il Pil dovrebbe accelerare mettendo a segno un decoroso +1,2% nel 2025. La competitività nel comparto manifatturiero continuerà a essere un ostacolo chiave per la crescita. I dati dell'Unctad mostrano che la Cina sta demolendo i vantaggi competitivi della Repubblica Federale Tedesca uno a uno. Giocare la carta dei dazi contro la seconda economia del mondo, però, rischia di essere controproducente, perché il Dragone può reagire grazie al proprio monopolio nella grafite e nelle terre rare».

PROFITTI DECENTI

Il Goldilocks forse all'orizzonte verrà comunque messo alla prova da qualcosa che gli investitori sull'azionario europeo aspettano ormai da parecchio tempo: una crescita decente dei profitti, dopo che hanno sperimentato negli ultimi 12 mesi l'ennesima fase di calma piatta, a parte le banche e i titoli legati alla difesa. Sicuramente, si è avuto un effetto depressivo generato dal rafforzamento della moneta unica, data la diversificazione internazionale di molti gruppi dell'Ue, ma dall'altra parte non si può fare finta di niente di fronte alle difficoltà strutturali di diversi segmenti dell'economia europea, a partire dall'auto. Inoltre, difficilmente si potrà continuare a ottenere rendimenti interessanti contando su logiche puramente value, dopo il rimbalzo avvenuto a partire dai minimi della primavera. Su questo punto sembra avere idee piuttosto chiare **Stefano Ghio**, gestore di **Allianz Azioni Italia All Stars** di **Allianz Global Investors**: «Nel 2025, i mercati europei hanno evidenziato una performance molto positiva, grazie principalmente a un'espansione dei multipli di valutazione, nonostante gli utili delle società non fossero in crescita; ci aspettiamo che il 2026 possa ancora in parte fornire soddisfazioni agli investitori, spinte, questa volta, da una crescita high single digit degli utili aziendali e da politiche di distribuzione dei dividendi ancora favorevoli. Al contrario, un'espansione dei multipli di mercato appare più difficile da realizzare».

SPERANZE NATALIZIE DELUSE

Le cifre stimate da Ghio sono interessanti per una serie di motivi. Innanzitutto, si trat-



Ci aspettiamo che il 2026 possa ancora in parte fornire soddisfazioni agli investitori, spinte, questa volta, da una crescita high single digit degli utili aziendali e da politiche di distribuzione dei dividendi ancora favorevoli



STEFANO GHIRO
gestore
di **Allianz Azioni Italia All Stars**
Allianz Global Investors

ta di una previsione più prudente rispetto a quanto al momento esprime il consensus. Vista la, purtroppo, consolidata tradizione da parte dell'equity del Vecchio continente di deludere le speranze natalizie, conviene in generale non abbandonarsi a view troppo rosee. Peraltro, lo scenario centrale moderato promette rendimenti tutt'altro che da disprezzare, in particolare se vengono inclusi i ricchi dividendi forniti dalle aziende soprattutto dell'Eurozona. Ad esempio, interessanti appaiono le stime elaborate da **Jennifer Jürgens**, senior portfolio

manager equity di **Dws**: «Prevediamo un aumento degli utili per azione (Eps) dello Stoxx 600 del 7% nel 2026, un'accelerazione significativa rispetto agli ultimi due anni, caratterizzati da profitti sostanzialmente piatti dell'indice. I principali driver per gli Eps saranno: 1) una crescita a una cifra alta nel settore finanziario; 2) una stabilizzazione dei profitti nell'industria automobilistica europea; 3) un incremento a doppia cifra nel settore industriale, che dovrebbe beneficiare della spesa fiscale destinata a difesa e infrastrutture. Ci aspettiamo che



Prevediamo una crescita degli utili per azione (Eps) dello Stoxx 600 del 7% nel 2026, un'accelerazione significativa rispetto agli ultimi due anni, caratterizzati da profitti sostanzialmente piatti dell'indice



JENNIFER JÜRGENS
senior portfolio manager equity
Dws

Una placida Bce

Nell'attuale scenario, però, non si possono ignorare alcuni elementi sicuramente interessanti, portati all'attenzione da Raphaël Gallardo e Kevin Thozet di Carmignac. Innanzitutto, il fatto che a guidare il neo-keynesismo europeo ci sia una Germania ormai lontanissima dalle ossessioni rigoriste di qualche anno fa. Il cancelliere Merz ha dovuto alla fine accettare anche l'emissione di debito comune allo scopo di finanziare per 90 miliardi l'Ucraina. E, tra questa decisione, l'espansione della spesa militare e il Pnrr; si può affermare che siamo in un paradigma che nel 2019 sarebbe apparso da romanzo di fantascienza.

Inoltre, è vero che la crescita autentica, per così dire, langue e quel poco che c'è non è concentrato in un ristretto novero di economie manifatturiere del Nord Europa, come avvenuto finora: oasi di competitività si trovano qua e là in ogni lato del Continente, a partire dalla Spagna. Inoltre, gli spasmi che accompagnano oggi i Treasury Usa hanno avuto il benefico effetto di tenere lontana dai nostri suoli l'attenzione dei bond vigilantes. Tutto ciò e minori pressioni strutturali sull'inflazione hanno posizionato la Bce in un'ammirevole comfort zone. Dalla riunione di dicembre, infatti, nella quale il tasso di riferimento è stato mantenuto al 2%, sono emerse chiare sensazioni di tranquillità.

NESSUNA POLITICA MONETARIA AVVENTATA

Infatti, difficilmente nel 2026 si andrà oltre un'ulteriore sforbiciata da 25 punti base e non ci sarebbe da sorprendersi se Francoforte decidesse di rimanere a bocce ferme: l'andamento del prodotto interno lordo e la calma mostrata dall'obbligazionario non costringono certo le autorità a lanciarsi in politiche monetarie avventate. I giorni in cui si puntava su un euro il più debole possibile per dare ossigeno all'export e gli spread rovinavano il sonno di banchieri centrali e ministri fanno parte di un passato ormai remotissimo. E poi, a differenza che in America, dall'andamento dei prezzi, al momento, non arrivano segnali troppo inquietanti. Tirando le somme, dunque non ci sarebbe neppure da sorprendersi se alla fine la crescita dell'Eurozona nel 2026 stupisse in positivo. Così sembra pensarla **Luigi Speranza**, global head of markets 360 and chief economist di **Bnp Paribas**: «La nostra view più lontana dal consensus riguarda l'Eurozona: pensiamo che essa farà molto meglio di quanto si aspetta il mercato. Prevediamo un aumento del Pil dell'1,5%, conseguenza della fiducia che nutriamo nei confronti di una rapida implementazione degli stimoli fiscali, soprattutto in Germania».



LUIGI SPERANZA
global head of markets 360
and chief economist
Bnp Paribas



La nostra view più lontana dal consensus riguarda l'Eurozona: pensiamo che essa farà molto meglio di quanto si aspetta il mercato



lo Stoxx 600 prosegue verso quota 600 entro la fine del 2026 e che nel corso dell'anno offra un interessante dividend yield del 3,4%».

Anche **Craig Cameron**, portfolio manager di **Templeton Global Investments**, sposa questa tesi: «Sulla base delle attuali proiezioni, il 2026 dovrebbe registrare una crescita degli utili di circa il 10% e un rendimento da dividendi del 3,5% per l'indice Msci Europe. Se assumiamo che i multipli di mercato rimangano invariati, ciò implicherebbe un rendimento complessivo di circa il 13,5%. Inoltre, è ragionevole ritenere che le valutazioni europee possano aumentare nel tempo, soprattutto considerando lo sconto di circa il 20% rispetto alle medie globali. Anche senza una rivalutazione, un rendimento del



PAULINE ALBINET
product specialist stocks
& convertibles
Ofi Invest Am



I risultati dovrebbero essere sostenuti dal rimbalzo del comparto automobilistico, dopo la performance negativa di quest'anno, dal continuo quadro di forza per industriali e banche e, in misura minore, dato il loro minore peso sull'indice, dai materiali di base



13,5% sarebbe un risultato solido e sostanzialmente in linea con le aspettative per i mercati globali».

MULTIPLI UMANI

Tra i fattori positivi va inoltre aggiunto il possibile allargamento del rally azionario. Infatti, anche da queste parti si sono viste, sia pure in maniera meno estrema rispetto agli Stati Uniti, un'elevata concentrazione e dispersione dei guadagni: come accennato, armamenti e servizi finanziari sono stati i grandi vincitori. Non sorprendentemente, questi temi dovrebbero



continuare a risplendere, accompagnati, però, da una maggiore diversificazione dei rialzi. È indicativo il parere di **Pauline Albinet**, product specialist stocks & convertibles di **Ofi Invest Am**: «Dopo un modesto aumento di circa il 2% nel 2025, gli utili delle aziende dell'Eurozona dovrebbero accelerare. Secondo FactSet, il consenso prevede un incremento degli Eps per l'Eurostoxx di circa il 15%. I risultati dovrebbero essere sostenuti dal rimbalzo del comparto automobilistico, dopo la performance negativa di quest'anno, dal continuo quadro di forza per industriali e banche e, in misura più contenuta, dato il loro minore peso sull'indice, dai materiali di base. Noi siamo un po' meno ottimisti, ma la traiettoria è quella giusta»

È interessante, inoltre, notare che ci sono opportunità lungo uno spettro piuttosto ampio di suggestioni. Innanzitutto, come si è potuto notare dagli interventi proposti finora, non vi è solo la difesa a

godere di forti stimoli fiscali. Anche immobiliare e infrastrutture dovrebbero entrare in pieno in un lungo processo di upgrading e modernizzazione dell'intera economia dell'Unione Europea. A ciò si potrebbe affiancare una ripresa dei nomi più ciclici, titoli che, specialmente nell'area della moneta unica, costituiscono uno dei pochi segmenti degli asset rischiosi che tuttora vantano quotazioni non troppo inquietanti. Anche se probabilmente il grosso del re-rating dovrebbe essere alle nostre spalle, per **Hywel Franklin**, head of european equities di **Mirabaud Asset Management**, permangono su questo fronte margini di recupero: «Manteniamo una view piuttosto positiva su alcune nicchie dell'edilizia residenziale, in particolare in Spagna e Irlanda, caratterizzate da un significativo squilibrio tra domanda e offerta: si tratta di abitazioni a prezzi relativamente accessibili ed economie in rapida crescita con livelli salariali abbastanza competi-

tivi. Vediamo, inoltre, molti segmenti in cui le aziende sono in fase di recupero e questo elemento non è ancora riflesso nelle valutazioni degli investitori».

SETTORI DIFENSIVI

Infine, sui listini dell'Europa è possibile trovare una ricca moltitudine di società che operano in settori tipicamente difensivi. Visti i chiari di luna sul ruggente tema dell'AI, si può affermare che nei nostri lidi è possibile finalmente puntare su qualcosa che ha eluso troppo a lungo i portafogli: una decente diversificazione. L'ossessione made in Usa per l'intelligenza artificiale è nota e anche le borse del Dragone stanno vivendo una netta biforcazione fra i colossi della tecnologia e i gruppi legati alla vecchia Cina. In questo quadro, Londra, Parigi, Francoforte, Madrid, Amsterdam, la Scandinavia e Milano non offrono certo grandi campioni del growth, ma si configurano forse come il luogo migliore, specialmente in un periodo a rischio di maggiore volatilità, per scelte di investimento come quelle segnalate da **Thomas Horsey**, gestore azionario e partner di **Wellington Management**: «Nel settore industriale, le aziende della difesa beneficiano dell'aumento della spesa pubblica e delle tensioni geopolitiche, risultando meno sensibili ai cicli economici. Anche le società attive nelle infrastrutture e nei materiali da costruzione potrebbero trarre vantaggio da questa dinamica, grazie alle iniziative normative e alla carenza di alloggi che favoriscono investimenti in sistemi idrici e soluzioni edilizie ad alta efficienza energetica. Alcuni produttori di beni di consumo essenziali e ingredienti alimentari stanno sfruttando innovazione e produzione locale per rispondere alla crescente domanda di prodotti più salutari. Nel segmento europeo delle bevande, la crescita delle bibite analcoliche e i segnali di ripresa nei liquori ne rafforzano l'attrattiva. Restiamo inoltre costruttivi sui titoli finanziari domestici che beneficiano della digitalizzazione e della ripresa economica».

In pratica, oggi ci troviamo in Europa in uno scenario di crescita macroeconomica discreta, anche se sempre confinata nell'alveo della mediocrità, innescata da un certo cambio di passo nel sostenere il lato domestico. La composizio-

Il momento delle banche e delle telecom

La sferzata che sta avvenendo a livello continentale, inoltre, potrebbe farsi sentire anche in un altro ambito: la realizzazione di un autentico mercato unico. Si tratta di uno dei punti fondamentali sottolineati da Draghi nell'autunno del 2024 per superare un chiaro deficit gestionale e di redditività da parte delle imprese europee, che operano sovente in un regime di elevata frammentazione e localismo, rispetto alle controparti americane. Di conseguenza, un ulteriore approccio interessante, per l'allocazione del 2026, potrebbe essere incentrato sui comparti con potenzialità di consolidamento. Su questo punto **Marco Midulla**, head of mutual funds di **Symphonia Sgr**, sembra avere le idee piuttosto chiare: «I settori che riteniamo maggiormente impattati positivamente dalla domanda interna sono due. Innanzitutto, le telecomunicazioni: il 2026 può essere l'anno del consolidamento per il mercato italiano, tedesco e spagnolo, dopo avere visto consolidare la Francia nel 2025. Ciò può aiutare il settore a incrementare i prezzi e a monetizzare gli investimenti fatti sul 5G e sulla fibra. In un contesto in cui la connettività risulta sempre più importante e la domanda sempre incrementale, il settore può continuare a mettere a segno nuovi re-rating. Vi sono poi da considerare le banche: un'accelerazione della crescita del Gdp delle principali potenze economiche dell'Eurozona può portare a un ulteriore miglioramento dei numeri degli istituti di credito nel 2026. Inoltre, con la Bce che rimarrà in attesa durante il 2026, non dovremmo avere particolari pressioni sul margine di interesse. Abbiamo una preferenza relativa per le banche che hanno fatto un M&A, perché ciò aiuterà a dare visibilità alla crescita degli utili nei prossimi anni».



Nel settore industriale, le aziende della difesa beneficiano dell'aumento della spesa pubblica e delle tensioni geopolitiche, risultando meno sensibili ai cicli economici



THOMAS HORSEY
gestore azionario e partner
Wellington Management

ne settoriale dell'equity su questo lato dell'Atlantico, dopo essere stata una palla al piede per oltre un quindicennio, oggi amplifica l'impulso che arriva dai fondamentali macro. Si tratta, non sorprendentemente, di un campo discretamente

minato dove le capacità di stock picking risulteranno semplicemente cruciali. Nel complesso, però, si può andare a testa alta con un ampio paniere di alternative contro i propositi di dominio globale di Stati Uniti e Repubblica Popolare Cinese.

Se accadesse l'impensabile

Alla fine la domanda è sempre la stessa: «Riuscirà l'azionario europeo diventare un mercato in cui diversificare è premiante rispetto agli Stati Uniti?». Nonostante un inizio 2025 molto positivo, le piazze del Continente sono state battute ancora una volta da Wall Street, anche tenendo conto della debolezza del dollaro. Il 2026 potrebbe essere favorevole per l'Europa se quest'ultima riuscisse a riavviare la propria economia, ma è difficile fare previsioni: se il mercato azionario può essere considerato una valida opportunità di diversificazione, dall'altro lato deve dimostrare che le attese di crescita degli utili aziendali riflessi nelle valutazioni non saranno disattese

Al di là dell'eventuale performance assoluta delle azioni europee, vale la pena chiedersi se potremo assistere all'avvio di una fase di sovraperformance del Vecchio continente rispetto all'America. Da questo punto di vista il 2025 si è rivelato un

anno ambiguo: è vero che il +17% circa registrato dall'S&P 500 è un valore molto più contenuto rispetto a quanto fornito dall'equity europeo, ma bisogna tenere presente che quasi la metà della performance complessiva è stata generata dalla svalutazione del biglietto verde e che lo Stoxx 600 in termini nominali ha concluso il 2025 con un rialzo intorno a un buono, ma non eccezionale, +15% circa. Inoltre, sicuramente la ripresa dai minimi di aprile è stata molto più imponente al di là dell'oceano. Dall'altra parte non mancano neppure le ragioni di ottimismo. Infatti, in precedenza i listini dell'area euro potevano vantare, come attrattiva principale, essenzialmente solo corsi più economici e, se allo stato attuale questo vantaggio è rimasto, anche la composizione settoriale delle azioni made in Europe sta cominciando a essere guardata con minore puzza sotto il naso.

Chiaramente, è molto presto, e non particolarmente saggio, dare per scontata la presenza di una bolla nell'AI e il suo prossimo scoppio. Un minimo di prudenza, però, induce a guardare oltre i famigerati hyperscaler tecnologici Usa. Non



deve, quindi, sorprendere la presenza di analisi come quella di **Sandeep Rao**, senior researcher di **Leverage Shares**, che ha il pregio di basarsi su solidi dati: «Nonostante un dividend yield più elevato, le azioni europee da anni scambiano regolarmente con un P/E forward intorno a 12-13x. Si tratta di un consistente scon-

to rispetto alle controparti statunitensi, il cui dato equivalente è superiore a 20x. Un soft landing delle economie occidentali probabilmente darebbe il via a un forte rally che restringerebbe lo scarto. Inoltre, gli investitori potrebbero essere disposti a pagare di più per accumulare una maggiore quantità di profitti in euro. Questo fe-



SANDEEP RAO
senior researcher
Leverage Shares



Nel suo complesso lo Stoxx 600 quota con uno sconto intorno al 30-35%, nonostante dividend yield più elevati. La composizione settoriale include (oltre a finanziari, industriali e materiali di base) molti gruppi dalle caratteristiche difensive che operano nella salute



nomeno potrebbe costituire un ulteriore fattore di interesse. Nel suo complesso lo Stoxx 600 quota con uno sconto intorno al 30-35%, nonostante dividend yield più elevati. La composizione settoriale include (oltre a finanziari, industriali e materiali di base) molti gruppi dalle caratteristiche difensive che operano nella salute».

IL MIRACOLO DEL DECOUPLING

Di conseguenza, se l'Europa facesse sul serio nel riavviare la propria economia, diversi comparti, oggi in condizioni così



Le dinamiche economiche e di mercato in Europa presentano caratteristiche proprie, legate a riforme interne, stimoli fiscali e un ciclo di crescita differenziato rispetto agli Stati Uniti



ROBERT SCHRAMM-FUCHS
gestore di portafoglio del team
European equities
Janus Henderson Investors

così, potrebbero vedere la propria percezione mutare in maniera drastica, tanto da riuscire ad arrivare a un risultato cui nessuno credeva più: un decoupling (in positivo) dall'America. Di ciò sembra convinto **Robert Schramm-Fuchs**, gestore di portafoglio del team European equities di **Janus Henderson Investors**: «Riteniamo che l'azionario europeo offra un valido beneficio di diversificazione all'interno di un portafoglio globale. Le dinamiche economiche e di mercato in Europa

presentano caratteristiche proprie, legate a riforme interne, stimoli fiscali e un ciclo di crescita differenziato rispetto agli Stati Uniti. Inoltre, le valutazioni più contenute e il miglioramento delle prospettive sugli utili rendono il Vecchio continente un'area in cui il potenziale di rendimento, rafforzandone il ruolo come fonte di diversificazione, non dipende esclusivamente dall'andamento del mercato statunitense». Il ciclo di crescita differenziato rispetto agli Usa fino a qualche mese

fa sarebbe stato inteso esclusivamente come loro a gonfie vele e noi al palo, ma oggi il quadro è diverso e la correlazione positiva fra euro e corsi dell'equity su questa sponda dell'Atlantico è sintomo di un cambiamento di paradigma che sa quasi di circolo virtuoso.

SI DIVERSIFICA FUORI DAGLI USA

Infatti, il fenomeno della diversificazione sugli asset dell'Ue è dovuto a una riduzione del gigantesco carry trade costruito con sempre maggiore intensità negli anni '20. Diversi capitali provenienti dal nostro continente, ma non solo (basti pensare al Giappone o alle nazioni del Golfo), hanno cominciato a diversificare al di fuori degli Stati Uniti, mentre la Cina e il resto dei Brics continuano a costruire un sistema circolatorio dei capitali alternativo, con in più un ruolo enorme dell'oro. Le ragioni di tutto ciò sono tutto sommato abbastanza lineari: l'America è indebitata fino agli occhi, a livelli tali da generare qualche inquietudine. Specialmente dopo che il varo dei dazi ha riportato al centro delle preoccupazioni la stickiness dell'inflazione locale, fatto che sta costringendo la Fed essenzialmente a scegliere fra la propria credibilità e la tenuta della crescita. Va sicuramente ricordato che esempi di virtù prussiane non ce ne sono da nessuna parte, ma sicuramente le fami-



Gran Bretagna, più europea che mai

Il Regno Unito presenta oggi un quadro relativamente simile a quanto si registra nell'Eurozona e lo dimostra un breve sguardo sull'andamento del prodotto interno lordo negli ultimi anni. Nel 2023, infatti, in seguito all'esplosione dell'inflazione e del conseguente rialzo dei tassi, portati dalla Banca centrale al picco del 5,25% nell'agosto del 2023 e poi tenuti a quel livello per un anno, la crescita rallentò fino a un modestissimo +0,3%; fu registrata anche una recessione tecnica, cioè un calo del Pil per almeno due trimestri consecutivi. Però già nel 2024 si era tornati a +1,1%, mentre le previsioni per quest'anno e il prossimo si posizionano su cifre in linea con il livello stimato per l'Eurozona, ossia un incremento dell'output dell'economia nell'ordine del 1-1,5%.

UN RISULTATO DA NON BUTTARE VIA

Questo risultato, tutto sommato, non è da buttare via: la Gran Bretagna, infatti, ha continuato in questi anni a posizionarsi come un modello intermedio tra gli Stati Uniti e l'Unione Europea, senza però il dinamismo tecnologico dell'altra parte dell'oceano. È un sistema in cui i consumi rappresentano circa il 61% del Pil e nel quale l'inflazione è robusta; ugualmente il deficit delle partite correnti e i tassi di interesse tendono a gravitare a un livello di equilibrio più elevato, rispetto al resto del Vecchio continente. Attualmente la Bank of England ha posizionato il costo del denaro al 3,75% e pochi analisti sono convinti che l'anno prossimo scenderà di più di 50 punti base.

IL DEBITO PUBBLICO/PIL AL 101%

Peraltro, negli ultimi 15 anni il deterioramento del quadro fiscale è stato robusto con il rapporto debito pubblico/Pil attualmente intorno al 101%. A tutto ciò hanno contribuito diversi fattori. Sicuramente il progressivo aumento della spesa pubblica improduttiva, con il preciso intento di mantenere i consumi, ha fatto la sua parte, come è avvenuto in quasi in tutto l'Occidente (e non solo). Contemporaneamente, però, non si può dimenticare che quest'anno le spese per gli interessi pagati dal cancelliere dello scacchiere (il ministro del Tesoro) hanno toccato 100 miliardi di sterline. A questo fattore va aggiunto il quantitative tightening dell'ultimo triennio, che ha ridotto i bilanci della Banca centrale di circa 270 miliardi di pound. Diversi titoli di stato, che erano stati comprati quando i rendimenti erano bassissimi, sono stati rivenduti dalla BoE a prezzi più bassi e le perdite così generate sono state coperte dal bilancio statale, fatto che chiaramente ha pesato non poco sui conti pubblici.

UNA TENUTA DECOROSA

Nonostante questa situazione, l'economia britannica ha tenuto in maniera più che decorosa e largamente meglio di quanto si poteva ipotizzare tre anni fa dopo il famigerato momento Truss. All'epoca, infatti, l'ex premier conservatrice scatenò la più grande ondata di volatilità sui Gilt della storia, annunciando un programma di taglio alle tasse insostenibile, in particolar modo in una fase (ottobre 2022) in cui l'inflazione superò l'11%. Nel complesso, gli asset britannici hanno ben performato: nel 2025 la divisa nazionale ha perso qualcosa sull'euro, ma si è comunque rafforzata sul dollaro che è passato da circa 1,25 a 1,35 per sterlina. Il Ftse 100, dall'altra parte, ha offerto un rendimento intorno al 20% dopo due anni piuttosto piatti.

DISOCCUPAZIONE AL 5%

Certamente l'orizzonte non è privo di nubi da tenere sott'occhio. Ad esempio, la disoccupazione ormai è posizionata intorno al 5%, ai massimi degli ultimi quattro anni. Anche in questo caso il dato non costituisce certo un unicum del Regno Unito e solo il tempo dirà se si tratta di uno sviluppo preoccupante o invece di un processo di aggiustamento fisiologico del mercato del lavoro dopo gli anni che hanno fatto immediato seguito alla riapertura post-pandemia, che sono stati caratterizzati da una marcata scarsità di manodopera a livello globale.

“MOLTO RUMORE PER NULLA”

Inoltre, come molte altre nazioni europee, la Gran Bretagna è profondamente divisa politicamente e a rischio di non essere competitiva nei settori del futuro. Al tempo stesso, però, i punti di forza del sistema locale continuano a generare una buona quantità di ricchezza e di dinamismo. Il 2026 costituirà anche il decimo anniversario della Brexit e si può essere tentati di liquidarlo con una citazione shakespeariana: “molto rumore per nulla”. La Gran Bretagna oggi, nei suoi pregi e nei suoi difetti, è più europea che mai.



glie europee hanno mostrato in tutto il periodo post-Covid una forte cautela nell'uso della leva, mentre anche sul lato delle finanze pubbliche almeno l'ex-frugale Nord Europa ha buoni margini di intervento.

Non sorprende, dunque, di trovare sintesi come quella di **Paul Doyle**, head of large cap european equities di **Columbia Threadneedle Investments**: «Nel corso del 2025, l'Europa ha già beneficiato dell'interesse per la diversificazione. I flussi verso i titoli azionari continentali sono stati più forti di quelli verso gli Stati Uniti, consentendo all'Europa di performare meglio. C'è spazio per ulteriori miglioramenti: da un punto di vista macroeconomico, il Vecchio continente ha meno pressioni inflazionistiche rispet-



PAUL DOYLE
head of large cap european
equities
Columbia Threadneedle
Investments



C'è spazio per ulteriori miglioramenti: da un punto di vista macroeconomico, il Vecchio continente ha meno pressioni inflazionistiche rispetto agli Stati Uniti



Aspettando il dividendo della pace

Va considerato anche un ulteriore elemento: è vero che in generale le imprese del Vecchio continente soffrono di un (relativo) nanismo, se paragonate alle controparti statunitensi e cinesi, caratteristica spesso alla base di una loro minore redditività rispetto a quanto comune oltre oceano. Ma è altresì indiscutibile che l'equity su questo lato del pianeta ha sofferto anche di uno sconto, per così dire, geopolitico consistente. Il fatto di essere sostanzialmente il vaso di coccio fra le due superpotenze e la situazione di tensione, per usare un eufemismo, sui propri confini orientali hanno pesantemente contribuito a generare un effetto depressivo sulle quotazioni. Nel prossimo futuro una schiarita potrebbe manifestarsi anche per quanto riguarda questi problemi. In fondo sostanzialmente in Europa è più o meno già successo tutto ciò che poteva capitare e, alla fin fine, le economie dell'Ue hanno mostrato una certa resilienza. Secondo **Philippe Chaumel**, european equity portfolio manager di **Groupama Asset Management**, una sorta di dividendo della pace potrebbe non essere lontano: «L'Europa presenta corsi significativamente inferiori rispetto a un'America che attualmente quota a 25x i profitti previsti per il 2026. Il mercato azionario continentale è stato penalizzato da una presenza molto minore di opportunità legate all'AI. A ciò vanno aggiunte la rivalutazione dell'euro e le tariffe, che alla fine si sono però stabilizzate a livelli ragionevoli. La forte sopravvalutazione dell'equity statunitense potrebbe incoraggiare gli investitori verso un rinnovato interesse nei confronti delle azioni europee e la possibile fine della guerra in Ucraina potrebbe fornire un'ulteriore spinta».

to agli Stati Uniti, poiché i dazi doganali possono danneggiare alcuni esportatori, ma non comportano un aumento dei prezzi per i consumatori interni in Europa, come invece accade negli Usa. Inol-

tre, i consumatori d'oltre oceano sono più indebitati rispetto ai loro omologhi europei, quindi, anche per questi motivi, la crescita interna sarà migliore da questo lato dell'Atlantico. Infine, negli Stati



Il quasi miracolo spagnolo

Gli anni del post-pandemia hanno visto un grande e probabilmente inaspettato protagonista in Europa: la Spagna, che ormai non presenta di fatto più nessuna delle caratteristiche che fino a qualche anno erano attribuite, con malcelato disprezzo, alla cosiddetta periferia europea. Infatti, il Paese in passato è stato spesso paragonato ad alcune realtà che negli Stati Uniti vengono comunemente chiamate "Sun belt": clima piacevole e una minore rigidità a livello di regolamenti e stili di vita. Inoltre, una marcata vocazione turistica e all'accoglienza nei confronti di immigrati dall'America Latina e di pensionati da aree più fredde e costose rendevano il paragone non improprio. Madrid, infine, fino agli ultimissimi anni, ha anche mancato il salto definitivo verso il sotto-insieme più ricco dei paesi ad alto reddito, a differenza di realtà iper-dinamiche come la Florida. Tutto ciò perché la lunga fase di espansione che va dalla metà degli anni '90 fino alla Grande crisi finanziaria si basò su pilastri non dei più solidi: essenzialmente capitale estero concentrato nell'immobiliare e servizi (turismo in primis), e industrie a non enorme valore aggiunto. Il risveglio fu infatti durissimo, ma, come spesso è capitato in passato, la popolazione e il tessuto produttivo del Paese hanno mostrato una capacità di resilienza incredibili. Le riforme e il riposizionamento dell'economia locale si sono rivelati infatti sotto diversi punti di vista fenomenali.

UNA CRESCITA PROBABILMENTE SUPERIORE A QUELLA USA NEL 2025

Per inquadrare in maniera adeguata l'origine di questo ennesimo miracolo, innanzitutto conviene passare alla lente di ingrandimento qualche dato macro: nel 2020 la Spagna subì una contrazione economica del -11,2%, una delle peggiori del pianeta. Questo disastro, nell'anno più duro del Covid, poteva facilmente indurre a pensare che il sistema fosse rimasto ancorato al turismo e a non molto altro. Il lustro successivo ha però smentito clamorosamente una visione così negativa. Nel 2021 e nel 2022 il prodotto interno lordo è rimbalzato rispettivamente del 6,7% e del 6,2%: dopo 36 mesi dalla fine del 2019, il Pil totale era già tornato a nuovi massimi. Da allora i dati hanno confermato la vitalità del paradigma locale: la crescita nell'ultimo triennio ha oscillato intorno al 3% annuo, risultando nei 12 mesi appena trascorsi probabilmente superiore a quella statunitense. A stupire, però, è la qualità di questo dinamismo che dipinge una situazione praticamente opposta a quella del primo decennio degli anni 2000.

UN UPGRADING NOTEVOLISSIMO

Oggi, infatti, la Spagna è, per la prima volta nella sua storia moderna, un creditore netto nei confronti del resto del pianeta. Il saldo delle partite correnti è costantemente in attivo da oltre un decennio con valori che negli ultimi anni si sono posizionati intorno al 2-3% del prodotto interno lordo. Lo scorso ottobre è stato registrato in questo ambito il surplus maggiore di sempre (7,1 miliardi di euro), e, al contempo, il debito pubblico è calato ogni anno dal picco superiore al 120% sul Pil all'apice della pandemia: nel 2026 questo indicatore dovrebbe scendere fino al 98%. L'elemento stupefacente è che il risanamento non è avvenuto, come nei primi anni '10, nel mezzo di una marcata contrazione della domanda. Al contrario, oggi la Spagna vanta uno dei pool di consumatori più vivace dell'Eurozona. Come è stato possibile tutto ciò?

CRUCIALE IL PNRR

Sicuramente cruciale è risultato il Pnrr, che ha dato a Madrid una boccata di ossigeno proporzionalmente simile a quella ricevuta da Roma. Inoltre, il turismo verso la penisola iberica sta mostrando attualmente una vitalità ancora più forte che in passato. L'economia nazionale ha d'altro canto goduto anche di un incremento delle competenze degno di una tigre asiatica. Il numero dei laureati Stem è infatti aumentato in maniera considerevole e il pool di talenti a disposizione è stato poi rinforzato da un costante afflusso di immigrati altamente qualificati provenienti dall'America Latina. Il tutto è stato accompagnato da investimenti in comparti ad alto valore aggiunto, quali i servizi It, di cui la Spagna oggi è uno dei maggiori esportatori europei, e le rinnovabili, che sono responsabili del 56% della produzione energetica nazionale e hanno fatto sì che oggi il Paese sia un esportatore netto di elettricità.

UN 2025 D'ORO PER L'IBEX 35 CON +48,2%

Non sorprendentemente, gli asset spagnoli hanno vissuto un 2025 d'oro, con l'Ibex 35 in rialzo di oltre il 48,2%. In dollari, la performance è stata ovviamente ancora più marcata, rendendo Madrid la star degli ultimi 12 mesi insieme alla Corea del Sud. Detto tutto ciò, non è che i problemi siano spariti dall'orizzonte. La situazione politica rimane delicata, con un governo piuttosto impopolare: la relativa apertura del sistema locale ha portato anche un aumento della popolazione fra i più robusti d'Europa. A livello pro capite, infatti, la crescita è risultata comunque meno impressionante: il Pil per abitante nei sei anni dalla fine del 2019 è salito di circa il 4,6%, un valore inferiore al dato italiano, che si posiziona intorno al +5%. La Penisola, però, nel contempo ha visto i residenti scendere del 2% a fronte del +4,9% registrato in Spagna.

Il pesante blackout dello scorso aprile, inoltre, che ha lasciato milioni di persone al buio per 24 ore, ha evidenziato i limiti di un modello di approvvigionamento elettrico così sbilanciato su solare ed eolico (in realtà la commissione d'inchiesta ha attribuito il disastro ad altri motivi). Dunque, la Spagna non si è trasformata in un'utopia: i redditi restano sotto la media europea con tensioni generate dalla spinta sui prezzi fornita da turisti e professionisti provenienti dall'estero. I progressi rispetto al 2012, però, quando le magagne nazionali erano simili a quelle di un paese emergente, sono stati enormi.

Uniti il debito pubblico è un problema: ostacola qualsiasi tentativo di sostenere l'economia o di ridurre i tassi di interesse. La stessa situazione si riscontra anche in alcuni paesi europei, ma non in Germania, che riteniamo sia in grado di stimolare la crescita, con effetti che si diffonderanno a cascata da settori e aree specifiche all'economia europea nel suo complesso».

LA CENTRALITÀ DEI PROFITTI

La combinazione di divisa forte e robusto rally delle borse è una coppia che non spessissimo si trova in giro: nell'ultimo quinquennio sostanzialmente solo gli Usa ne sono stati dotati. Il mondo sviluppato, fuori dalle aree di cultura anglosassone, si è sostanzialmente arrangiato con varianti confinate nell'alveo del mercantilismo. E l'elemento chiave per capire se si stia entrando in un'era profondamente diversa, non sorprendentemente, è da ricercare nell'andamento degli utili e, come già affermato, si tratta dell'ingrediente principale per continuare a generare rendimenti decenti nel 2026. Ribaltare anni di subalternità nei confronti degli asset rischiosi made in America richiederà da questo punto di vista uno sforzo ancora maggiore. **Giancarlo Sandrin**, deputy head of distribution di **L&G**, infatti, sottolinea che la fiducia dei mercati è tuttora piuttosto condizionale: «Già nel 2025 chi ha effettuato investimenti in dollari ha beneficiato di una diversificazione tramite azioni non statunitensi, visto che la moneta Usa si è indebolita e che gli indici in valuta locale si sono rafforzati. Con la Federal Reserve che sembra avere assunto una posizione più accomodante rispetto a quella di altre grandi banche centrali, le dinamiche che si osservano oggi sui tassi di cambio sono destinate a perdurare, a vantaggio della domanda per asset non statunitensi. Detto ciò, l'Europa al momento si trova sotto una forte pressione, con gli investitori che sperano che finalmente mostri quella crescita degli utili tanto attesa per il 2025. Infatti, se si verificasse una revisione al rialzo delle valutazioni, gli investitori sarebbero probabilmente meno indulgenti nei confronti del Vecchio continente, qualora le aspettative sui guadagni dovessero nuovamente essere riviste al ribasso».



L'Europa al momento si trova sotto una forte pressione, con gli investitori che sperano che finalmente mostri quella crescita degli utili tanto attesa per il 2025



GIANCARLO SANDRIN
deputy head of distribution
L&G

CONCLUSIONI DIFFICILI

Di fronte a questo cocktail di input differenti, tirare delle conclusioni non è così immediato. Forse l'approccio più ragionevole non è tanto ipotizzare uno Stoxx 600 sistematicamente più sovraperformante dell'S&P 500 negli anni a venire, ma concentrarsi sulle nicchie e sulle singole società in grado di colmare finalmente il gap di redditività e valutazioni con aziende Usa comparabili. Infatti, è vero che Wall Street è stata trascinata in gran parte dagli hyperscaler della tecnologia, ma è altresì innegabile che anche gruppi operanti in settori tradizionali nella prima economia della Terra scambiano a multipli più elevati.

Al riguardo l'analisi di **Cristina Matti**, head of european small & mid cap di **Amundi** offre spunti di grande interesse: «Abbiamo assistito a una forte attenzione sui livelli elevati di concentrazione nel mercato azionario statunitense e di conseguenza gli investitori hanno cercato modi per diversificare oltre i confini Usa. L'Europa ne ha beneficiato grazie a una struttura di mercato differente e a valutazioni più interessanti. Detto ciò, se si guarda alle performance del mercato europeo da inizio anno, il rialzo è stato trainato quasi esclusivamente dai settori finanziario e della difesa. Il rally è stato quindi limitato e, pur avendo driver differenti rispetto agli Stati Uniti, il risultato è simile: poche azioni trainano la maggior

parte della performance. Tenendo conto di ciò, restiamo favorevoli all'Europa per le opportunità di valutazione, ma manteniamo un approccio molto selettivo. Riteniamo che sia possibile individuare nel continente leader internazionali nel loro settore, con valutazioni significativamente più contenute rispetto alle controparti statunitensi. Questo sconto non riflette fondamentali peggiori, ma semplicemente il fatto di essere quotate in Europa piuttosto che negli Stati Uniti e ciò può rappresentare un'opportunità. Un secondo ambito d'interesse è costituito dai segmenti più domestici del mercato, che dovrebbero beneficiare degli stimoli in arrivo. In questo caso, prediligiamo le azioni di società a media e piccola capitalizzazione più esposte a queste dinamiche. Riteniamo che questo tipo di allocazione possa offrire concrete possibilità di diversificazione rispetto ai segmenti globali iperconcentrati». Una tesi di investimento dunque basata sull'idea di una ripresa di Corporate Europe e della domanda domestica a macchia di leopardo, anche se in via di allargamento al di fuori delle poche oasi di crescita degli ultimi anni. Un ecosistema ragionevolmente destinato a vedere forme molto intense di dispersione dei rendimenti: difficilmente la grande transizione europea comparirà all'orizzonte come una marea che innalza tutte le barche.

Un high-tech tutto industriale

Anche in Europa, come negli Stati Uniti, si è assistito a un fenomeno di concentrazione su alcune categorie di titoli azionari, ma, anziché la tecnologia, a farla da padroni sono stati i servizi finanziari e la difesa. Sulle piazze finanziarie del Vecchio continente, l'It si configura come un ambito squisitamente value, con tratti tipicamente ciclici, come nel caso dei chip impiegati nel settore automobilistico. Nell'intelligenza artificiale, invece, si trovano realtà di nicchia estremamente avanzate e non va abbandonata l'idea che l'evoluzione tecnologica possa portare a soluzioni nei semiconduttori per l'AI utili ai gruppi tradizionali

La tecnologia in Europa occupa una quota molto minore del totale della capitalizzazione azionaria rispetto agli Stati Uniti, ma anche nei confronti dell'Asia. Inoltre, i gruppi che operano nell'It mantengono spesso caratteristiche simili al resto dell'economia del Vecchio continente: le aziende legate alla digitalizzazione su questa area

del pianeta tendono infatti a concentrarsi nella produzione di macchinari per la fabbricazione di microchip (al centro c'è il colosso Asml) e su semiconduttori che sono parte di prodotti manifatturieri tradizionali, ambito nel quale svetta per importanza l'auto.

In questo novero, va inserito anche un certo numero di ottime società di software, che, però, vantano un profilo prettamente B2B. Non sorprendentemente, tali caratteristiche non hanno portato a grandi risultati nel corso del 2025: il rendimento fornito è rimasto nell'ambito della singola cifra. Chiaramente negli Usa e in Cina sono altre le realtà che sono state generate dai colossi dell'e-commerce, dalle piattaforme di condivisione di contenuti video, dai modelli di Ai più usati e dai chip che servono per crearli e renderli operativi. Ma l'equity continentale ha vissuto anch'esso gli ultimi 12 mesi all'insegna della concentrazione, anche se a farla da padroni sono stati i servizi finanziari e la difesa.

UN TECH VALUE

Il tech, dunque, si configura come uno degli ambiti più squisitamente value delle borse



europee, fattore che, con le dovute cautele, può costituire uno stagno interessante nel quale andare a pescare occasioni. **Cristina Matti**, head of european small & mid cap di **Amundi**, spiega: «Quando pensiamo alle società tecnologiche, tendiamo a immaginare quelle Usa. In Europa, le realtà specializzate in ambiti come l'intelligenza artificiale sono poche e, per esporci ai temi tecnologici, è spesso necessario guardare oltre i nomi più immediati. Il lato positivo è che ciò crea occasioni sul piano delle valutazioni, poiché queste aziende tendono a essere meno note, come, per esempio, le società che producono componenti o tecnologie per la catena del valore dei semiconduttori. Queste opportunità, poiché sono meno evidenti, richiedono un rigoroso lavoro bottom-up per valutare i casi d'investimento. Manteniamo, dunque, un approccio molto selettivo e analizziamo a fondo il modello di business e le dinamiche rischio/rendimento in ogni investimento».

AUTO E AI

Se si vuole però investire in questo alveo, va tenuto bene a mente un fatto fonda-

mentale: molti gruppi che possiamo fare rientrare nella definizione di tecnologia europea presentano tratti tipicamente ciclici. Basti pensare all'importanza primaria che il comparto automobilistico ricopre per i microchip del nostro continente. In sé ciò non costituisce un elemento negativo, dal momento che, dopo anni piuttosto magri, si potrebbe assistere in diversi gangli dell'economia dell'Ue (e non solo) a un ritorno del capex.

Di queste opportunità sembra convinto **Fabio Caldato**, portfolio manager, di **AcomeA Sgr**: «Il mercato è molto efficiente, perciò, almeno sulle large cap, è difficile trovare evidenti mispricing. Vanno scovati titoli all'interno di settori che magari siano in fase di bottom del ciclo. Per esempio, i semiconduttori legati al settore industriale e automotive (Stm e Infineon) potrebbero finalmente vedere ripartire il ciclo. Ci piace evidenziare un altro settore che non rientra prettamente nella definizione di tecnologico, ma che della tecnologia potrebbe beneficiare, cioè le torri telefoniche: Ai e 5G richiedono connessioni stabili e bassa latenza e, nell'ultimo triennio,



CRISTINA MATTI
head of european
small & mid cap
Amundi



In Europa, le realtà specializzate in ambiti come l'intelligenza artificiale sono poche e, per esporci ai temi tecnologici, è spesso necessario guardare oltre i nomi più immediati



le aziende telefoniche non hanno investito, preferendo lavorare sui margini. Sarà tuttavia imperativo riprendere il ciclo di investimenti e le azioni delle torri telefoniche europee (Cellnex, Inwit) languono ai minimi, offrendo così una grossa opportunità di investimento».

Non va inoltre dimenticato che l'intelligenza artificiale è un segmento tuttora in divenire, nel quale le innovazioni a livello di soluzioni infrastrutturali si accavallano continuamente. In questo mare magnum in ebollizione, si trovano anche su questa sponda dell'Atlantico realtà di nicchia estremamente avanzate. Stuzzicante, da questo punto di vista, risulta la tesi di investimento di **Hywel Franklin**, head of

European equities di **Mirabaud Asset Management**: «Spesso ci si dimentica che è possibile ottenere esposizione all'intelligenza artificiale anche in Europa, non solo negli Stati Uniti. Alcune aziende del Vecchio continente si trovano più a valle nella catena del valore, ma sono guidate dagli stessi trend e, in alcuni casi, probabilmente cresceranno più rapidamente. È un aspetto non ancora riportato nelle valutazioni. Su questo tema, abbiamo individuato interessanti opportunità in Norvegia, dove esiste un forte settore tecnologico focalizzato sul trasferimento di dati tra datacenter, un'area in rapida espansione».

UN'IPOTESI INTRIGANTE

Peraltro l'evoluzione tecnologica potrebbe portare a soluzioni nei semiconduttori per l'AI che coinvolgerebbero anche i gruppi, per così dire, vecchio stampo presenti nel Centro-Nord Europa, ma anche in Italia. L'ipotesi, decisamente intrigante, viene esposta da **Marco Midulla**, head of mutual funds di **Symphonia Sgr**: «Per il 2026 dovrebbe cambiare positivamente lo scenario per il settore dei semiconduttori analogici per il miglioramento del ciclo grazie a un livello di scorte piuttosto basso nel settore industriale e automotive, ma anche per la recente evoluzione tecnologica che vede crescere sensibilmente l'utilizzo dei chip analogici nell'ambito AI. Presentano valutazioni attraenti anche alcune società della consulenza It,

probabilmente eccessivamente penalizzate dai timori sulla concorrenza dell'intelligenza artificiale nei servizi».

Puntare su una tesi di questo genere sicuramente comporta gestire una marea di incognite, in primis il fatto di continuare ad avere un solido bull-market in un comparto ormai ai limiti della mania. Se però avvenisse una simile trasformazione, i risultati sarebbero probabilmente esplosivi. Basti pensare a quanto accaduto per le memorie Dram e Nand, che hanno costituito la base quest'anno di un ritorno di fiamma del listino coreano fino all'anno scorso trascurato: si tratta di beni ricercatissimi e caratterizzati da crescente scarsità.

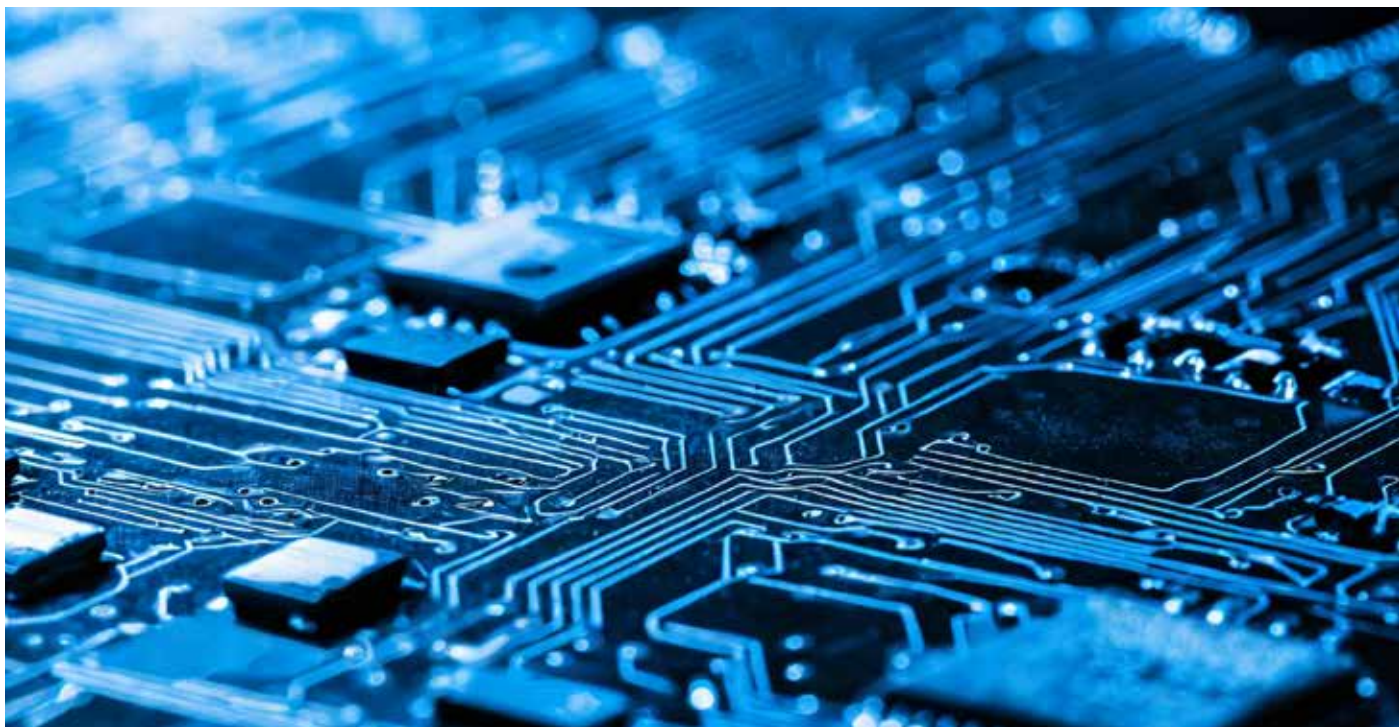
PURA DIVERSIFICAZIONE

Le parole di Midulla, poi, spostano l'attenzione anche su un'ulteriore tesi interessante in un'ottica di pura diversificazione. I servizi avanzati, come la consulenza aziendale, vengono infatti considerati a forte rischio di obsolescenza, anche a causa degli ultimi dati sulle assunzioni da parte dei protagonisti del settore. Alcune funzioni della professione sono ormai svolte in maniera automatica dagli Llm di ultima generazione. È interessante, però, considerare il punto di vista opposto, ossia che l'AI potrebbe essere vista come una miniera d'oro per le società di consulenza che si stanno specializzando nell'aiutare la clientela a integrare in azienda queste tecnologie.

Per **Thomas Horsey**, gestore azionario e partner di **Wellington Management**, «un segmento dove continuiamo a individuare valutazioni che si discostano dal valore intrinseco è i servizi di consulenza tecnologica, spesso visto dal mercato come "perdente nell'AI". Tuttavia, riteniamo che questa opinione sia troppo superficiale. Alcune società di consulenza, infatti, grazie a competenze avanzate nella gestione e integrazione dei dati, ricoprono ruoli importanti nell'aiutare le aziende ad adottare l'intelligenza artificiale e potrebbero trarre beneficio quando la spesa in AI passerà dalla sperimentazione all'applicazione concreta».

UN'OCCASIONE ENORME

Quanto affermato rappresenta un esempio tipico della situazione generale dell'Europa, in questi anni snobbata in quanto recettore passivo di tecnologie generate altrove. In realtà, forse, almeno in alcune circostanze, il paradigma potrebbe mutare radicalmente. In particolare, il tema principale dell'investimento in intelligenza artificiale potrebbe passare dalla costruzione dei datacenter e la creazione dei modelli all'individuazione di aziende in grado di dispiegare queste tecnologie in maniera efficace per aumentare produttività e margini. Si tratta di un'occasione enorme per il Vecchio continente, che potrebbe stupire mercati tuttora con lo sguardo rivolto ad altro.



Un penny per la fortuna: quando una piccola moneta racconta un grande cambiamento

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

È il 1990. Nelle sale cinematografiche esce "Ghost", il film che farà battere il cuore a milioni di spettatori. Patrick Swayze e Demi Moore sono i protagonisti di una storia d'amore che sfida la morte, ma tra le scene più iconiche c'è un dettaglio ricco di emozioni: una piccola moneta, dal valore inestimabile, che in quell'istante racchiude il sentimento di un amore indescrivibile. Un penny. Sam, ormai spirito, cerca disperatamente di comunicare con Molly. Non può parlare, non può toccarla, ma trova un modo per dimostrarle che è lì con lei. La moneta scivola sul pavimento, poi si sol-

leva lentamente, sospesa nell'aria, fino a raggiungerla. Quel piccolo penny, apparentemente insignificante, si trasforma in un messaggio di speranza e amore. Una scena che ha fatto storia e che oggi assume un significato ancora più immateriale: il penny, dopo oltre due secoli, si prepara a uscire di scena...per sempre.

OLTRE DUE SECOLI DI STORIA

Il 2026 sarà ricordato come un anno di svolta. Non solo perché segnerà l'inizio di nuove sfide economiche e tecnologiche, ma perché chiuderà un capitolo lungo oltre

due secoli: quello del penny, la moneta da un centesimo di dollaro che ha accompagnato la vita quotidiana degli americani dal 1793.

Dal 12 novembre 2025, la Zecca ha smesso di produrlo. Le ultime monete sono state coniate a Philadelphia e continueranno a circolare finché le scorte lo permetteranno, ma non ne nasceranno più di nuove.

Il penny non è stato soltanto un mezzo di pagamento: è stato un simbolo culturale. Pensiamo alle penny loafer, i mocassini con la fessura sul collo del piede, diventati icona di stile negli anni '30 grazie a G.H.



Bass. Il nome deriva dall'abitudine di infilare proprio un penny in quella fessura, trasformando una moneta in un accessorio di moda. Pensiamo al penny sul giradischi, il trucco casalingo per dare peso alla puntina e fare scorrere il vinile senza salti: una soluzione ingegnosa, oggi relegata ai ricordi degli appassionati. Infine, come dimenticare il lucky penny, il centesimo trovato per strada e raccolto per scaramanzia, un rito che sopravvive anche alla sua dismissione ufficiale.

UNA QUESTIONE DI COSTI

Dietro la fine del penny, però, non c'è solo nostalgia: ci sono i numeri. Nel 2024 produrre e distribuire ogni monetina è costato 3,69 centesimi, quasi quattro volte il suo valore. Un paradosso che dura da anni e che ha spinto il Tesoro a dire basta: la decisione farà risparmiare oltre 50 milio-

ni di dollari l'anno, riducendo le perdite di "signoraggio" e i costi di metallo e logistica. Il penny moderno, infatti, non è più di rame pieno come un tempo: dal 1982 è composto per il 97,5% di zinco e solo per il 2,5% di rame, una scelta fatta per contenere le spese, ma che non ha fermato l'erosione dei margini.

La sua uscita di scena avrà anche effetti pratici. Nei pagamenti in contanti, molte transazioni verranno arrotondate al nickel (5 centesimi). Gli studi indicano che l'impatto per i consumatori sarà minimo, ma il dibattito sul "rounding tax", il rischio di pagare sempre un po' di più, resta aperto. Se da un lato la scomparsa del penny chiuderà un capitolo di storia, dall'altro è il contante a perdere terreno: carte, wallet digitali e pagamenti istantanei dominano il retail e il penny, oggi, diventa un simbolo di un mondo che cambia.

DAL METALLO AL BIT...

Il nuovo anno porterà con sé un'altra verità: il futuro del denaro è digitale. Blockchain, token, stablecoin e persino le valute digitali delle banche centrali (Cbdc) oggi non sono più fantascienza, ma strumenti concreti che ridisegnano il concetto stesso di moneta. Se il penny era l'unità minima che garantiva precisione nei prezzi, oggi questo ruolo è affidato agli algoritmi. L'unità di valore non si incide più sul metallo, ma si codifica in bit. E chi teme che il nickel costi più del cent, nota che la vera efficienza arriverà riducendo l'attrito delle transazioni e la logistica del contante.

Resta la memoria materiale: Lincoln sul dritto, lo Union Shield sul rovescio con le 13 strisce e il motto "E Pluribus Unum". Sono dettagli che raccontano una storia lunga 232 anni, chiusa con l'ultimo colpo di conio nel novembre 2025. Ma il 2026 non sarà solo la fine di un simbolo, sarà l'inizio di una nuova era. Un'era in cui il tintinnio delle monete lascia spazio ai pagamenti invisibili e in cui il valore non si misura più in peso, ma in sicurezza, velocità e inclusione.

...FACENDO TESORO DEI RICORDI

Il penny ci ha insegnato che valore nominale e valore intrinseco non coincidono sempre. Ora la sfida è tradurre quella lezione nel linguaggio del digitale. Il futuro è già qui, e il 2026 sarà ricordato come l'anno in cui una piccola moneta ha ceduto il passo a un mondo di nuove opportunità. Speriamo solo che, in qualche barattolo, resti almeno una monetina per ricordo: sarebbe un peccato che Sam non ne trovasse più nessuna per comunicare il suo amore a Molly.

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 a dicembre 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.

Inversione dei tassi, ondata di debiti e la grande politica

a colloquio con Lars Conrad

Publireddazionale



LARS CONRAD
portfolio director
del team fixed income
Flossbach von Storch

In tempi turbolenti, il patrimonio privato torna al centro dell'attenzione. Le obbligazioni possono garantire stabilità almeno quando le opportunità e i rischi sono in equilibrio, come è chiaro da questa conversazione con Lars Conrad, portfolio director del team fixed income di **Flossbach von Storch**, sui temi principali che attualmente animano il dibattito tra gli investitori in obbligazioni.

Stiamo vivendo attualmente diversi cambiamenti strutturali nel mondo, sia nella politica, sia nel sistema finanziario ed economico globale. Nella sua posizione, lei parla quotidianamente con molti professionisti internazionali sugli investimenti in bond. Che cosa preoccupa oggi i partecipanti al mercato?

«Le obbligazioni dovrebbero portare stabilità

e prevedibilità in un portafoglio. Accanto alle potenziali opportunità, restano sempre in primo piano anche i possibili rischi».

Di cosa si parla maggiormente in questo momento?

«Un tema molto importante è l'apparente indebitamento senza limiti di molti stati. Prendiamo, ad esempio, la Francia: dopo una crisi di governo e diversi declassamenti da parte delle agenzie di rating, lo spread è aumentato nettamente e ha raggiunto i livelli dell'Italia. La situazione politica resta fragile e le possibilità di un (urgentemente necessario) consolidamento fiscale sono ridotte. La Francia è il secondo maggiore emittente di titoli di stato nell'area euro».

Potremmo assistere a una nuova crisi dell'euro?

«La crisi fiscale francese non ha ancora raggiunto una dimensione "sistemica". I costi del credito restano gestibili. Al momento, non si intravede una perdita di fiducia nell'euro e, in caso di emergenza, la Banca Centrale Europea dispone di alcuni strumenti come la possibilità di rallentare il ritmo di riduzione del portafoglio obbligazionario. In presenza di forti variazioni degli spread, esiste inoltre il Tpi (Transmission protection instrument), lo strumento di protezione della trasmissione monetaria. Tuttavia, per il suo utilizzo devono essere soddisfatti determinati requisiti ed è probabilmente ancora troppo presto per un intervento della Bce».

Perché?

«Siamo ancora lontani da una crisi sistemica. Se la Banca centrale intervenisse a ogni cambiamento nel mercato, finirebbe per compromettere la sua credibilità. La responsabilità ora è altrove: tocca alla Francia trovare una soluzione sostenibile al problema del debito. Nell'area euro ci sono alcuni esempi positivi: la Grecia sta lentamente tornando in carreggiata e in Spagna lo spread sta diminuendo, mentre i rating migliorano. La base resta sempre lo sviluppo economico e fiscale dei paesi. Qui sono chiamati in causa la politica e, in ultima analisi, anche i cittadini».

Alcuni investitori professionali hanno già iniziato a riflettere se evitare in generale le obbligazioni dell'Eurozona...

«Lo riteniamo eccessivo. Anche se nei nostri fondi obbligazionari non abbiamo investimenti strategici in titoli di stato francesi, al momento non vediamo rischi concreti di default. In altri titoli rileviamo, invece, profili rischio/rendimento adeguati. Naturalmente, in un portafoglio attivo conta sempre la diversificazione».

Può fare un esempio?

«Nel segmento difensivo, i covered bond e i titoli di emittenti quasi statali possono meritare attenzione all'interno di un portafoglio di titoli governativi ben diversificato. Guardiamo anche oltre l'Europa. Di recente, si è rivelata vincente la nostra allocazione in titoli di stato neozelandesi. Insieme ai Tips statunitensi a lunga scadenza e indicizzati all'inflazione, hanno fornito nel terzo trimestre del 2025 il contributo di valore più elevato nel

portafoglio di titoli di stato del nostro principale fondo obbligazionario, il Flossbach von Storch – Bond Opportunities. Manteniamo questa posizione da tempo: i tassi sono più alti che in Europa e la curva dei rendimenti è piuttosto ripida e ciò aumenta le opportunità di rendimento tramite l'effetto roll-down. Inoltre, i costi di copertura contro le oscillazioni del dollaro neozelandese sono contenuti. Naturalmente, trattandosi di un mercato di nicchia come la Nuova Zelanda, la nostra posizione non è eccessivamente grande».

E per quanto riguarda le obbligazioni societarie?

«Gli spread delle obbligazioni più rischiose restano ai minimi, mentre i titoli con rating più elevato offrono un rapporto rischio/rendimento relativamente più attraente, soprattutto se confrontato con il mercato dei tassi swap in euro dell'ultimo decennio. Sul mercato high yield osserviamo da tempo un eccesso di domanda: alla scarsità di nuove emissioni si contrappongono forti flussi in entrata. I rischi di prezzo sono stati finora "smorzati" dall'ampia liquidità del mercato. Ciò garantisce una stabilità di breve periodo, ma aumenta la vulnerabilità del segmento nel lungo termine».

Quale alternativa ai bond ad alto rendimento e rischio?

«Nelle obbligazioni societarie continuiamo a focalizzarci sulla qualità. Le emissioni con rating A e AA restano la colonna portante e offrono rendimenti interessanti. Per il resto, ci muoviamo in modo molto selettivo. In generale, preferiamo titoli con scadenze medie, dove l'effetto roll-down rappresenta un'ulteriore fonte di rendimento particolarmente attraente».

Resta la questione delle grandi banche centrali...

«... che attualmente sembrano muoversi in due direzioni opposte. Negli Stati Uniti, di recente, l'attenzione si è concentrata sui dati più deboli del mercato del lavoro. Dopo gli ultimi tagli dei tassi da parte della Federal Reserve, il mercato ha iniziato a speculare su ulteriori riduzioni. I rendimenti dei Treasury sono temporaneamente scesi in modo significativo. Nell'Eurozona, invece, l'andamento dei rendimenti si è mosso in una direzione

diversa rispetto a quello del principale mercato valutario mondiale».

Per quale motivo?

«L'accordo nella disputa commerciale con gli Stati Uniti (con dazi limitati al "solo" 15% sulla maggior parte dei prodotti Ue) ha contribuito ad allentare i timori di un forte rallentamento della crescita. Il miglioramento del sentiment di rischio ha poi portato a un aumento dei rendimenti delle obbligazioni europee. La presidente della Bce, Christine Lagarde, e Isabel Schnabel, membro del Comitato esecutivo, hanno di recente smorzato le aspettative su ulteriori allentamenti monetari. Se il trend resterà così, si vedrà. Guardando avanti, questa posizione potrebbe rivelarsi troppo restrittiva, considerando il netto rallentamento della crescita salariale (principale motore dell'inflazione), i tagli occupazionali in diversi settori economici e la crisi fiscale in Francia».

Il trend di riduzione dei tassi negli Stati Uniti continuerà?

«Dopo tre tagli dei tassi della Fed, il mercato ne sconta attualmente almeno altri due. Al momento, riteniamo questa previsione realistica».

Qual è la sua prospettiva?

«Anche se i mercati obbligazionari sono rimasti molto tranquilli, nonostante le numerose incertezze geopolitiche, non bisogna lasciarsi ingannare. I rischi esogeni, dalla possibile crisi del debito francese alla politica monetaria statunitense, devono essere tenuti d'occhio. Tuttavia, dal nostro punto di vista, non giustificano ancora un cambiamento strategico di direzione».

E quindi?

«In un portafoglio obbligazionario, oggi conta molto l'accuratezza dell'impostazione. La duration rimane, a nostro avviso, il rischio preferito: appare certamente meglio remunerata rispetto ai rischi di credito degli emittenti più deboli. Nelle obbligazioni societarie il nostro focus resta sulle qualità più elevate. Curve dei rendimenti in aumento e rendimenti interessanti creano una base stabile per gli investitori obbligazionari, mentre elevati rendimenti reali e aspettative d'inflazione moderate parlano a favore delle obbligazioni indicizzate all'inflazione. La flessibilità rimane fondamentale per cogliere le opportunità future».

Mitigare i rischi con l'investimento sostenibile

a cura di Pinuccia Parini



DENNIS BAAS
head of sustainability strategists
Allianz Global Investors

Come affrontare il tema della sostenibilità sui mercati finanziari rimane materia di approfondimento, soprattutto alla luce dei recenti cambiamenti introdotti dall'Unione Europea. Ne parla **Dennis Baas**, head of sustainability strategists di **Allianz Global Investors**.

Crede che sia necessario cambiare la narrativa sulla sostenibilità?

«Sì, lo penso quando si tratta di fare fronte alle reazioni negative nei confronti degli Esg. Credo che dovremmo superare le critiche alla regolamentazione e affrontare nuovamente la sostenibilità con una mentalità più costruttiva. A questo proposito, se guardiamo, ad esempio, l'indice S&P Global Clean Energy Transition, che dall'inizio dell'anno (21 novembre) ha registrato un aumento superiore al 40% in dollari Usa superando il Nasdaq, ci troviamo di fronte a un esempio positivo che propongo a coloro che sottolineano la performance deludente dei titoli legati alla sostenibilità sul mercato azionario».

Come si spiega il forte rialzo di questo indice?

«La diffusione dell'intelligenza artificiale richiede la realizzazione di molti datacenter che sono dispendiosi in termini di consumo energetico e, per tale ragione, l'utilizzo di impianti di rinnovabili, che possono essere realizzati in tempi brevi e a costi contenuti, si presenta come una valida soluzione. Un'analoga considerazione può essere fatta per il graduale processo di elettrificazione della rete di distribuzione dell'energia».

Però i datacenter si stanno sempre più moltiplicando. Non crede che ci sia una contraddizione di fondo a parlare di transizione energetica per aziende sempre più energivore?

«I datacenter consumano non solo molta energia, ma anche acqua per il raffreddamento dei loro sistemi. Per questa ragione, li valutiamo in base alla loro efficienza. Ad esempio, se il calore residuo di un centro dati viene utilizzato per riscaldare edifici commerciali

e residenziali nelle vicinanze, riducendo così il consumo di energia da altre fonti, può essere classificato come un contributo alla transizione energetica. Inoltre, è possibile che l'aumento della domanda di energia sia accompagnato, da un lato, da una maggiore produzione da fonti rinnovabili e, dall'altro, da innovazioni tecnologiche che garantiscano che ciò avvenga in modo più efficiente e sostenibile. Un tale sviluppo potrebbe portare a un consumo molto più diffuso di energia pulita».

Quindi che cosa vuole dire investire nella transizione energetica?

«Significa investire in un ampio spettro di aree: dalla transizione di attività attualmente ad alta intensità di carbonio allo sviluppo di soluzioni innovative e rispettose dell'ambiente. L'evoluzione del contesto normativo e politico e le diverse definizioni di che cosa significhi contribuire alla transizione energetica rendono sempre più importante per gli asset manager e gli investitori articolare chiaramente il loro approccio, in particolare sulle misure di salvaguardia applicate quando si considerano asset più tradizionali e ad alta intensità di carbonio per gli investimenti. Ciò è importante per mitigare i rischi di greenwashing e il rischio di "immobilizzare" asset ad alta intensità di carbonio nel medio-lungo termine. Un approccio chiaro agli investimenti nella transizione energetica migliora anche l'allineamento con gli obiettivi dei clienti, garantendo il raggiungimento, sia dei loro target finanziari, sia di quelli di sostenibilità».

È curioso però che tutto ciò non abbia rimesso al centro la sostenibilità negli investimenti. Forse è stato commesso l'errore di incasellarla all'interno degli investimenti tematici?

«Direi che parte della delusione dei clienti è legata ai prodotti tematici Esg che, essendo spesso poco diversificati, hanno sottoperformato negli ultimi tre anni. Ritengo sia necessario affrontare il problema dell'eccessiva concentrazione in determinate soluzioni ampliando l'universo dei titoli e mantenendo una serie di esclusioni ex ante ragionevoli, rafforzando al contempo le attività di stewardship per coinvolgere le aziende e accompagnarle nella transizione verso la neutralità carbonica. Inoltre, bisogna ribadire agli investitori che

l'investimento sostenibile non è un'operazione a breve termine e che i risultati positivi si concretizzano nel lungo periodo».

Utilizzare i criteri Esg in una decisione d'investimento significa mitigare i rischi di portafoglio?

«Si è passati da una fase in cui si parlava in termini generali di investimento sostenibile a una in cui ci si concentra maggiormente sui concetti di resilienza (ad esempio, agli eventi geopolitici), transizione equa e gestione avanzata del rischio. In questo contesto, guardando al futuro, nel costruire un portafoglio, l'attenzione ai rischi fisici causati dai cambiamenti climatici sta diventando sempre più rilevante, una minaccia le cui conseguenze influenzano molti aspetti della vita delle persone, dell'economia e delle valutazioni».

Qual è il rapporto tra stewardship e sostenibilità?

«La stewardship attiva è una componente importante dell'investimento sostenibile, per il continuo engagement tra investitori e azienda che, di solito, è di natura collaborativa, ma può essere anche conflittuale. Negli ultimi due anni, Allianz Global Investors è diventata più attiva nel preannunciare la propria decisione di voto alla stampa prima dell'assemblea degli azionisti. Per citare un esempio, lo abbiamo fatto lo scorso maggio con Adidas, quando abbiamo espresso parere contrario alla rielezione di Thomas Rabe alla presidenza del Supervisory Board, visto che la società era venuta meno all'impegno preso nel 2024 di stendere un piano convincente per cercare un suo successore. Ovviamente, simili decisioni non sono prese all'improvviso, ma sono il risultato di un'attività di confronto con l'impresa il cui esito non è quello auspicato. Ciò non significa perdere fiducia nella gestione, ma piuttosto esercitare pressioni per ottenere cambiamenti adeguati a vantaggio dell'azienda e dei suoi azionisti».

Qual è stata la vostra attività di stewardship nel 2024?

«Sulla base della nostra partecipazione a 8.879 assemblee (2023: 9.137) e sul voto espresso in merito a circa 90 mila proposte avanzate da azionisti e vertici aziendali, abbiamo votato contro o ci siamo astenuti su almeno un punto all'ordine del giorno nel 72% (2023: 71%) di tutte le assemblee a

livello globale. Ci siamo opposti al 19% delle proposte in materia di capitale, al 22% di quelle sulle elezioni dei membri dei consigli di amministrazione e al 41% delle proposte sulle remunerazioni, coerentemente con le elevate aspettative sugli standard di governance».

Come interpreta la revisione di alcune regolamentazioni legate alla sostenibilità da parte della Ue?

«Per quanto riguarda la Csr (Corporate sustainability reporting directive), non abbiamo alcuna obiezione alla diminuzione degli indicatori da riportare, poiché riteniamo che il numero iniziale comportasse un onere di rendicontazione eccessivo per le società e consideriamo sufficiente un insieme più mirato nel contesto della gestione del portafoglio. Tuttavia, siamo meno favorevoli alla riduzione del numero di società che devono conformarsi alla direttiva, ossia le piccole e medie imprese, anche se riteniamo che queste ultime abbiano un incentivo a riportare alcuni di questi indicatori per attirare l'interesse degli investitori».

E per quanto riguarda la Sustainable finance disclosure regulation (Sfdr)?

«La Commissione europea ha proposto una revisione dell'Sfdr, con l'obiettivo di semplificare le norme per renderle più comprensibili ed efficienti. Si è trattato di un compito molto impegnativo che, va sottolineato, non sarà implementato prima del semestre iniziale del 2028, ed è quindi possibile che, nel frattempo, vengano apportate ulteriori modifiche al testo. Detto ciò, ritengo che lo schema di categorizzazione proposto sia relativamente pragmatico. L'obiettivo è consentire agli investitori di comprendere immediatamente il profilo di sostenibilità di un prodotto attraverso un chiaro riferimento. A tale proposito, sono state individuate tre categorie che esprimono una gradazione degli standard, dal più alto al più basso: sostenibile, transizione ed Esg di base. Accogliamo con particolare favore la categoria "transizione", che dovrebbe sostenere la trasformazione della nostra economia verso l'azzeramento delle emissioni nette. I prodotti che rientrano in queste classificazioni devono avere il 70% del proprio patrimonio investito nella strategia dichiarata, escludendo le attività dannose».

Opportunità nella transizione verso un futuro sostenibile

a cura di **Pinuccia Parini**



THOMAS HOHNE-SPARBORTH
head of sustainable investing
Lombard Odier Investment
Managers

Thomas Hohne-Sparborth, head of sustainable investing di **Lombard Odier Investment Managers**, spiega come i cambiamenti di sistema possano produrre opportunità d'investimento.

Come descriverebbe il vostro approccio alla sostenibilità?

«In Lombard Odier ci occupiamo di investimenti sostenibili dagli anni '90. Il nostro è stato un percorso che si è evoluto nel tempo: abbiamo iniziato a stendere questionari e fare sondaggi su che cosa si intendesse con il termine Esg, per poi capire che c'era una serie di domande che, in qualità di investitori, avremmo dovuto chiedere alle aziende, ma stavamo ignorando. Per diversi anni, il lavoro fatto sugli aspetti ambientali, sociali e di governance ha riguardato nello specifico la responsabilità dell'impresa, ma la sensazione era che ciò non bastasse. Circa cinque anni fa è stato così deciso di rivedere il nostro approccio, iniziando a porci una domanda: "Come cambierà l'economia nei prossimi lustri?" È così iniziata un'attività di ricerca e studio, avvalendoci anche

di collaborazioni e partnership esterne, che ci ha portati a concludere che gli attuali sistemi economici non sono adeguatamente strutturati per progredire e, da questo punto di vista, si dovranno trasformare, così come è sempre avvenuto nella storia dell'umanità».

Il cambiamento di un sistema è quindi nella natura della sua evoluzione?

«I sistemi economici per un po' funzionano, sino a quando non si presentano difficoltà che, per essere superate, hanno bisogno di un nuovo modello di riferimento. La nostra convinzione è che si stia assistendo all'emersione di nuovi sistemi più efficienti che sono in grado di soppiantare quelli esistenti. Quindi, per rispondere alla domanda iniziale, investire in modo sostenibile non significa essere conformi a una determinata regolamentazione o rientrare nei parametri di una certa definizione. Non è neppure apporre un'etichetta a una soluzione d'investimento. Vuole dire capire in quale modo i modelli stanno cambiando, dove si spostano gli utili e quali aziende stanno acquisendo un vantaggio competitivo. Crediamo che

la sostenibilità racchiuda in sé molti dei cambiamenti radicali cui stiamo assistendo: dall'elettificazione dei sistemi energetici alla trasformazione industriale, dal mutamento del modello sanitario a quello finanziario».

Ha alcuni esempi da portare a questo proposito?

«Il telefono cellulare. Agli inizi esistevano solo quelli satellitari, pensati per uso militare, di grandi dimensioni e particolarmente costosi. Poi da lì è iniziata gradualmente la diffusione a uso civile, in primis per attività imprenditoriali, e la dimensione e i costi si sono ridotti: l'economia di scala ha iniziato a dare i suoi frutti e il mercato dei telefonini si è sempre più ampliato. Il comparto energetico, per citare un altro caso, ha visto la diffusione delle rinnovabili in diversi paesi in differenti momenti: negli anni il prezzo di installazione e produzione è sceso e compete con altre forme di energia. Addirittura, oggi è meno dispendioso aprire un impianto di produzione solare che tenere aperte centrali a carbone o a gas, ma ciò non significa che queste ultime nell'immediato spariranno, perché le transizioni non avvengono nell'arco di una notte, anche se i tempi stanno diventando sempre più corti».

Intravede il rischio che un allentamento della regolamentazione in tema di sostenibilità possa in qualche modo rendere meno leggibile il comportamento delle imprese?

«Non vorrei essere stato frainteso. La regolamentazione aiuta perché rende il nostro lavoro di investitori che si interfacciano con le aziende più efficienti, ma il rapporto che abbiamo con loro è solitamente di lunga data e la conoscenza è così profonda che non è l'ottenimento di un dato la base della nostra relazione. Cerchiamo società di elevata qualità, con una forte classe manageriale dotata di una visione strategica, consapevole delle complessità che devono essere affrontate, capace di cogliere i tratti di una competitività non tradizionale e di attirare talenti. Sono aziende con le quali, di fatto, creiamo un'intesa perché condividiamo lo stesso linguaggio».

Quali pensa siano le ragioni per cui gli investimenti sostenibili non sono più sulla cresta dell'onda?

«Innanzitutto una premessa: la sostenibilità non è un concetto nato nell'ultimo decennio. Come già affermato in precedenza, quando un modello economico incontra delle difficoltà fisiche deve

modificarsi. Faccio degli esempi. Il nostro sistema energetico era originariamente basato sulla deforestazione, che si è rivelata non sostenibile per le ripercussioni a livello orografico e le incredibili erosioni create nel terreno. Il legno è stato allora sostituito dal carbone, che a sua volta è stato soppiantato dal gas, considerato più sostenibile. Oggi si parla di rinnovabili. In tutti questi casi si è di fatto assistito a un'evoluzione della sostenibilità e della tecnologia».

Sta dicendo che l'evoluzione è di per sé un processo sostenibile?

«Vorrei solo riaffermare quanto la storia ci insegna: quando si raggiungono i limiti di un modello di sviluppo, si tende a superarli e a trovare soluzioni o risposte più confacenti per permettere la continuità di un processo».

Sostenibilità e innovazione tecnologica è un binomio che ha indubbiamente una sua valenza, ma oggi l'AI richiede un forte impiego di risorse energetiche. C'è una contraddizione in questa relazione?

«La vera sfida che abbiamo di fronte è di procedere nel processo di decarbonizzazione innovando, in un contesto economico che cambia grazie all'evoluzione tecnologica. La transizione è una fase che riguarda tutte le industrie, quelle nuove e quelle più tradizionalmente inquinanti come l'acciaio, il cemento o il ferro, dove si va avanti passo dopo passo, individuando le modalità perché tutto avvenga in modo sostenibile. E questa considerazione è valida anche in ambito tecnologico in cui, alla base della transizione, c'è l'efficientamento energetico. In questa direzione, per esempio, vediamo opportunità d'investimento in aziende che producono liquido refrigerante per i datacenter, piuttosto che in nuovi impianti di rinnovabili. Ma attenzione, in un mondo sempre più digitalizzato emerge anche la necessità di rafforzare i sistemi di sicurezza, perché lo sviluppo tecnologico ha impatti sugli utilizzatori che devono essere a loro volta protetti. Accade così che investire in cybersecurity significa rendere sostenibile il modello di crescita che sta prendendo forma».

Quando si parla di sostenibilità spesso ci si concentra sulle questioni ambientali ed energetiche, meno sugli aspetti sociali...

«È vero e di solito la discussione si limita a considerazioni legate al rispetto dei diritti umani, che

sono solo una parte della questione. Bisogna discutere non solo di sistema energetico, ma anche di sistema sanitario, finanziario, di welfare. È necessario chiedersi se l'invecchiamento della popolazione e i nuovi bisogni dei consumatori metteranno a dura prova la capacità di soddisfare le aspettative delle persone o se diventerà invece imperativo ripensare i sistemi sociali. In un mondo in cui il costo della vita aumenta, nuovi sistemi in grado di fornire beni e servizi personalizzati rivoluzioneranno l'economia».

Il concetto di sostenibilità continua a essere valido nell'ambito degli investimenti?

«Ritengo che se dovessi trovare un aspetto che possa avere deluso le attese degli investitori è avere impacchettato la sostenibilità in una soluzione tematica, soprattutto in ambito azionario. Negli ultimi tre anni, l'elevata concentrazione dei mercati su una manciata di titoli ha fatto sì che la tecnologia nello specifico fosse l'ambito in cui un investitore avrebbe dovuto avere un'esposizione, ma ciò non significa mettere in discussione la sostenibilità. Quando ci confrontiamo con gli investitori, parliamo di cicli di innovazione tecnologica, di rivoluzione industriale. Spieghiamo perché riteniamo che l'analisi del cambiamento dei sistemi fornisca un punto di vista distintivo per orientarsi nei mercati azionari. Questo approccio pone la transizione verso la sostenibilità in primo piano nel nostro processo d'investimento ed è un modo per cercare società che siano attrattive».

Ma nel periodo post pandemia c'è stato un forte interesse per gli Esg...

«È vero, l'attenzione nei confronti della sostenibilità ha conosciuto un'accelerazione a partire dalla metà del decennio scorso, per poi raggiungere il culmine tra il 2020-2021, periodo in cui si è assistito ad alcuni eccessi in alcune parti del mercato. Ora che il contesto delle piazze finanziarie è cambiato, potrebbe essere addirittura il momento ideale per individuare quelle azioni che presentano le caratteristiche che noi ricerchiamo e che sono sottovalutate».

Informazioni importanti

La Società è autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur (la "CSSF") ai sensi dell'articolo 101(3) del 17 dicembre 2010 della Legge lussemburghese sugli OICVM e ai sensi dell'articolo 5 (4) del 12 luglio 2013 della Legge AIFMD e ha sede legale al 291, Route d'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: gennaio 2026

Valore e qualità in Asia

a cura di Pinuccia Parini



JAMES COOK
investment director
emerging markets
Federated Hermes

Un approccio contrarian e orientato allo stile value nei mercati emergenti e in Asia è la caratteristica delle soluzioni d'investimento di **Federated Hermes**. Fondi&Sicav ha discusso delle opportunità che la regione offre con **James Cook**, investment director emerging markets dell'asset manager.

Quali sono le ragioni che spiegano l'interesse nei confronti dei mercati emergenti?

«È trascorso molto tempo dall'ultima volta che i mercati emergenti (Em) hanno sovraperformato quelli sviluppati (Dm) con l'Asia come protagonista. Per usare una metafora, direi che si è assistito a un allineamento dei pianeti favorevole per gli Em: dollaro debole, attese di allentamento della politica monetaria da parte della Fed e un differenziale di crescita nettamente a favore degli emerging. Inoltre, casi come DeepSeek dimostrano che non basta guardare ai dati macroeconomici per capire davvero ciò che accade in un paese: il tessuto imprenditoriale cinese è ricco di aziende innovative di successo, anche in una fase in cui la crescita complessiva mostra segnali di rallentamento».

Quindi l'incertezza sulle politiche

commerciali americane non ha pesato?

«C'è stato un picco di volatilità legato al commercio che ha generato un riposizionamento sui mercati finanziari. Inoltre, la Cina ha tenuto testa agli Stati Uniti, grazie anche al controllo su materiali strategici per l'innovazione tecnologica e l'intelligenza artificiale (Ai). È indiscutibile che paesi come la Cina, Taiwan e la Corea sono diventati cruciali per l'offerta di componenti e semiconduttori avanzati indispensabili per lo sviluppo dell'AI, grazie ad aziende quali Tsmc, Sk Hynix e Samsung Electronics. Se poi si considera l'evoluzione della situazione tra Usa e Cina, l'esito delle recenti trattative ha toni decisamente più smorzati rispetto ai dazi a tre cifre minacciati in precedenza dai due giganti economici. Quantunque, è apparsa chiara la volontà di Pechino di ridurre il più possibile la dipendenza da tecnologie estere e di puntare a soddisfare internamente la domanda di chip sempre più avanzati».

Rimanendo in tema It, quali sono le vostre considerazioni su Taiwan?

«Siamo sottopesati su Taiwan, dove parte del settore tecnologico presenta valu-

tazioni elevate, sostenute da aspettative speculative sull'intelligenza artificiale e da una redditività ancora incerta. Inoltre, la forte correlazione sviluppata negli ultimi anni con il mercato statunitense rende difficile immaginare che Taiwan possa restare immune da un'eventuale correzione degli Usa. In questo contesto, continuiamo però a privilegiare Tsmc, una società di elevata qualità che beneficia già in modo concreto della domanda legata all'AI e il cui titolo locale tratta a sconto rispetto all'ADR statunitense e offre un punto di ingresso interessante».

Simili considerazioni valgono anche per il mercato coreano? Ritenete che offra ancora del valore dopo il rally di quest'anno?

«Manteniamo un forte sovrappeso in Corea, perché le valutazioni continuano a essere molto attrattive, con multipli inferiori alle medie regionali, che offrono interessanti punti di ingresso in società di qualità (P/E forward intorno a 13 e un P/B di circa 1,6, contro medie rispettivamente di 18 e 2,2). Inoltre, l'attuale presidente Lee Jae-myung, eletto lo scorso giugno, si è impegnato a identificare le misure necessarie per affrontare la questione del gap di valutazione cui le società coreane trattano rispetto alle omologhe globali (il cosiddetto "sconto coreano"), ascrivibile a decenni di carente governance aziendale e scarsa protezione dei diritti degli azionisti di minoranza. Le recenti riforme, come la revisione del diritto commerciale e il programma Value-up, mirano a migliorare gli standard di governance e a creare valore per gli azionisti. Queste iniziative, unite alla leadership della Corea nei settori dei semiconduttori, delle catene di approvvigionamento dei veicoli elettrici e della produzione avanzata, rafforzano la nostra convinzione che il mercato offra qualità a prezzi interessanti e rimanga ben posizionato per una crescita a lungo termine».

C'è una forte volontà politica che sottende a tutto ciò?

«C'è la volontà politica di fare sì che i cambiamenti annunciati producano dei risultati, in una piazza finanziaria in cui il peso degli investitori retail è passato da circa il 10%, prima della pandemia, al 40% di oggi e dove è forte, dal basso, la richiesta di implemen-

tare riforme che affrontino il problema dello "sconto coreano". In un paese in cui i prezzi degli immobili sono diventati per molti inaccessibili, il mercato finanziario diventa sempre di più uno strumento di creazione di ricchezza e il governo ne è consapevole».

Investire in Corea significa farlo attraverso i titoli tecnologici?

«Non solo. Sebbene la tecnologia sia un pilastro fondamentale, i nostri investimenti in Corea vanno ben oltre i semiconduttori e comprendono settori quali la finanza, i giochi, i cosmetici e i prodotti chimici speciali. Il mercato offre opportunità nella difesa, nel nucleare, nel trasporto marittimo e nel settore automobilistico, che beneficiano di trend strutturali e supporto politico. La diversificazione è una delle grandi differenze con Taiwan, dove il mercato è molto più concentrato (85%) nel settore tecnologico».

Nelle sue considerazioni sul mercato coreano ha accennato all'incremento della presenza di investitori locali. È un trend presente in altre piazze finanziarie?

«Sì, e lo si può trovare nel resto dei mercati asiatici, dall'India a Taiwan e alla Cina. In quest'ultima, gli investitori domestici stanno acquistando i titoli quotati a Hong Kong. I tassi di deposito nella Cina continentale sono tra i più bassi al mondo, attestandosi intorno all'1,0%, il che rende le azioni molto più appetibili, con l'indice Hang Seng che offre un rendimento da dividendi pari a circa il 3,1%. Ci sono poi le valutazioni che, rispetto ai titoli quotati nel continente, sono fortemente a sconto. Gli investitori della Cina continentale sono alla ricerca attiva dell'equivalente cinese dei "Magnifici sette", ovvero aziende tecnologiche di alta qualità con un potenziale di crescita strutturale. Anche il mercato delle IPO è stato molto forte a Hong Kong, a dimostrazione dell'aumento dell'interesse verso questa piazza finanziaria. Per non smentire il nostro essere contrarian (ovviamente con buone ragioni), stiamo considerando alcuni titoli cinesi domestici legati ai consumi, che mostrano, in base a diverse evidenze raccolte, segnali di stabilizzazione e hanno visto ridursi il premio cui trattavano. Infi-

ne, le ultime iniziative di Pechino volte a combattere la deflazione e a promuovere l'"anti-involuzione" segnalano un continuo sostegno politico alla crescita sostenibile, un altro fattore positivo per gli investitori a lungo termine».

Quali sono le vostre considerazioni sull'India?

«Pensiamo che le valutazioni delle azioni siano elevate. La sottoperformance del mercato rispetto agli omologhi, dall'inizio dell'anno, è riconducibile a consumi deboli, mancanza di slancio delle riforme e aumento delle incertezze commerciali. Il P/E forward dell'Msci India, di circa 21,6, lo rende il secondo mercato azionario più costoso a livello globale, ben al di sopra dei multipli tipici dei mercati emergenti. Il modesto declassamento rispetto ai precedenti massimi ha portato un po' di sollievo, ma l'India continua a essere scambiata con un premio significativo, nonostante i fondamentali più deboli rispetto a mercati con valutazioni più interessanti come Corea, Cina e Thailandia».

I paesi Asean sembra che riscuotano meno interesse da parte degli investitori...

«I titoli del Sud Est asiatico hanno ricevuto meno attenzione soprattutto perché non offrono esposizione al settore tecnologico che ha guidato le performance globali. Le valutazioni nell'area Asean sono ora ai minimi pluriennali e riflettono la cautela degli investitori, ma ciò crea opportunità contrarian. Questa considerazione vale in particolare per il mercato thailandese, che ha perso terreno a causa delle tensioni geopolitiche, dell'incertezza politica e della mancanza di riforme strutturali. I catalizzatori economici sono stati deboli, con misure di stimolo inefficaci e un baht forte che ha pesato sul turismo e sulla crescita del Pil. Questa concomitanza di fattori negativi ha portato le valutazioni ai minimi storici e i prezzi delle azioni ai livelli più bassi degli ultimi 10 anni, offrendo interessanti opportunità di ingresso in società di qualità con utili resilienti e potenziale di crescita a lungo termine. Il nostro sovrappeso nella regione riflette la fiducia nella ripresa e l'opportunità di investire a livelli di valutazione ai minimi pluriennali».

Em, una storia di lungo periodo

a cura di **Pinuccia Parini**



MARCO PIERSIMONI
gestore del fondo **Pictet-Emerging Markets Multi Asset (Emma)**
Pictet Asset Management



SHANIEL RAMJEE
co-gestore del fondo **Pictet-Emerging Markets Multi Asset (Emma)**
Pictet Asset Management

Il 2025 è stato l'anno di ritorno dei mercati emergenti (Em), con la componente azionaria che ha fatto meglio di quella dei mercati sviluppati (Dm) dopo quasi 15 anni. A evidenziare le caratteristiche del tema e delle prospettive sono **Marco Piersimoni** e **Shaniel Ramjee**, rispettivamente gestore e co-gestore del fondo Pictet-Emerging Markets Multi Asset (Emma) di **Pictet Asset Management**.

Qual è la vostra lettura del ritorno d'interesse nei confronti degli Em?

Piersimoni: «A dire la verità, le obbligazioni Em hanno iniziato a sovraperformare quelle dei mercati sviluppati (Dm) diversi anni fa, in particolare nel 2022, quando le banche centrali degli emergenti hanno alzato i tassi d'interesse in modo aggressivo e repentino per contenere le pressioni inflazionistiche, che presumibilmente non erano state tenute sotto controllo, a differenza di quanto avvenuto nelle economie in via di sviluppo. Negli emerging, grazie all'adozione di politiche monetarie più ortodosse, la situazione è stata gestita con maggiore cautela e attenzione, tanto da rendere le obbligazioni Em più appetibili di quelle dei Dm. Ed è stata proprio la sovraperformance del reddito fisso che ha fatto da sfondo al rialzo della componente azionaria».

In che senso?

Piersimoni: «La performance del mercato obbligazionario si spiega grazie a un contesto economico più stabile, in cui la popolazione

crece e gli utili aziendali aumentano, e a istituzioni più credibili, dai governi alle banche centrali».

Alcuni sostengono che il ritorno d'interesse sia ascrivibile anche a un incremento del differenziale di crescita tra Em e Dm; che cosa ne pensa? Non la preoccupa lo stallo della Cina e l'indebolimento dell'India?

Ramjee: «Formulerei la considerazione in modo leggermente diverso: i mercati emergenti sono entrati in una nuova fase di sviluppo in condizioni più solide rispetto al passato; è una valutazione che non dipende quindi dal raffronto con la crescita dei Dm. Poi, è vero che ci sono alcuni problemi legati al modello di crescita cinese e che l'andamento dell'economia indiana è stato più moderato delle attese. Tuttavia, non bisogna dimenticare che l'universo delle economie emergenti è molto ampio e diversificato, con dinamiche caratteristiche dei singoli paesi e che possono diventare un'opportunità per gli investitori. Nel 2025, ad esempio, a sorprendere è stata la performance del mercato coreano, dove l'indice azionario è salito di circa il 70% (in dollari), trainato dalla volontà politica di attuare una serie di riforme a sostegno del tessuto economico, per renderlo pronto allo sviluppo legato all'intelligenza artificiale, e dal programma value-up, per migliorare la governance delle aziende e le politiche di remunerazione degli azionisti. Poi c'è il caso del Sudafrica, dove le azioni sono salite del 50% (in dollari) e le obbligazioni del 28%: sono cifre

considerevoli rese possibili, anche in questo caso, dal piano di riforme attuato dal Paese».

La Cina è però la seconda economia al mondo...

Ramjee: «Ma non per questo motivo si deve pensare che l'universo Em sia meno investibile. Per noi la Cina è un mercato dove si deve ricercare l'alpha in quegli ambiti che offrono valore, indipendentemente dal fatto che l'economia cinese, nel suo complesso, stia affrontando importanti sfide. Il riferimento, nello specifico, è costituito dai segmenti del mercato dove sta avvenendo un'importante innovazione e un forte cambiamento: dall'utilizzo dell'energia rinnovabile, ai veicoli elettrici, dallo sviluppo dell'AI alla riforma sanitaria. In aggiunta, ci attendiamo che nel 2026 l'economia cinese si stabilizzi».

In una soluzione multi-asset nei mercati emergenti, come si articola le strategie d'investimento?

Piersimoni: «Il nostro lavoro è cogliere le migliori opportunità in un contesto ampio e che offre maggiore diversificazione rispetto a quello dei Dm. Prendiamo, ad esempio, il caso del Brasile, una nazione in cui la situazione politica è stata spesso foriera di volatilità, ma con una banca centrale molto solida e capace di fare fronte alle spirali inflative che caratterizzano lo scenario economico. Qui i tassi d'interesse sono molto elevati e i rendimenti delle obbligazioni si collocano intorno al 12-13%, un livello che consideriamo attrattivo e che ci spinge a preferire i titoli a reddito fisso rispetto a quelli azionari per ottenere ritorni più elevati. Capisco che questa riflessione possa risultare insolita per chi investe nei mercati sviluppati ed è abituato a considerare i bond quasi come un bene rifugio e l'equity come strumento per ottenere dei ritorni. Nei mercati emergenti questo approccio non va sempre bene e ci si può trovare di fronte a casi completamente opposti. Quando si investe nei Dm, generalmente parlando, si utilizzano tre dimensioni: il beta, la duration e il rischio di credito. Per gli Em, oltre ai tre menzionati, va aggiunto anche il rischio idiosincratico, che a volte può diventare un'opportunità».

Potrebbe fare degli esempi?

Piersimoni: «Nella primavera del 2025 si è assistito all'arresto del sindaco di Istanbul, avversario politico di Erdogan, che ha provocato

una reazione negativa degli asset finanziari: la divisa è andata sotto pressione e la liquidità è all'improvviso evaporata. Al contrario, lo scorso ottobre, in Argentina si sono tenute le elezioni legislative il cui risultato inaspettato ha creato un'occasione di acquisto incredibile sul mercato obbligazionario, rimbalzato all'indomani della conferma di Milei e del suo partito. Mi rendo conto di avere menzionato due casi non così determinanti per il destino del mondo, ma certamente significativi per le singole realtà in questione: il primo è stato un rischio idiosincratico con ha avuto risvolti negativi, il secondo, invece, ha offerto un'opportunità».

Nessun timore, quindi, di rischio sistemico negli Em?

Ramjee: «La volatilità delle azioni e delle obbligazioni Em è scesa marcatamente tanto da raggiungere, se non addirittura risultare più bassa, di quella dei Dm: la rischiosità di questi attivi si sta abbassando, ma gli investitori non se ne stanno accorgendo. Certo, nel passato ci sono state diverse crisi che hanno riguardato i mercati emergenti ma, rispetto a oltre un quarto di secolo fa, la condizione di questi paesi è cambiata significativamente e, soprattutto, si è imparato a gestire i momenti di difficoltà e a contenerne gli impatti negativi. Anni fa, una delle preoccupazioni più grandi era legata ai disavanzi fiscali degli Em: oggi hanno un livello di indebitamento inferiore rispetto a quello delle economie avanzate e possono vantare una condizione demografica nettamente migliore, vista l'età media della popolazione. Ciò significa avere maggiori entrate fiscali e, di conseguenza, un buon profilo di credito. Inoltre, hanno adottato politiche monetarie e fiscali prudenti e solide, comportandosi, ironia della sorte, come erano solite fare le economie avanzate. Infine, alcune di queste nazioni sono ricche di risorse naturali, un altro punto di forza per le casse dello stato».

Quelle che avete elencato sono condizioni che rendono attrattivo l'investimento nelle economie emergenti?

Ramjee: «Esattamente. Ed è proprio per tali ragioni che nei mercati emergenti i rendimenti delle obbligazioni dovrebbero essere più elevati o le valutazioni azionarie più basse: non c'è un motivo perché accada altrimenti. Pensiamo che, nel lungo periodo, questo divario non abbia più ragione di esistere».

La debolezza del dollaro ha spinto la sovraperformance degli Em?

Piersimoni: «Il biglietto verde è molto importante per il sentiment nei confronti di questi mercati e anche perché la debolezza del dollaro rafforza la performance degli Em, aumenta la circolazione della valuta nel sistema e, in generale, fa sì che il mercato funzioni meglio. Comunque, per noi la debolezza della divisa americana è solo una delle ragioni che ci rende positivi verso gli Em, perché le motivazioni di fondo sono più profonde e legate a cambiamenti strutturali, come i già menzionati casi della Corea e del Sudafrica, che continueranno a fare bene indipendentemente dal dollaro. Se poi quest'ultimo dovesse tornare a rafforzarsi, siamo consapevoli che potrebbe generare un consolidamento nelle piazze finanziarie Em, che potrebbe però diventare punto di entrata per gli investitori, che, non dimentichiamolo, rimangono ancora molto sottopesati nell'area».

Qual è stato, invece, il ruolo degli investitori domestici?

Ramjee: «È stato estremamente importante. Si guardi, ad esempio, all'India, dove la conoscenza del mercato azionario è molto diffusa: ogni mese un flusso consistente di risparmi viene convogliato dagli investitori individuali in borsa, diventando una vera e propria forza stabilizzatrice dei corsi dei titoli. In questo modo si rafforzano le imprese e la struttura economica del Paese e si genera ricchezza. Noi siamo molto positivi su questo mercato, una presenza che riteniamo debba essere centrale nei portafogli: l'India è un Paese giovane, con solidi fondamentali e una forte partecipazione degli investitori domestici. In aggiunta, ci attendiamo che l'economia riacceleri nel 2026».

Preferite la componente azionaria o obbligazionaria del mercato indiano?

Ramjee: «Crediamo che entrambe le classi di attivo possano offrire ritorni positivi, ma le azioni dovrebbero risultare più attrattive perché esprimono al meglio la forza degli utili di un paese in crescita. Ed è proprio questo il nostro approccio agli investimenti che meglio si esprime in una strategia multi-asset: i rendimenti delle azioni e delle obbligazioni dei mercati sviluppati stanno convergendo, mentre i mercati emergenti offrono una maggiore diversificazione e una potenzialità di ritorni nelle diverse asset class che non possono più essere ignorate».

Brand globali: un investimento a lungo termine

a cura di Pinuccia Parini



WILLIAM LOCK
head of the international equity team
Morgan Stanley Investment
Management

Che cosa vuole dire investire nei brand globali è la domanda cui risponde **William Lock**, head of the international equity team di **Morgan Stanley Investment Management**. Gli è stato chiesto, nello specifico, di illustrare le caratteristiche che un titolo deve avere per essere oggetto d'investimento della soluzione **Global Brands**, che ha appena compiuto un quarto di secolo.

Che cosa significa investire nei brand globali?

«Significa investire in quelle rare società in grado di aumentare i propri utili con rendimenti elevati nel lungo termine. Il compounding è il motore della creazione di valore nel lungo termine e il suo vantaggio non risiede solo nella generazione di rendimenti interessanti, ma anche nella loro sostenibilità durante i diversi cicli economici. Per questo motivo, ci con-

centriamo su aziende con solidi fondamentali, vantaggi competitivi duraturi e una generazione di flussi di cassa elevati e ricorrenti. Vuole dire anche riconoscere e gestire i rischi che potrebbero compromettere questa solidità, che si tratti di cambiamenti normativi, della sicurezza informatica e/o dei mutamenti nelle preferenze dei consumatori, e collaborare con le aziende per garantire il mantenimento di una posizione competitiva. In definitiva, riteniamo che investire nei brand globali significhi adottare un approccio di investimento a lungo termine basato sui fondamentali, che mira ad acquisire partecipazioni in società con forti vantaggi competitivi, elevati rendimenti sul capitale operativo e prospettive di crescita costante nel lungo periodo. Si tratta di aziende in grado di crescere attraverso i cicli di mercato, indipendentemente dal sentiment a breve termine».

Quali sono le caratteristiche delle aziende in cui investite?

«Cerchiamo società con vantaggi competitivi duraturi e fondati su beni immateriali: marchi rinomati, dati proprietari, relazioni consolidate con i clienti o piattaforme integrate di difficile replicabilità. Questi vantaggi conferiscono solitamente alle imprese un forte potere di determinazione dei prezzi e margini lordi elevati, che a loro volta garantiscono gli investimenti necessari per rimanere innovative, competitive e resilienti. Margini lordi elevati favoriscono, inoltre, elevate barriere all'ingresso, consentendo ai brand leader di investire più dei concorrenti in ricerca e sviluppo, marketing e fidelizzazione dei clienti. La crescita sostenibile dipende anche da team di gestione capaci e con una visione a lungo termine, in grado di allocare il capitale in modo efficace. Vogliamo vedere investimenti efficaci e sostenuti da parte del management per mantenere il vantaggio competitivo della propria azienda per decenni e poniamo grande enfasi sull'analisi degli incentivi, delle scelte di allocazione del capitale e delle priorità strategiche».

Qual è la sensitività allo scenario macro dei titoli in cui investite?

«Le società "compounder", realtà ben gestite che generano rendimenti elevati e sostenibili sul capitale operativo, tendono a sovraperformare in tutti i cicli di mercato e sono generalmente meno vulnerabili alla volatilità macroeconomica. Il portafoglio ha storicamente offerto una buona protezione del capitale, generando rendimenti costanti con una volatilità inferiore rispetto al mercato. Il nostro approccio bottom-up non presuppone una view macroeconomica specifica, ma si concentra piuttosto sui fondamentali delle aziende attive a livello mondiale. Uno dei nostri mantra è che esistono due modi per incorrere in perdite nel mercato azionario: o gli utili scompaiono, o scompaiono i multipli. Cerchiamo di evitare la perdita costante di capitale concentrando su società di alta qualità, prezzate ragionevolmente e con utili resilienti, resistendo alla tentazione di lasciarci coinvolgere in potenziali bolle speculative. Questa filosofia ha storicamente dato ottimi risultati ai nostri clienti. Come suggerisce Charlie Munger, imprenditore, avvocato e filantropo statunitense, e socio di Warren Buffett, concentrarsi su aziende eccellenti con valutazioni ragionevoli è in ge-

nerare una strada più vantaggiosa rispetto alla scelta di società convenienti con valutazioni scontate o eccellenti! Indipendentemente dal contesto di mercato, riteniamo di detenere i titoli di maggiore qualità nei settori dei beni di consumo primari e della sanità, imprese che in genere offrono una crescita dei ricavi soddisfacente unitamente a una naturale resilienza nei periodi difficili. Nel settore industriale, preferiamo società che operano in nicchie di mercato difensive all'interno del sottosectore dei servizi commerciali e professionali, come Relx, editore specializzato in ambito legale, accademico e del rischio. Nel settore finanziario, privilegiamo i broker assicurativi, che hanno ricavi stabili indipendenti dal ciclo economico, e borse valori, che presentano elementi anticiclici, dato che i volumi di scambio tendono ad aumentare con la volatilità tipica dei periodi di difficoltà per l'economia e i mercati».

Si è entrati, secondo alcuni, in un'era di grande cambiamento in cui l'AI avrà impatti superiori a quelli della rivoluzione industriale. Che cosa ne pensate?

«Oggi assistiamo a una sorta di "tiro alla fune" all'interno dei mercati. Da un lato, c'è l'ottimismo secondo cui l'AI trasformerà rapidamente e in modo visibile la redditività delle aziende; dall'altro lato, c'è la preoccupazione che le aspettative molto elevate potrebbero non essere soddisfatte. Il mercato ipotizza attualmente una forte crescita degli utili trainata dall'AI e costanti incrementi di produttività, ma finora l'adozione su larga scala e la conseguente realizzazione di valore da parte delle aziende sono state molto limitate. Ciò potrebbe innescare un classico "Gartner hype cycle", con un passaggio dal periodo delle "aspettative gonfiate" alla "fase di disillusione", poiché l'implementazione si rivela difficile e lunga, anche se alla fine avrà successo e sarà trasformativa».

Nel caso specifico della soluzione Global Brands, quali titoli state considerando?

«All'interno del nostro comparto, abbiamo posizioni significative in due hyperscaler, Microsoft e Alphabet, che stanno beneficiando della domanda di GenAI tramite Azure e Google Cloud, e dispongono al contempo dei free cash flow necessari per finanziare gli investimenti richiesti. Inoltre, anche altre

società del nostro portafoglio stanno monetizzando l'intelligenza artificiale grazie a offerte potenziate basate su dataset proprietari, flussi di lavoro integrati e solidi network di clienti. Tra gli esempi, possiamo portare la già citata Relx, nella quale la GenAI sta già contribuendo ad accelerare la crescita dei ricavi nel settore legale, e Sap, in cui queste soluzioni stanno permettendo di accelerare la redditività transizione al cloud. Continuiamo a concentrarci sulle società con utili sostenibili, che, grazie ai vantaggi in termini di dati, alle relazioni consolidate con i clienti e alla solidità finanziaria, sono in grado di sfruttare l'intelligenza artificiale rimanendo resilienti alle perturbazioni».

I cambiamenti demografici generano nuova domanda di beni e di servizi. Come vengono presi in considerazione nelle vostre analisi?

«Il cambiamento demografico è un fattore di primaria importanza nella nostra analisi aziendale, poiché influenza i modelli di domanda a lungo termine e la durata dei vantaggi competitivi di un'azienda. Puntiamo su imprese che dispongono di potenti asset immateriali, quali brand, reti e licenze, che consentono loro di conservare la propria competitività nonostante l'evoluzione delle preferenze dei consumatori. Cambiamenti quali la maggiore diffusione del digitale, la crescente domanda di trasparenza e sostenibilità e l'ascesa di consumatori più giovani e attenti creano opportunità per quelle aziende in grado di adattare i propri prodotti, servizi e modelli di coinvolgimento. Ad esempio, i marchi che riescono a personalizzare prodotti ed esperienze, a bilanciare tradizione e innovazione e a costruire relazioni durature con i clienti sono in una posizione privilegiata per trarre vantaggio da gruppi di consumatori in crescita come la Gen Z e la Gen Alpha. Allo stesso modo, le aziende che sostengono forme di lavoro flessibili, l'aggiornamento professionale o uno stile di vita più sano possono trarre vantaggio dai persistenti venti favorevoli legati a questi fattori demografici. Anche se non investiamo in base ai trend emergenti, la nostra attenzione è rivolta alle aziende di alta qualità con una rilevanza duratura e la capacità di trarre vantaggio dai cambiamenti demografici a lungo termine, piuttosto che subirne gli effetti negativi».

Coco, una nicchia in cui cercare rendimento

a cura di Boris Secciani



LUCA EVANGELISTI
head of credit research
Jupiter Am
e fund manager del
Jupiter Financials Contingent
Capital Fund

Fondi&Sicav ha discusso con **Luca Evangelisti**, head of credit research di **Jupiter Am** e fund manager del **Jupiter Financials Contingent Capital Fund**, quali sono le opportunità che i Coco offrono agli investitori.

Innanzitutto potrebbe definire le caratteristiche principali di un'asset class complessa come i Coco?

«Il nostro portafoglio è esposto in grandissima parte alle contingent convertibles, obbligazioni meglio note come Coco. Si tratta di strumenti ibridi, che uniscono caratteristiche ascrivibili sia al fixed income, sia all'equity e vengono emessi dalle banche, di cui costituiscono i bond maggiormente subordinati. Fanno parte del capitale At1 di un istituto di credito e sono caratterizzati da alcuni punti fissi. Innanzitutto, presentano caratteristiche di perpetuity, non hanno cioè una data di scadenza, anche se di solito dopo un certo periodo l'emittente ha la facoltà di rimborsarli.

Inoltre, queste security si caratterizzano per la presenza di un meccanismo di assorbimento delle perdite. In pratica, quando la situazione patrimoniale di una banca peggiora oltre una certa soglia, il debito viene o convertito in parte in azioni o cancellato. Inoltre, nel prospetto di solito vengono inserite clausole sull'eventuale sospensione dei pagamenti delle cedole. Grazie alle proprie caratteristiche di flessibilità, questa asset class a partire dalla Grande crisi finanziaria ha avuto una notevole espansione, soprattutto in Europa».

Qual è il vostro approccio all'investimento in una nicchia così peculiare?

«Si tratta di un insieme di obbligazioni che in generale presenta rendimenti fra i più alti nell'ambito dei bond liquidi. Di conseguenza, il nostro modo di approcciare l'investimento in quest'area è piuttosto conservativo. La nostra esposizione, infatti, è concentrata soprattutto su istituti solidi e di buona qualità. Infatti, la su-

bordinazione nella struttura del capitale, che è alla base del rating high yield, è sufficiente a produrre buoni rendimenti senza bisogno di avventurarsi su player meno solidi. La diversificazione per noi è fondamentale, tanto che non deteniamo più del 5% dei nostri asset under management in security ascrivibili a un singolo emittente. Inoltre, uno degli obiettivi fondamentali del fondo è riuscire a performare lungo l'intero ciclo economico. Per questo motivo evitiamo di acquistare il debito di banche i cui utili sono eccessivamente sensibili alle condizioni macroeconomiche».

Spesso una critica che viene mossa ai Coco è di essere essenzialmente dei convertibili con una convessità negativa, la cui sensibilità all'andamento dell'azione di chi ha emesso il bond tende a crescere man mano che i corsi equity calano. Quale è la vostra view al riguardo?

«Questo meccanismo spesso viene frainteso da parte del pubblico. È vero che il delta di un Coco aumenta a fronte di cali azionari, ma il meccanismo non è lineare. Infatti, le quotazioni di un'obbligazione di questo tipo generalmente mostrano una volatilità molto contenuta fino a che il gruppo di cui fanno capo non si deteriora al punto di mettere in dubbio la propria sopravvivenza. Indicativo, al riguardo, è stato il caso di Credit Suisse, le cui contingent convertibili si sono mosse in maniera limitata fino a pochi giorni prima che la società cessasse di esistere come entità indipendente. Vi è, dunque, un ampio cuscinetto di tempo per poter riconsiderare la propria posizione ed eventualmente uscirne. Infatti, i Coco sono stati concepiti allo scopo di fare assorbire agli investitori le perdite senza ricorrere a bail-out pubblici. In realtà, non vi è un solo esempio in cui si sia verificato un processo di riduzione o trasformazione del capitale prestato a fronte di un quadro non di dissesto da parte dell'emittente».

Pensate che nel futuro prossimo la maggiore fonte di rendimento sarà da ricercare nel carry o vi sono opportunità anche sul lato del restringimento degli spread? Quale view avete sulla duration?

«A nostro avviso la gran parte del rendimento complessivo verrà generata dalle cedole pagate. Gli spread indubbiamente rispetto

all'anno scorso si sono ristretti in maniera imponente, anche se persistono occasioni in questo ambito. Per quanto riguarda, invece, la duration, va specificato che attualmente le curve dei Coco sono piuttosto piatte. Il nostro portafoglio è caratterizzato da una duration media di poco superiore a tre anni. Siamo posizionati, dunque, con un certo sottopeso in questo ambito rispetto alla media dell'asset class. Al di là del quadro contingente, preferiamo evitare di fare scommesse sulle condizioni macro future e quindi sulla politica monetaria. La nostra forza, infatti, è data dalla capacità di selezionare i singoli bond».

A proposito di quest'ultimo aspetto, dove vedete al momento valore?

«Innanzitutto, va specificato che per gli investitori in questi strumenti fa poca differenza se una banca fa 2 o 4 miliardi di utili, anzi in un certo senso è preferibile un gruppo che produce meno profitti, ma con maggiore costanza, tale da garantire i flussi di pagamenti agli obbligazionisti. Questa logica non è sempre riflessa nei Coco. Ad esempio, ci sono Coco di istituti di credito statunitensi che sono più cari grazie a maggiori margini e a una crescita più elevata. In un certo senso, in questo caso viene adottata la logica che pervade il mercato azionario, che premia i titoli growth americani. Noi preferiamo un approccio più prudenziale: ad esempio manteniamo una marcata esposizione alle building society britanniche. Queste ultime sono banche di tipo savings&loans la cui unica attività è raccogliere conti di deposito per finanziare mutui di elevata qualità. Non fanno attività di investment banking, né si rivolgono a una clientela a maggiore rischio. Si tratta di un modello di business solido e

prevedibile, anche se non dotato di enormi prospettive di espansione.

Per anni, dopo la fine della crisi finanziaria, i Coco delle banche sud-europee hanno fornito ricche opportunità, visti gli ampi spread e il clima generale di cautela. Oggi, che il quadro è radicalmente diverso, vale ancora la pena guardare a quest'area?

«Sì, anche se sicuramente oggi le condizioni sono radicalmente diverse rispetto a un decennio fa. Gli emittenti core di paesi come l'Italia, la Spagna e la Grecia pagano al momento attuale gli spread più ridotti dal 2007-inizio 2008. Detto ciò, questa nicchia è tuttora interessante: innanzitutto il carry è elevato, elemento che rende i rendimenti complessivi superiori a quelli disponibili investendo nei classici corporate high yield di rating comparabile. Inoltre, la qualità dei bilanci bancari in questa parte di mondo è migliorata molto, grazie, fra le altre cose, a una minore esposizione ai titoli di stato del proprio paese di origine. Ciò fa sì che si sia, almeno in parte, spezzata la cinghia di trasmissione che durante la crisi del debito sovrano aveva trascinato con sé il sistema finanziario dell'Europa meridionale. Inoltre, il panorama delle banche del Nord Europa appare oggi non privo di fragilità in alcune aree. Di conseguenza, vi è spazio per un'ulteriore compressione dei differenziali anche per un altro motivo: il loro livello, attualmente intorno a 300 punti base, è circa il doppio rispetto ai minimi registrati prima del collasso del 2008. All'epoca simili valori non erano giustificati dai fondamentali, mentre allo stato attuale i fondamentali suggerirebbero un'ulteriore compressione».



Siamo tutti di passaggio

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

«Respiriamo tutti la stessa aria. Abbiamo tutti a cuore il futuro dei nostri figli. E siamo tutti solo di passaggio». Nel suo celebre discorso sulla pace del 10 giugno 1963, John F. Kennedy pronunciava parole che oggi, in un momento di rinnovate tensioni geopolitiche, acquistano particolare forza. E che, prese metaforicamente in prestito dal loro contesto originario, si attagliano con straordinaria efficacia a un universo apparentemente distante, ma profondamente connesso: quello del passaggio generazionale di impresa. Nel panorama economico italiano, in cui le aziende a conduzione familiare costituiscono l'ossatura del sistema produttivo, questa transizione rivela tutta la sua complessità. Non è solo una questione strategica o patrimoniale, bensì un viaggio attraverso il mondo interiore dell'imprenditore che tocca le corde più intime dell'identità e dell'attaccamento. Dietro questa dimensione umana si cela una realtà statica tanto eloquente quanto preoccupante: solo il 30% delle imprese familiari sopravvi-



ve al passaggio alla seconda generazione, mentre appena il 13% riesce a superare la soglia della terza. Numeri che debbono farci interrogare non solo sull'efficacia dei modelli organizzativi, ma soprattutto sulla capacità di comprendere e governare le dinamiche psicologiche sottostanti a ogni successione.

LA "PROPRIETÀ PSICOLOGICA"

Osservando dall'esterno chi l'ha fatta nascere, spesso ci si chiede dove finisca l'azienda e dove inizi la persona. Per coloro che hanno dedicato la propria esistenza alla costruzione di un'impresa, questa distinzione diventa progressivamente più sfumata. L'azienda cessa di essere "qualcosa che si fa" per diventare "qualcosa che si è". Ogni decisione porta l'impronta della personalità del fondatore, ogni successo conferma il proprio valore, ogni crisi mette alla prova la sua stessa identità. La psicologia sociale ha dato un nome a questo fenomeno: "proprietà psicologica".

Si tratta di un concetto che va ben oltre la proprietà legale, quella scritta sui contratti e negli atti notarili. È qualcosa di molto più profondo e pervasivo: è il momento in cui l'azienda inizia a vivere "dentro" chi l'ha creata, quando diventa parte integrante della sua essenza. E allora, come è possibile "separarsi da sé stessi"?

Un'ampia tradizione di studi psicologici e organizzativi dedicati alle aziende familiari ha gradualmente svelato la particolare complessità emotiva che caratterizza l'animo dell'imprenditore durante questo deli-

 Solo il 30% delle imprese familiari sopravvive al passaggio alla seconda generazione, mentre appena il 13% riesce a superare la soglia della terza 

cato processo. Al centro di tutto si trova la simbiosi creativa che egli ha con l'opera della propria vita; vive un profondo senso

* 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

di unicità e valore che si è consolidato attraverso anni di dedizione, un sentimento che può trasformarsi da esclusività gelosa in maestria generosamente condivisa. In parallelo, il suo cuore ospita emozioni contrastanti e profondamente autentiche: la sfida di elaborare il distacco non come perdita ma come crescita, l'affetto genuino e spesso inespresso verso chi è chiamato a proseguire il cammino, la ricchezza di un'esperienza accumulata che cerca nuove forme di espressione. Si intrecciano, poi, a tutto ciò i bisogni relazionali più profondi, quelli che riguardano la continuità affettiva e il senso di appartenenza che deve rinnovarsi attraverso le generazioni, mantenendo vivi i legami senza soffocare l'autonomia dei successori. Emerge, infine, la dimensione valoriale, forse la più nobile: la ricerca di un equilibrio tra la dedizione autentica che ha caratterizzato l'intera esistenza imprenditoriale e l'apertura generosa verso nuove visioni, tra il servizio genuino nei confronti



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario

dell'azienda e una leadership saggia che capisce quando è il momento di farsi da parte.

MECCANISMI DI DIFESA...

Però, la mente umana, confrontata con questa complessità emotiva, mette in moto meccanismi sofisticati di protezione dal dolore del cambiamento. La negazione strategica, perfettamente razionale in superficie, spesso alimentata dall'ansia del cambiamento, si manifesta con affermazioni come: «Non è ancora il momento giusto, l'azienda necessita ancora della presenza del fondatore, i figli non sono ancora pronti». Si attiva così la proiezione delle responsabilità verso l'esterno.

...E INSIDIE

Quella stessa mente brillante che ha condotto al successo imprenditoriale può trasformarsi nel più grande ostacolo al passaggio generazionale: si attiva così il nemico più silenzioso e insidioso della continuità azien-

dale, la procrastinazione. Non si tratta di pigrizia o superficialità, bensì di un sofisticato meccanismo psicologico di difesa. Un rinvio che non nasce dall'incomprensione dell'importanza della successione, ma dal fatto che a livello inconscio essa viene percepita come una minaccia all'identità, mentre ogni anno che trascorre senza un valido piano di azione rappresenta un'opportunità perduta: meno tempo per preparare adeguatamente chi verrà dopo per testarne le capacità, per affinare il processo di transizione.

PERCORSO IN QUATTRO FASI

La complessità di un simile passaggio richiede perciò un approccio strutturato che rispetti i tempi psicologici dell'imprenditore. Ernesto J. Poza, nel suo fondamentale studio "Family Business", ha individuato un percorso articolato in quattro fasi. Si inizia con l'"awareness", il risveglio della consapevolezza che non rappresenta un momento isolato, ma un procedimento graduale. Inizia quando egli comincia a percepire i segnali provenienti dal corpo, dalla famiglia, dall'azienda, dall'ambiente esterno, che suggeriscono l'opportunità di iniziare a pensare ai futuri assetti. Segue l'"assessment", l'auto-esame coraggioso che costituisce forse il momento più difficile dell'intero percorso: quello di guardarsi dentro senza filtri, valutare onestamente le proprie capacità, i propri limiti, le reali motivazioni e i potenziali successori, l'organizzazione, il contesto di riferimento. La terza fase è rappresentata dall'"action", una trasformazione che non è solo organizzativa, ma profondamente personale. Ogni passo verso la successione richiede un corrispettivo lavoro interiore di ridefinizione della sua individualità e del suo ruolo. Infine, l'"adjustment", ossia l'arte dell'adattamento continuo: nessun cambiamento di ruoli e poteri sopravvive inalterato al contatto con la realtà emotiva del passaggio generazionale. L'intelligenza adattativa diventa la competenza più importante: la continua capacità di aggiustare il percorso senza perdere di vista l'obiettivo finale.

Inoltre, va considerato che questo processo non si svolge mai in solitudine, bensì all'interno di un sistema familiare complesso dove ogni membro porta la propria storia emotiva, le proprie aspettative, i propri timori inespressi. Una famiglia di questo tipo vive spesso in un equilibrio delicato tra il peso della tradizione e delle aspet-



Tre domande ad Alessandro Gallo, consulente patrimoniale strategico e ceo di Value & Strategies

Nella sua esperienza professionale ha accompagnato moltissime imprese italiane nella predisposizione del passaggio generazionale. Quali sono le maggiori difficoltà che ha dovuto gestire?

«Nel panorama dell'ordinamento giuridico e tributario italiano non mancano certo gli strumenti tecnici utili a garantire la continuità d'impresa. Le maggiori difficoltà sono spesso legate agli aspetti psicologici, emotivi e relazionali che contraddistinguono il family business. Una delle principali è rappresentata dalla contrapposizione imprenditore/successori. Il primo non riesce a distaccarsi da una creatura entrata a fare parte della sua stessa identità. I secondi non riescono a emergere e a maturare esperienza sotto l'ingombrante successo del predecessore. Viene così procrastinata la predisposizione delle condizioni organizzative, giuridiche e fiscali che favoriscono la garanzia della continuità d'impresa. E la staffetta avviene solamente quando diventa inevitabile, in modo troppo veloce e di sovente traumatico».

In quali altre situazioni questi aspetti possono ostacolare il passaggio del testimone in azienda?

«Alcune volte, si compie l'errore di credere che il trasferimento del testimone ai figli sia necessariamente la soluzione ideale anche in assenza di attitudini, capacità e desideri, laddove la presenza di manager esterni o la cessione dell'azienda risulterebbero più efficaci. Altre volte, in presenza di più eredi con differenti leadership non si ha il coraggio di riconoscerle e si preferisce assegnare loro quote paritetiche destinate a produrre stalli decisionali che distruggono nel tempo il valore dell'azienda. Ricordo il caso di un industriale lombardo con il figlio poco adatto alla governance e la figlia ben più portata che non riusciva ad assegnare la maggioranza alla seconda per non comunicare all'esterno la mancanza di leadership del primo».

Quale approccio suggerisce per la gestione del passaggio generazionale?

«A mio parere l'errore più grande sta proprio nel pensare che il passaggio d'azienda sia un momento e non un lungo percorso. Non si dovrebbe nemmeno definire passaggio, ma affiancamento. L'imprenditore uscente e i suoi successori dovrebbero condividere un periodo di co-leadership in cui arricchire e contaminare le competenze, per adeguare l'azienda al cambiamento, garantire la continuità d'impresa e migliorarne le performance».

tative da un lato, e il bisogno di autonomia e autorealizzazione delle nuove generazioni dall'altro. I ruoli si sovrappongono creando tensioni uniche: si è contemporaneamente genitori e colleghi, figli e dipendenti, fratelli e competitor. Questo intreccio rende ciascuno di questi nuclei un universo relazionale irripetibile, che richiede approcci di facilitazione concepiti caso per caso.

UNA VISIONE TRASFORMATIVA

Nonostante le difficoltà fin qui esaminate, quando il passaggio generazionale viene preparato con cura ed è correttamente indirizzato da un consulente che tenga conto non solo delle variabili tecniche, ma anche e soprattutto, di quelle psicologiche e relazionali, può trasformarsi in un'opportunità straordinaria. La "proprietà psicologica", infatti, possiede caratteristiche peculiari: è dinamica e cambia nel tempo, è personale e ha significati unici per ciascun individuo, è malleabile e può essere ristrutturata e soprattutto (è la scoperta più importante) è trasferibile. Ciò significa che il distacco

non rappresenta una perdita secca, non è un addio traumatico. È una trasformazione: il passaggio da una proprietà esclusiva a una condivisa, da un controllo diretto a una guida saggia. Per il fondatore, rappresenta l'opportunità di scoprire nuove dimensioni di sé oltre l'identità imprenditoriale, di trasformarsi da controllore in mentore saggio, di creare una legacy che va oltre il successo economico.

Per l'erede, costituisce la possibilità di sviluppare una leadership autentica e matura, di costruire una visione personale dell'azienda, di crescere nella responsabilità transgenerazionale. Se egli è saggio non cerca di conquistare il potere bensì la fiducia. Non compete con il predecessore, lo onora. Non rivoluziona, evolve, riconoscendo l'unicità di chi l'ha preceduto e rispettandone l'attaccamento alla sua "creatura", dimostrando così progressivamente la propria affidabilità attraverso i fatti.

Per l'azienda, il passaggio generazionale incarna l'evoluzione da impresa personale a istituzione duratura, il rinnovamento che

mantiene i valori fondanti, la preparazione per le sfide del futuro.

La successione non segna la fine di un'era; è anzi l'inizio di una nuova storia che valorizza il passato e abbraccia il futuro. Non è il momento in cui l'imprenditore perde la propria peculiarità; è anzi quello in cui la trasforma nella sua forma più elevata: quella di chi non si limita a creare valore, ma realizza anche le condizioni perché quel valore continui a crescere oltre la propria presenza fisica. Come scriveva Alberto Falck ai suoi figli nel 1999, «quanto meno in un'azienda come quella che porta il nostro nome, non sarete dei semplici eredi chiamati a gestire con onore il bene lasciato dal fondatore, bensì dei ri-fondatori: ogni generazione rifonda l'azienda, certo sulla base di quanto le è stato trasmesso, ma rinnovandola per adeguarla al proprio tempo, o addirittura cambiandola totalmente». Una sorta di atto creativo, di rifondazione continua. Il vero successo imprenditoriale, dunque, non si misura solo in ciò che si riesce a costruire, ma soprattutto in ciò che si riesce a trasmettere.

FONDI&SICAV

conoscere per investire al meglio

ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER

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



seguici



www.fondiesicav.it

Un mercato globale non ancora maturo

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

A dicembre 2025 il mercato dell'idrogeno mostrava un doppio profilo: da un lato la domanda complessiva continua a crescere, dall'altro la trasformazione verso l'idrogeno a basse emissioni procede più lentamente delle ambizioni politiche annunciate negli ultimi anni. Secondo l'lea – Global Hydrogen Review 2025, i consumi globali hanno raggiunto quasi 100 Mt nel 2024 (+~2% a/a) e l'Agenzia stima che la domanda supererà 100 Mt nel 2025 (previsione 2025 basata sui trend osservati fino a luglio 2025).

La domanda resta concentrata in applicazioni tradizionali e in poche aree geografiche. Nel 2024 la Cina è stato il principale consumatore, con oltre 29 Mt (più di un quarto della domanda globale), quasi il doppio del Nord America (circa 16 Mt). L'Europa è sostanzialmente stabile rispetto al 2023, mentre il Medio Oriente e l'India segnano gli incrementi più visibili, legati soprattutto a raffinazione e chimica e, per l'India, anche a dinamiche nella siderurgia.

Sul lato industriale, l'idrogeno resta soprattutto un "ingrediente" della chimica. La

domanda di idrogeno nell'industria ha raggiunto 55 Mt nel 2024 (+~3% a/a); circa il 60% è assorbito dall'ammoniaca, il 30% dal metanolo e il 10% dai processi Dri (acciaio). La discontinuità strategica del settore non è quindi nella quantità totale, bensì nella qualità emissiva della filiera. L'idrogeno low-emission cresce, ma parte da livelli ancora marginali: la produzione è aumentata del 10% nel 2024 ed è "on track" per arrivare a ~1 Mt nel 2025, restando comunque <1% del totale. In parallelo, forum industriali e istituzionali sottolineano che l'idrogeno "verde" resta oggi <1% dell'offerta globale e che le barriere principali sono i prezzi elevati, la mancanza di "oftaker", i requisiti regolatori incerti e gli investitori prudenti in attesa di maggiore stabilità.

I principali attori lungo la catena del valore si raggruppano in quattro blocchi: (i) incumbent industriali (chimica e gas tecnici) che presidiano la domanda tradizionale; (ii) energy major e utility che sviluppano produzione e infrastrutture; (iii) produttori di tecnologia (elettrolizzatori, com-

ponentistica, Ccus); (iv) grandi “offtaker hard-to-abate” (fertilizzanti, raffinazione, acciaio) che determinano la “bankability”. In questo quadro, i driver di crescita più “robusti” sono la decarbonizzazione dei settori “hard-to-abate”, la sicurezza energetica (diversificazione vettori e rotte) e il sostegno pubblico (contratti, incentivi, aste), che riduce il rischio di domanda. Il driver più fragile resta, invece, la creazione di domanda stabile e standardizzata, cioè contratti di lungo termine replicabili che trasformino l’idrogeno pulito da progetto a mercato.

ANALISI SWOT

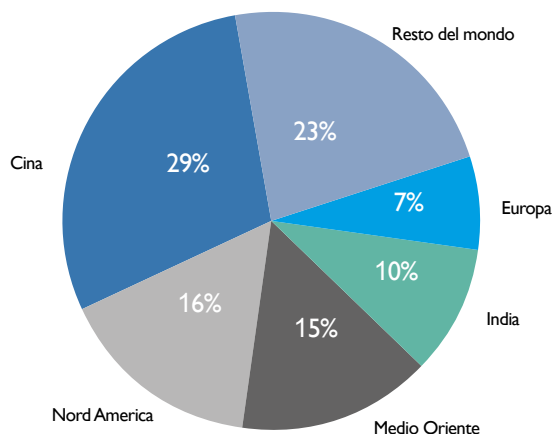
Forze. L’idrogeno è uno dei pochi vettori capaci di decarbonizzare simultaneamente processi industriali ad alta temperatura e filiere chimiche dove serve un reagente, non solo energia. La domanda tradizionale fornisce una base di scala già esistente e, in prospettiva, i derivati (ammoniacca, metanolo, e-fuels) possono abilitare scambi internazionali più fluidi rispetto all’idrogeno gassoso puro. Inoltre, il fatto che la domanda resti crescente e concentrata in settori essenziali riduce il rischio di “disintermediazione” completa.

Debolezze. Il costo resta il vincolo dominante: la competitività dell’idrogeno low-emission dipende da elettricità a basso costo, fattori di capacità elevati, capex in calo e infrastrutture disponibili. Il mercato soffre, inoltre, di un classico “chicken-and-egg”: senza infrastrutture e standard la domanda non firma contratti; senza domanda bancaria l’offerta non raggiunge scala. La stessa lea nota che ritardi e cancellazioni hanno ridotato le aspettative per questa decade.

Opportunità. La crescita più credibile nel breve-medio periodo è nei cluster industriali (hub), dove offerta e domanda possono co-localizzarsi e dove politiche di sostegno rendono replicabili i contratti. La riduzione delle emissioni nei fertilizzanti e in segmenti della raffinazione può creare volumi “ponte” verso applicazioni nuove, mentre l’acciaio Dri può diventare il primo vero caso di trasformazione strutturale se i differenziali di costo si riducono e si diffondono meccanismi di prezzo della CO₂ e procurement verde.

FIGURA 1 - DOMANDA GLOBALE DI IDROGENO PER REGIONE (QUOTA %), 2024

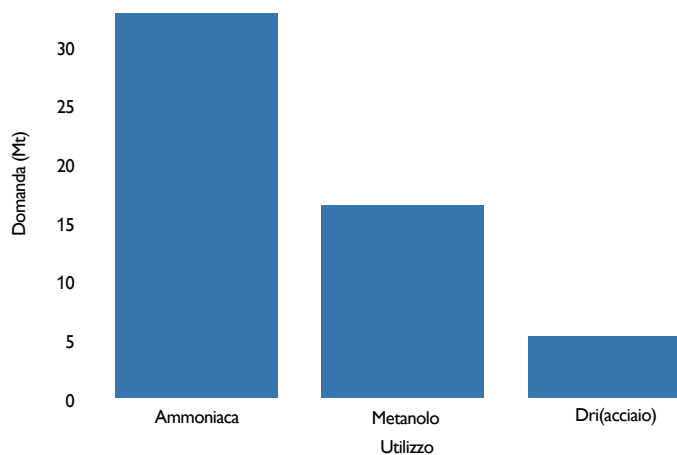
Evidenzia la concentrazione geografica (Cina 29%, Nord America 16%, Medio Oriente 15%, India 10%, Europa 7%, resto 23%)



Fonte: IEA, Global Hydrogen Review 2025

FIGURA 2 - DOMANDA DI IDROGENO NELL'INDUSTRIA PER UTILIZZO, 2024 (MT)

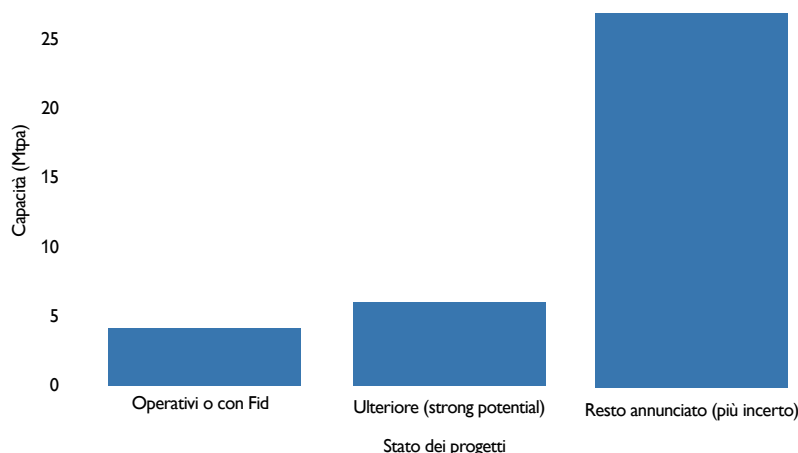
Mostra la struttura chimico-industriale (55 Mt totali; 60% ammoniacca, 30% metanolo, 10% Dri)



Fonte: IEA, Global Hydrogen Review 2025, sezione “Demand in industry”

FIGURA 3 - PIPELINE LOW-EMISSIONS AL 2030 (MTPA)

Confronta capacità “operativa o con Fid” (4,2), “strong potential” (+6) e resto annunciato più incerto (fino a 37 Mtpa totali)



Fonte: IEA, Global Hydrogen Review 2025, Executive Summary (pipeline 37 Mtpa; 4,2 Mtpa con FID/operativi; +6 Mt strong potential)

Minacce. Le minacce principali non sono solo tecnologiche, ma istituzionali: standard non armonizzati, certificazioni divergenti, rischio di contenzioso sui confini emissivi (scope e indirette). Inoltre, l'idrogeno compete con alcune alternative (elettrificazione, biomasse, efficienza) e potrebbe rimanere confinato dove è "indispensabile", se i costi non scendono abbastanza rapidamente.

RISCHI GEOPOLITICI

Nel 2025 la geopolitica dell'idrogeno ruota attorno a tre frizioni. La prima è la competizione per la leadership industriale: chi controlla catene di fornitura, tecnologie e capacità produttiva può influenzare prezzi e standard di mercato. La seconda frizione è la sicurezza degli approvvigionamenti: l'Europa, con domanda potenziale elevata e risorse rinnovabili non sempre sufficienti a basso costo, tende a valutare un mix tra produzione domestica e importazioni. La terza frizione è la standardizzazione: senza criteri condivisi su cosa sia "green" o "low-carbon", i flussi internazionali restano esposti a barriere non tariffarie.

Un esempio pratico è il tema dei possibili accordi commerciali: in ambito Adsw 2025¹ viene citata l'idea che accordi di libero scambio potrebbero accelerare la nascita di mercati integrati, ma si evidenzia anche che differenze negli standard di rendicontazione – in particolare sulle emissioni indirette – rendono improbabile un accordo "semplice" nel breve. Questa incertezza si riflette sulla finanza: investitori più cauti, attesa di chiarezza regolatoria e domanda ferma.

SCENARI 2026–2035

Scenario A – "Mercato che si consolida". L'ipotesi è che il settore cresca in modo selettivo: si consolidano hub industriali, aumentano i progetti con Fid², e la domanda stabile si espande in ammoniac/metanolo e in alcuni casi Dri. In questo scenario, la pipeline si "ripulisce" (meno annunci, più qualità) e la quota low-emissions cresce soprattutto dove policy e offtake sono robusti. È coerente con la fotografia lea: più Fid, ma anche revisione al ribasso degli annunci.

Scenario B – "Accelerazione policy-driven" (bull case). Qui l'ipotesi è che i governi rendano massicci e stabili i meccanismi di domanda (aste, Cfd, procurement, mandati) e che i costi scendano abbastanza da rendere l'idrogeno low-emissions competitivo in più segmenti. La conseguenza è un salto nella capacità effettivamente realizzata, con passaggio rapido dalla pipeline annunciata a progetti operativi e un ampliamento delle applicazioni nuove oltre lo 0–1% attuale.

Scenario C – "Stallo e frammentazione" (bear case). L'ipotesi alternativa è che prezzi elevati, standard divergenti e domanda incerta blocchino la bancabilità, continuino ritardi e cancellazioni e si affermi un mercato frammentato, con pochi corridoi commerciali. È lo scenario che diventa più probabile, se la diplomazia degli standard fallisce e se la prudenza degli investitori resta dominante.

CONCLUSIONI

Il quadro di fine 2025 suggerisce che l'idrogeno non è più una tesi, ma nemmeno un mercato maturo: è una transizione guidata da una domanda tradizionale crescente e da un'offerta low-emission che sta imparando a selezionare progetti e modelli contrattuali sostenibili. Il segnale più importante è la maturazione qualitativa: nonostante una pipeline annunciata ridimensionata, aumentano i progetti che raggiungono Fid e cresce la probabilità che una parte della capacità low-emissions diventi realmente operativa entro il 2030.

In termini di rischio/rendimento, lo scenario più plausibile oggi è un consolidamento selettivo (scenario A), cioè una crescita per cluster e per filiere dove l'idrogeno è effettivamente la soluzione economicamente e tecnicamente più credibile. L'upside (scenario B) dipende dalla stabilità e credibilità delle policy di domanda e dall'armonizzazione degli standard; il downside (scenario C) è legato alla frammentazione regolatoria e a una finanza che rimane in attesa, come già rilevato da più stakeholder nel 2025.

1. Abu Dhabi Sustainability Week 2025

2. Final Investment Decision

TAB. 1- MATRICE DI INCOERENZA (+1 coerente, 0 neutro, -1 contrario)			
Indicatore (2026–2030)	Scenario A Consolidamento	Scenario B Accelerazione	Scenario C Stallo
Domanda globale >100 Mt e in crescita	+1	+1	+1
Aumento Fid e "qualità" pipeline (oltre 200 progetti con Fid dal 2020)	+1	+1	-1
Produzione low-emissions ~1 Mt (2025) ma <1% del totale	+1	0	+1
Pipeline annunciata 2030 a 37 Mtpa (in calo vs anno precedente)	+1	0	+1
Capacità low-emissions operativa o con Fid a 4,2 Mtpa nel 2030	+1	0	-1
Ulteriore capacità "strong potential" +6 Mt entro 2030 con policy/offtake	+1	+1	-1
Armonizzazione standard e riduzione barriere non tariffarie	0	+1	-1
Offtaker industriali "firm" su larga scala	+1	+1	-1

Fonti per gli indicatori quantitativi: IEA Global Hydrogen Review 2025





Investire in Ai o con Ai?

Il settore finanziario si trova in un momento cruciale, in cui la tecnologia, e in particolare l'intelligenza artificiale (Ai), ridefinisce i mestieri, le responsabilità e le strategie delle istituzioni bancarie. L'Ai non è più una semplice promessa, ma una realtà che sta già trasformando il modo in cui le banche operano, analizzano e servono i propri clienti.

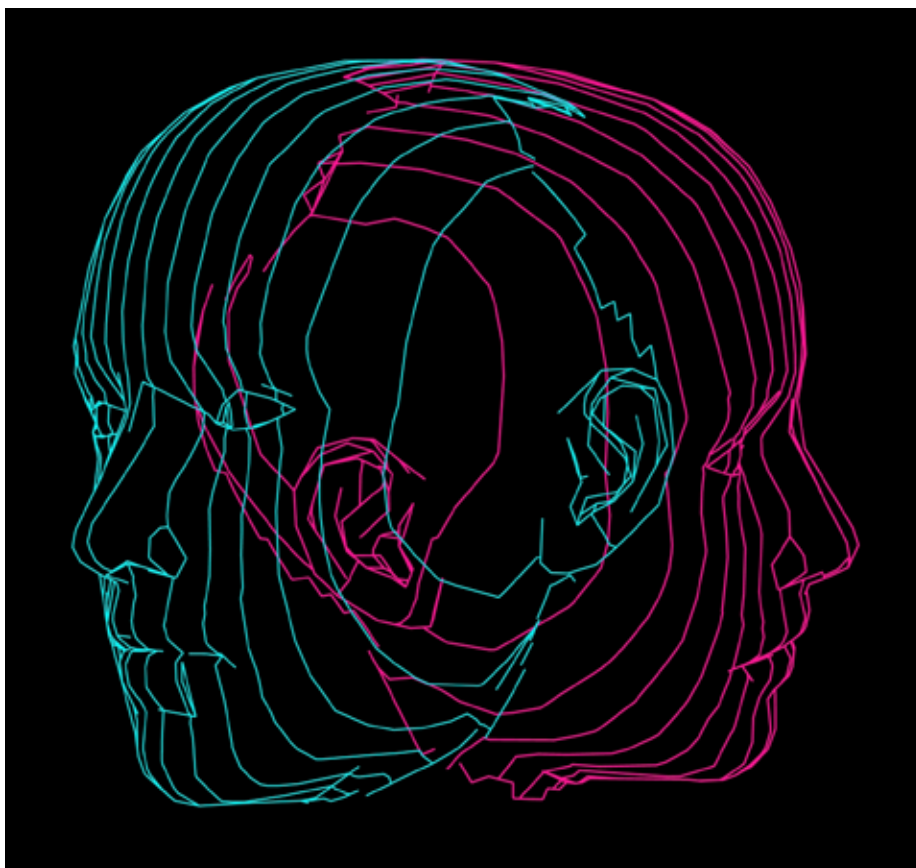
La sua irruzione nel panorama economico globale non rappresenta una semplice evoluzione tecnologica, ma una vera e propria trasformazione epistemologica e operativa che sta ridefinendo i paradigmi del settore finanziario. Per investitori, banche, fondi di investimento e asset manager, l'Ai non può più essere un accessorio, ma un elemento sistemico che richiede una comprensione profonda, al di là delle narrazioni semplicistiche.

IL COPILOTA DEL RISCHIO

Diversa letteratura sul tema solleva un punto cruciale: l'ambiguità semantica del termine Ai. Spesso, l'acronimo è usato in modo generico, confondendo un semplice strumento di automazione con una tecnologia che sembra dotata di capacità "quasi" umane. È fondamentale chiari-

re che l'intelligenza artificiale, nella sua essenza, non è "intelligente" nel senso umano del termine. Essa è l'applicazione intensiva di algoritmi massivamente ricorsivi, la cui potenza risiede nella velocità di calcolo e nella capacità di elaborare conoscenze procedurali per inferenza, superando di gran lunga le capacità umane in termini di rapidità e precisione.

Grazie a questa logica, i sistemi di Ai, in particolare quelli basati sul machine learning (Ai generativa), possono imparare a svolgere un compito senza essere stati esplicitamente programmati per ogni singola azione. Questo processo è spesso paragonato all'apprendimento di un bambino che impara ad andare in bicicletta: non gli viene insegnato come mantenere l'equilibrio, ma gli viene dato l'obiettivo (mantenere il manubrio dritto) e, attraverso la ripetizione dei tentativi e degli errori, impara autonomamente a bilanciarsi. È cruciale ricordare che la maggior parte degli algoritmi di apprendimento automatico su cui si basano molte delle attuali applicazioni finanziarie sono concettualmente nati negli anni '70. Immaginiamo il divario tecnologico che si crea in mezzo secolo in qualsiasi altro campo:



automobili senza controllo attivo della trazione, calcolatrici limitate o interventi chirurgici eseguiti con tecniche ormai superate. Molte delle Ai oggi disponibili hanno un “guscio” (packaging) moderno e accattivante, ma un “motore” algoritmico che, in termini di cronologia informatica, è quasi antidiluviano. Da qui nascono alcune legittime critiche sui risultati e sulla trasparenza di questo tipo di strumenti.

DA STRUMENTO A SISTEMA

La distinzione fondamentale che il settore finanziario deve cogliere è tra l’Ai come strumento passivo o come entità sistemica. Un semplice strumento necessita di un operatore umano per eseguire un compito specifico. Al contrario, un’entità sistemica possiede un grado di autonomia che le permette di percepire l’ambiente, prendere decisioni indipendenti e adattarsi ai cambiamenti in modo non deterministico.

Questa autonomia si manifesta in diverse dimensioni:

- autonomia decisionale, ossia capacità di operare scelte complesse;
- autonomia cognitiva, che significa capacità di apprendimento e auto-migliora-

mento continuo;

- autonomia esecutiva, vale a dire capacità di agire in modo indipendente.

Nel contesto finanziario, questa evoluzione è palpabile, specialmente quando si comincia a pensare all’Ai non più solo in termini robo-advisor, che automatizzano l’allocazione degli asset. Ma a sistemi che tendono a una vera e propria “coscienza sintetica” e sono in grado di prendere decisioni basate su una rappresentazione soggettiva e in tempo reale della realtà dei mercati. Questa capacità predittiva avanzata, è fondata su modelli matematici rigorosi, conferendo all’Ai un ruolo strategico senza precedenti.

ESEMPI DI TRASFORMAZIONE

L’applicazione dell’Ai sistemica e predittiva sta già rivoluzionando i pilastri del mondo finanziario:

Banche e gestione del rischio (risk management)

Le banche devono necessariamente essere tra i maggiori beneficiari dell’Ai predittiva, soprattutto nella gestione del rischio e nella prevenzione delle frodi.

a. Rilevamento frodi in tempo reale.

Un comunicato stampa del 2024 di Ma-

stercard indicava che la loro Ai generativa è addestrata su dati provenienti da circa 125 miliardi di transazioni che passano attraverso la sua rete di carte. Ovviamente, in questo caso si tratta di Ai generativa addestrata a riconoscere in tempi incredibilmente veloci miliardi di transazioni in millisecondi, identificando pattern anomali che sfuggirebbero all’analisi umana.

b. Un altro caso di Ai (machine learning) addestrata sul comportamento storico del cliente. Può prevedere la probabilità di frode basandosi anche sulla geolocalizzazione e sul contesto macroeconomico, bloccando l’operazione prima che si completi. Anche in questo caso impariamo a distinguere e riconoscere un Ai (Llm o generativa, quindi basata esclusivamente sull’addestramento di comportamenti storici) da una Ai predittiva non stocastica, da utilizzare in modalità non deterministica, e, per essere maggiormente precisi, su una valutazione del rischio frode.

c. Credit scoring e previsione di default.

I modelli di machine learning e deep learning superano i tradizionali modelli statistici di credit scoring analizzando anche altri dati, e non solo quelli finanziari storici, e permettono alle banche di ottimizzare l’allocazione del capitale e di rispettare le normative di Model risk management (Mrm) con maggiore incisività.

d. Ottimizzazione del portafoglio

L’Ai predittiva (non stocastica, cioè non basata sui dati del passato) è essenziale per l’ottimizzazione dell’asset allocation e per costruire un vantaggio competitivo nella gestione del portafoglio, migliorando la performance e la gestione del rischio. L’Ai può persino simulare scenari non convenzionali di stress test con una granularità impensabile in passato.

IL VANTAGGIO COMPETITIVO

Il vantaggio competitivo cruciale deriva dalla velocità nell’adozione dell’Ai nella combinazione tra “copilota del rischio” e “trasformazione sistemica del settore”. In un mercato in cui i rendimenti sono sempre più compressi e l’informazione si diffonde quasi istantaneamente, è fondamentale la capacità di un istituto finanziario di:

1. generare alpha in modo sistematico,

grazie a segnali predittivi unici di un'Ai predittiva che non si basa sui dati del passato);

2. gestire il rischio in modo più efficiente (ottimizzazione dinamica);

3. operare tempestivamente in mercati sempre più volatili sfruttando la velocità delle macchine e cogliendo al volo.

L'Ai predittiva, a nostro parere, potrà essere l'elemento distintivo che deciderà i prodotti di successo. In un mercato ormai popolato da macchine guidate da algoritmi, l'Ai predittiva post-stocastica non è solo un modo per fare le cose più velocemente, ma per fare cose che prima erano impensabili, trascendendo, sia le analisi fondamentali, sia l'ambito della Quant finance, la cui portata si limita alla matematica stocastica.

GOVERNANCE E CONTROLLO

L'adozione di sistemi Ai così potenti solleva inevitabilmente questioni di governance e di controllo. Per l'Europa è fondamentale non sottovalutare il rischio di una concentrazione del potere tecnologico e l'impatto geopolitico dell'Ai, con Stati Uniti e Cina in testa alla corsa.

Per il settore finanziario, questi problemi si traducono in sfide specifiche ed è quanto mai fondamentale sapere riconoscere e usare gli strumenti di intelligenza artificiale per ciò che possono fare per evitare gli errori, come di seguito descritto.

- Bias algoritmico - Se i dati di addestramento riflettono pregiudizi storici (ad esempio, nella concessione di prestiti), l'Ai perpetuerà e amplificherà quei bias, creando disparità. La trasparenza e l'"explainability", non ai fini di mera compliance, ma di comprensione dei modelli, diventano requisiti normativi ed etici fondamentali.

- Bias di conferma - È una distorsione cognitiva che porta a cercare, interpretare e ricordare informazioni in modo da confermare le proprie convinzioni preesistenti, ignorando o sminuendo quelle contrarie. Questo fenomeno può influenzare decisioni, opinioni e relazioni, creando una visione distorta della realtà.

- Rischio sistemico - L'uso diffuso di modelli Ai simili potrebbe portare a comportamenti di mercato sincronizzati, aumentando il rischio sistemico e la vo-



latilità in caso di fallimento di un modello.

LA RISPOSTA DELL'EUROPA

L'Europa sta rispondendo con normative come l'Ai Act, ma la velocità dell'innovazione, soprattutto nell'Ai predittiva non stocastica, supera spesso la capacità di regolamentazione. Infatti, vi sono attualmente richieste di sospensione dell'Ai Act europeo, principalmente dal governo svedese, che ha ufficialmente chiesto una pausa sull'attuazione della normativa per favorire l'adozione di standard internazionali e garantire la competitività dell'Europa nel settore dell'intelligenza artificiale. Parallelamente, una lettera congiunta di 44 grandi aziende europee (tra le quali Philips, Siemens, Asml, Airbus e Bnp Paribas) ha chiesto formalmente alla Commissione europea di sospendere per due anni l'entrata in vigore delle norme principali, sostenendo che la rapidità e la rigidità dell'Ai Act potrebbero ostacolare l'innovazione e

la crescita delle imprese continentali. Anche gli Stati Uniti hanno esercitato pressioni diplomatiche ed economiche, temendo che la normativa europea possa penalizzare le proprie aziende tecnologiche e creare barriere commerciali.

CONCLUSIONI

L'Ai non è una moda passeggera, ma il motore di una nuova era finanziaria. La sua potenza risiede nella capacità di simulare la riflessione umana e di evolvere verso un'autonomia decisionale. Per gli operatori finanziari, la vera sfida non è solo adottarla, ma comprenderne la natura sistemica, gestirne i rischi etici e normativi e, soprattutto, integrarla in una strategia che valorizzi le qualità umane insostituibili: l'empatia, la creatività e il giudizio critico. Solo così l'Ai diventerà un paragone di saggezza algoritmica, moderando gli eccessi emotivi e ottimizzando le decisioni nel complesso ecosistema dei mercati.

UNA DECISIONE DELL'ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Esce l'intermediario ed entra l'Sgr nell'Acf

di Paolo Francesco Bruno, Counsel di ADVANT Nctm

Una recente decisione dell'Arbitro per le controversie finanziarie consolida il principio per cui legittimata a essere convenuta in giudizio è la società di gestione del risparmio, e non l'intermediario collocatore del fondo, qualora la richiesta dell'investitore sia volta alla restituzione delle somme investite (si veda la Decisione n. 7709 del 19 novembre 2024, ma anche più di recente la Decisione n. 8225 del 23 ottobre 2025). L'Arbitro, infatti, pronunciandosi sulla eccezione sollevata da parte dell'intermediario collocatore dei fondi, cui veniva contestata la perdita derivante dall'investimento, con richiesta di restituzione della somma originariamente investita, ha affermato il principio secondo cui il ruolo di mero collocatore dell'intermediario non consente di individuare quest'ultimo quale parte del contratto che, invece, si sviluppa lungo l'asse investitore e Sgr che è, pertanto, il soggetto nei confronti del quale non possono che essere avanzate richieste restitutorie con riferimento ai capitali investiti.

L'EFFETTIVA CONTROPARTE CONTRATTUALE

Legittimato passivo, dunque, rispetto alle domande di risoluzione (e invalidità) del relativo rapporto contrattuale deve ritenersi non l'intermediario collocatore (che, come noto, interviene esclusivamente in sede di commercializzazione del prodotto), bensì il soggetto emittente, in quanto effettiva controparte contrattuale. I binari sui quali si muove questa affermazione sono quelli che distinguono i cosiddetti rimedi "restitutori" da quelli "risarcitori", che possono sembrare simili, ma che in realtà sono assolutamente differenti tra loro.

AZIONE DI NATURA RESTITUTORIA

La ripetizione d'indebito oggettivo, che deriva in conseguenza della caducazione del contratto (in virtù di una pronuncia di nullità, annullamento o risoluzione), rappresenta un'azione di natura restitutoria e non risarcitoria, a carattere personale, ed è circoscritta tra colui che dispone il pagamento ed il destinatario del pagamento stesso (sia che questi lo abbia incassato personalmente, sia che l'incasso sia avvenuto a mezzo di rappresentante, visto che a ogni effetto è il destinatario colui che deve qualificarsi come effettivo beneficiario).



“*Legittimata a essere convenuta in giudizio è la società di gestione del risparmio, e non l'intermediario collocatore del fondo, qualora la richiesta dell'investitore sia volta alla restituzione delle somme investite (si veda la Decisione n. 7709 del 19 novembre 2024, ma anche più di recente la Decisione n. 8225 del 23 ottobre 2025)*”

È proprio su questa traiettoria decisionale che, quindi, si colloca il ragionamento spiegato dal Collegio dell'Acf per cui, se l'investitore agisce con richieste che hanno finalità restitutorie delle somme corrisposte per l'investimento (quindi con domande che presuppongono l'accoglimento di un'azione di nullità, annullamento o risoluzione dell'investimento) la legittimazione spetta alla Sgr, mentre se le finalità sono risarcitorie la responsabilità è dell'intermediario collocatore.

ALCUNE OBIEZIONI

Si deve obiettare tuttavia che, proprio per il ruolo che l'intermediario assume, si possono determinare nullità conseguenti e derivanti da situazioni oggettivamente estranee al rapporto investitore ed Sgr: di conseguenza la nullità potrebbe astrattamente dipendere da condotte non imputabili alla Sgr, quale ad esempio la mancanza del contratto disciplinante la prestazione dei servizi di investimento, oppure l'eventuale vizio del consenso dell'investitore. In questo caso, dunque, la Sgr sarebbe chiamata a rispondere in via diretta e restitutoria, nei confronti dell'investitore, in relazione a condotte a sé non imputabili, ag-

gravando la posizione della stessa Sgr rispetto a una situazione da parte propria non governabile. Chiaramente tale particolare situazione non si verifica nel momento in cui oggetto della contestazione da parte dell'investitore sia la documentazione predisposta dalla Sgr, la gestione del fondo o, comunque, attività che si colleghino direttamente all'investimento, laddove il soggetto legittimato a resistere alle domande dell'investitore è esclusivamente la Sgr.

QUANDO RISPONDE IL COLLOCATORE

Qualora sia oggetto di contestazione, da parte dell'investitore, la mancata osservanza degli obblighi di informativa, assumen-

do di non avere ricevuto alcuna informativa sufficientemente precisa, circostanziata e specifica sulla natura e la portata delle operazioni di investimento, ossia si lamenti la mancata consegna di Kid relativi ai fondi, ossia ancora una carenza legata all'attività di consulenza, il soggetto legittimato a contraddire è necessariamente l'intermediario collocatore in quanto si tratta di attività legate alla prestazione dei servizi di investimento che l'intermediario deve rispettare nei confronti della propria clientela: l'eventuale violazione di tali obblighi conducono verso una eventuale condanna di risarcimento del danno da individuare secondo i criteri notoriamente sanciti dalla Suprema Corte di Cassazione.



Azionario troppo spesso dimenticato

a cura di Arianna Cavigioli

Si chiude un triennio da ricordare per Piazza Affari, con il ritorno totale (dividendi inclusi) dell'indice Ftse Italia All-Share di circa il 100%, ossia più del 25% annuo. Numeri che confermano la forza dell'azionario e la sua capacità di creare valore nel lungo periodo anche in un contesto di incertezza e volatilità. Un altro esempio è l'S&P 500 americano, che da decenni ha portato agli investitori un guadagno annuo di circa il 10% in media.

Rendimenti che spesso i risparmiatori italiani non hanno saputo cogliere, per una naturale prudenza e resistenza culturale all'investimento azionario. Secondo i dati Aipb, solo il 15% del patrimonio finanziario italiano è investito in azioni, contro il 40% fermo in liquidità e il 45% in obbligazioni. Questo è lo scenario che ha spinto Banca Generali a mettere a punto un ventaglio di soluzioni capaci di cogliere le opportunità del mercato azionario con l'ambizione di rispondere al bisogno di sicurezza della clientela.

EQUITY A SCADENZA PROTETTO

All'interno della gamma Lux Im, la Sicav gestita dal polo di asset management del gruppo Banca Generali, Bg Fml, la private bank del Leone, ha varato una nuova famiglia di fondi definiti "equity a scadenza protetto". Sono nuove soluzioni pensate per incrementare l'esposizione all'equity mantenendo una protezione a scadenza del capitale investito inizialmente.

Si tratta di strategie a durata prefissata, con una data di inizio e di conclusione, che consentono di partecipare al potenziale di rialzo dei mercati azionari globa-

li, mentre il capitale iniziale è garantito grazie a un meccanismo che fa leva su un portafoglio di titoli governativi. «Per noi si tratta di una nuova asset class, nata per trarre beneficio dall'andamento delle azioni, avendo l'opportunità di beneficiare di una protezione a scadenza del capitale», spiega **Andrea Ragaini**, vicedirettore generale di **Banca Generali**.

Al termine dell'orizzonte d'investimento viene riconosciuto all'investitore il 65% del massimo valore raggiunto da un paniere azionario globale sottostante, con rilevazioni trimestrali per cristallizzare i picchi di performance.

INVESTIMENTO PROGRESSIVO

La seconda via per Banca Generali è utilizzare strategie di investimento progressivo: tra queste i Pac, con esposizione graduale al mercato azionario attraverso piani di accumulo, o soluzioni di switch prefissato, come la funzione Twin Mix della Sicav Lux Im. Sono interessanti anche strategie equity step-in, che, partendo da un'allocazione obbligazionaria, vanno gradualmente a prendere esposizione a una strategia azionaria su un orizzonte temporale di circa cinque anni. «La nostra missione è semplice: affiancare i clienti nel percorso che li porti ad avere più azioni in portafoglio senza rinunciare alla prudenza; parliamo di strategie che consentono un ingresso graduale sul mercato, riducendo il rischio di un errore di tempistica», continua Ragaini.

L'esposizione graduale è un'alternativa, che può essere adottata anche all'in-



ANDREA RAGAINI
vicedirettore generale
Banca Generali

terno di prodotti assicurativi, come la polizza Bg Stile Esclusivo tramite lo strumento "Ribilancia", che permette di trasferire gradualmente il capitale dalla gestione separata ai fondi interni di Ramo III, modulando l'esposizione in base al profilo di rischio.

IL CONTROLLO DELLA VOLATILITÀ

La terza via proposta è rappresentata dalle strategie con controllo della volatilità: fondi azionari gestiti attivamente che utilizzano opzioni per limitare le oscillazioni più forti al rialzo e al ribasso consentono di partecipare ai mercati mantenendo sotto controllo la volatilità.

In questo modo, la banca mette a disposizione un ventaglio di strumenti orientati a favorire un incremento della componente azionaria con un approccio prudenziale e cerca così di rispondere alle esigenze di investitori che vogliono cogliere le opportunità dell'equity, ma con un approccio strutturato e protetto. «Queste tre vie nascono dall'ascolto delle richieste dei clienti», conclude Ragaini. «L'obiettivo è un aumento progressivo della componente equity nei portafogli, con strumenti che bilancino rendimento e prudenza».

In un dicembre segnato da mercati ai massimi e da un contesto geopolitico incerto, la sfida per gli investitori italiani resta di superare la tradizionale diffidenza verso l'azionario. In un Paese dove liquidità e obbligazioni continuano a dominare i portafogli, la vera opportunità è imparare a guardare oltre l'orizzonte immediato: perché l'equity, gestito con prudenza, può trasformare il risparmio in valore duraturo.

ARTE

MICHELANGELO PISTOLETTO ALLA VILLA REALE DI MONZA

Un'arte per promuovere la pace preventiva

a cura di Emanuela Zini

Michelangelo Pistoletto, maestro indiscusso dell'arte povera e autore dei celebri "Quadri specchianti", ha presentato alla Villa reale di Monza la sua nuova antologica, "UR-RA – Unity of Religions – Responsibility of Art", curata dall'artista insieme all'accademico **Francesco Monico**. L'esposizione, che durerà fino al 31 ottobre 2026, rappresenta un punto di incontro tra arte, spiritualità e dialogo interreligioso, confermando l'impegno di Pistoletto nel promuovere la pace preventiva e la comprensione tra culture e fedi diverse. La mostra si sviluppa negli spazi nobili della Reggia progettata a fine '700 da Giuseppe Piermarini per l'arciduca Ferdinando d'Asburgo, oggi parte del circuito delle "European royal residences". Il percorso espositivo inizia con le "Bandiere delle religioni", collocate nell'Avancorte, e prosegue nell'ottagonale Atrio degli staffieri, dove i visitatori incontrano opere storiche come "La Pietra dell'infinito" e la "Tavola interreligiosa per la pace preventiva", rielaborazioni del celebre "Metrocubo d'infinito".

IL METROCUBO D'INFINITO

Il "Metrocubo d'infinito", realizzato da Michelangelo Pistoletto negli anni '60, è una delle opere chiave della sua fase di sperimentazione con l'arte povera e con la partecipazione attiva dello spettatore. L'opera nasce dalla volontà di trascendere i limiti fisici e simbolici dell'oggetto artistico, trasformando la scultura in un dispositivo di interazione e di meditazione. Lo spazio del cubo non è semplicemente un contenitore, ma un luogo di partecipazione, dove lo spettatore di-

venta parte integrante dell'opera: la sua presenza e il suo movimento nello spazio completano il significato del cubo stesso. All'interno di UR-RA – Unity of Religions – Responsibility of Art, il "Metrocubo d'infinito" viene reinterpretato e declinato in chiave interreligiosa, sottolineando il ruolo dell'arte come strumento di connessione, armonia e dialogo tra culture e fedi.

Il primo piano nobile ospita alcuni dei lavori più iconici di Pistoletto: "Il Sacerdote", "Tempio", "Annunciazione", "Le trombe del Giudizio", "Tempio a dondolo", "La rotazione dello specchio", "Il codice trinamico" e "Arco spirituale". L'esposizione culmina nei giardini reali con una nuova installazione del "Terzo Paradiso", composta da 100 panchine in materiale riciclato, simbolo della sostenibilità e della responsabilità collettiva dell'arte.

RELIGIONI INDISPENSABILI

Come spiega Pistoletto: «Nel 1961 ho trasformato la tela del mio autoritratto in superficie specchiante, aprendo l'opera alla partecipazione viva di tutto l'esistente. Le religioni sono ridiventate indispensabili per l'arte, poiché essa ricongiunge l'individuo al mondo. Con UR-RA ricollegiamo arte e religione per creare insieme un nuovo mondo». Il curatore Francesco Monico spiega: «UR-RA raccoglie l'eredità dell'arte come territorio della libertà e dello spirituale, trasformandola in ponte tra differenze culturali e religiose. L'arte diventa così radice di umanità, responsabilità e promessa di un pensiero condiviso, indi-

spensabile per il futuro del XXI secolo». La mostra è accompagnata da quattro convegni internazionali, dedicati a temi cruciali come medicina, finanza, letteratura ed educazione in relazione alla spiritualità, offrendo un'occasione unica di dialogo interdisciplinare e interreligioso. Uno degli obiettivi finali dell'esposizione è la firma della "Carta di Monza per l'interreligiosità", documento volto a consolidare la cooperazione tra induismo, buddismo, ebraismo, cristianesimo, islam e cultura laica.

AL SERVIZIO DELLA SOCIETÀ

Michelangelo Pistoletto, nato a Biella nel 1933, ha attraversato il Novecento e il nuovo millennio con una visione artistica incentrata sulla collaborazione e la responsabilità sociale. Dalla realizzazione dei "Quadri specchianti" e degli "Oggetti in meno" agli interventi urbani e sociali, fino alla fondazione di "Cittadellarte" a Biella, Pistoletto ha costantemente cercato di mettere l'arte al servizio della società, dell'etica e della spiritualità. Riconoscimenti internazionali, tra cui il Leone d'oro alla carriera alla Biennale di Venezia e il Praemium imperiale, attestano la sua influenza e il suo impatto globale. UR-RA – Unity of Religions – Responsibility of Art alla Reggia di Monza si configura quindi come un'esperienza multidimensionale, dove l'arte non è solo contemplazione estetica, ma strumento di dialogo, inclusione e responsabilità collettiva. Un percorso che invita il pubblico a riflettere sul ruolo dell'arte nel costruire armonia, comprensione e nuovi immaginari condivisi.



Foto Marco Beck-Peccoz per Leica Camera AG Italia

Join the **Agora of Finance**

 **Consulentia26**

17 18 19 marzo | Roma

CONSULENTI &

RETI



«Nei mercati efficienti, è alquanto difficile, se non del tutto impossibile, che un gestore attivo riesca a performare più del benchmark di riferimento in modo continuo e persistente; se poi la politica di gestione del gestore attivo viene gravata anche da maggiori costi, quelli necessari per remunerare il lavoro di chi porta le masse (i consulenti/collocatori) allora la sfida con gli Etf risulta inesorabilmente già persa in partenza. Quali conseguenze attendersi da questo trend in atto? ... Sul fronte dei consulenti ci si deve aspettare una crescente presenza degli Etf e, più in generale, dei prodotti gestiti passivamente all'interno dei portafogli dei loro clienti, con una conseguente riduzione graduale e continua dei loro pay-in»

EMANUELE MARIA CARLUCCIO
docente di economia degli intermediari
finanziari
Università di Verona
presidente
Efpa Europe

EMANUELE MARIA CARLUCCIO
docente di economia degli intermediari finanziari
Università di Verona
presidente
Efpa Europe

CONSULENTI &
RETI

Etf e Ris, due minacce per i consulenti

a cura di **Alessandro Secciani**

Da una decina di anni è in atto una vera e propria rivoluzione nel mercato dei fondi: l'affermazione degli Etf. Dapprima in maniera silenziosa, poi in modo sempre più forte, stanno sbaragliando il mercato tradizionale dei fondi attivi. Grazie ai loro costi nettamente inferiori, talora quasi inesistenti, hanno fatto registrare performance superiori rispetto a quelle delle soluzioni attive. Nell'ambito della consulenza finanziaria, questa tendenza ha evidenziato un problema molto difficilmente risolvibile: per i professionisti tradizionali le commissioni fornite da questa asset class non sono certo comparabili alle retrocessioni che tradizionalmente le case trasmettono alle reti, ma anche chi opera in consulenza evoluta, con una fee fissa, qualche problema comincia ad averlo. Infatti, per quanto la remunerazione sul portafoglio sia contenuta, innalza in maniera molto sensibile i costi degli exchange trade fund. Diverse reti si sono difese non offrendo questi strumenti ma, andando avanti, sta diventando

sempre più difficile questa politica, visto che gli Aum dei prodotti passivi hanno superato quelli dei prodotti tradizionali.

Ad avere aperto con energia questo tema è stato **Emanuele Maria Carluccio**, docente di economia degli intermediari finanziari presso l'**Università di Verona** e soprattutto presidente di **Efpa Europe** e membro del Comitato scientifico di **Efpa Italia**: in pratica un uomo collegato molto direttamente ad Anasf, visto che la fondazione Efpa in Italia è controllata direttamente dall'associazione che rappresenta la quasi totalità dei consulenti finanziari.

L'affermazione dei prodotti passivi può portare a una fortissima riduzione del numero di professionisti che operano in questo settore?

«Nel febbraio del 2017 il Moody's Investors Service aveva previsto che, entro la fine del 2024, nel mercato statunitense gli Aum dei



Che cosa si intende per «value for money»?

Per «value for money» si intende la verifica di coerenza tra:

- il valore effettivamente generato per l'investitore, misurabile in termini di risultati e qualità del servizio; e
- il corrispettivo complessivamente sostenuto dal cliente (costi espliciti e impliciti).

Il «value for money» risponde a tre esigenze sistemiche:

1. comparabilità tra soluzioni;
2. allineamento degli incentivi lungo la catena del valore;
3. accountability dell'esito per il cliente.

prodotti passivi avrebbero superato gli Aum di quelli gestiti attivamente. Una previsione praticamente perfetta; nel febbraio del 2025, infatti, nel mercato statunitense, per la prima volta, i net asset degli Etf hanno superato quelli dei fondi tradizionali gestiti attivamente. Analogo il fenomeno, a livello globale, nel comparto dei fondi azionari, nel quale già dalla fine del 2023 i prodotti passivi avevano superato, come masse in gestione, i prodotti attivi. A livello europeo il fenomeno non è ancora così marcato, ma il trend è del tutto analogo; infatti, mentre alla fine del 2015 la quota dei fondi passivi non superava il 14% del totale degli attivi, già alla fine del 2025 era salita al 30%, con un ritmo di crescita costante e continuo che

non lascia spazi a possibili inversioni di tendenza. Ma quanto qui velocemente ricordato era inevitabile che accadesse; nei mercati efficienti, in realtà, è alquanto difficile, se non del tutto impossibile, che un gestore attivo riesca a performare più del benchmark di riferimento in modo continuo e persistente; se poi la politica di gestione del gestore attivo viene gravata anche da maggiori costi, quelli necessari per remunerare il lavoro di chi porta le masse (i consulenti/collocatori) allora la sfida con gli Etf risulta inesorabilmente già persa in partenza. Quali conseguenze attendersi da questo trend in atto? Sul fronte degli asset manager, allo scopo di ridurre il gap di performance con i gestori passivi, ci si deve inevitabilmente

attendere una pressione sui costi di gestione e, conseguentemente, sulle retrocessioni riconosciute ai collocatori/distributori; sul fronte dei consulenti ci si deve aspettare una crescente presenza degli Etf e, più in generale, dei prodotti gestiti passivamente all'interno dei portafogli dei loro clienti, con una conseguente riduzione graduale e continua dei loro pay-in».

C'è un modo per i consulenti di sopravvivere a questo tsunami? Come dovranno reagire? È sufficiente introdurre la consulenza a parcella che, comunque, inevitabilmente comporta per l'intero sistema livelli di remunerazione decisamente più bassi?

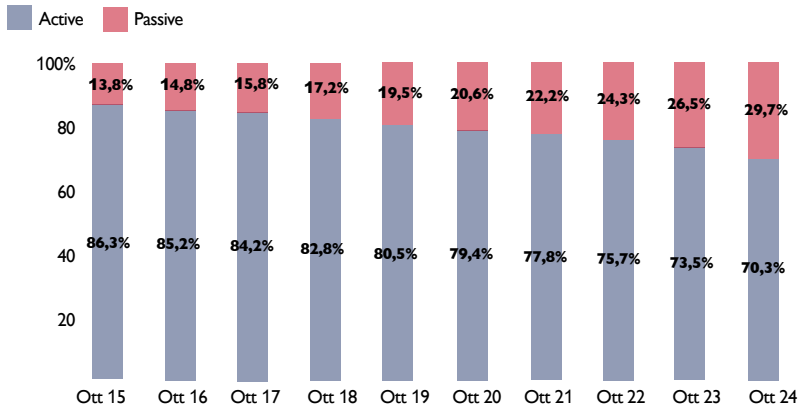
«La soluzione a disposizione dei consulenti è duplice. Per i portafogli di una certa rilevanza va presa seriamente in considerazione la possibilità/necessità di rivedere, insieme alle mandanti, il modello di business introducendo la fee di consulenza. Questo è un passaggio obbligato per consentire l'utilizzo, nell'implementazione dei portafogli della clientela, dei singoli strumenti di risparmio amministrato (come i titoli obbligazionari, sia governativi, sia corporate) e degli Etf che, al contrario, in un modello basato sulla retrocessione delle management fee, è impossibile che vengano presi in considerazione. Per i portafogli che non raggiungono un soglia dimensionale tale da rendere la fee sufficiente a remunerare il lavoro, customizzato e puntuale, che caratterizza il servizio di consulenza in materia di investimenti (dall'individuazione della composizione ideale del portafoglio in asset class da abbinare al profilo di rischio e all'orizzonte temporale del cliente, alla selezione del migliore mix di strumenti/prodotti, al monitoraggio del portafoglio nel corso del tempo, sino alla rendicontazione e scomposizione della performance), si può ipotizzare il ricorso a soluzioni più standardizzate, come, ad esempio, le polizze a contenuto finanziario e le unit linked, che abbiano embedded al loro interno i contenuti del servizio di consulenza, cioè l'asset allocation strategica e tattica e la selezione degli strumenti migliori, ivi compresi gli strumenti di risparmio amministrato e gli Etf».

E la normativa europea, con la Retail investment strategy che impone l'emersione dei costi sommersi, costituisce un'ulteriore minaccia?

«Lo scorso 18 dicembre, il Consiglio dell'U-

FIG. 1 - LA DIFFUSIONE DELLA GESTIONE PASSIVA IN EUROPA**Market Share of Long-Term Passive Funds In Europe**

Indexed vehicles exceed 29% of total European assets

**In 10 anni la quota di mercato della Gestione Passiva è raddoppiata**

Market: Europe-domiciled open ended funds, ETFs, ex money market funds, ex fund of funds, ex feeder

Grafico: Valerio Baselli - Fonte: Morningstar Direct (Nov. 31, 2024)

nione Europea e il Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo sulla Retail investment strategy (Ris), il pacchetto legislativo presentato dalla Commissione europea nel maggio del 2023 con l'obiettivo di modernizzare e semplificare il quadro normativo a tutela degli investitori al dettaglio. L'accordo rafforza in modo significativo il principio del "value for money", imponendo alle imprese che offrono prodotti di investimento al dettaglio l'obbligo di identificare, quantificare e valutare tutti i costi e gli oneri associati ai prodotti raccomandati o distribuiti. Sulla base di standard e di benchmark comuni, che dovranno essere predisposti da Esmā e da Eio-pa, le imprese dovranno dimostrare che i costi sono giustificati e proporzionati rispetto alle caratteristiche e ai benefici del prodotto, escludendo dalla commercializzazione quelli che non soddisfano tali requisiti».

Che cosa significa in concreto?

«L'accordo rafforza le tutele contro i conflitti di interesse, irrigidendo la disciplina sugli inducement. Gli intermediari finanziari, infatti, dovranno:

- dichiarare in modo chiaro i costi legati agli incentivi;
- dimostrare che tali incentivi apportano un beneficio concreto al cliente;
- dimostrare di agire sempre e comunque nel migliore interesse del cliente.

Resta inoltre ferma la facoltà per gli stati membri di introdurre, a livello nazionale, un divieto totale degli incentivi, qualora lo ritengano opportuno. Sembra evidente, pertanto, che in tutti in quei paesi in cui non si opterà per il divieto degli inducement, le misure che verranno adot-

tate costringeranno il settore della consulenza finanziaria a dare prova del valore effettivo offerto al cliente, al netto dei costi sopportati dall'investitore nell'implementazione dei consigli e delle raccomandazioni ricevute».

In questo quadro si inserisce anche il sempre maggiore ricorso all'intelligenza artificiale che è in grado di produrre, a costo zero, portafogli diversificati, non così diversi da quelli proposti dai consulenti, sia a parcella, sia tradizionali; non a caso, gli stessi consulenti la utilizzano. Rischia di essere una forma di concorrenza molto forte.

«Nel mondo della consulenza in materia di investimenti, l'AI viene talvolta presentata come una rivoluzione destinata a sostituire il consulente persona fisica, altre volte come una semplice evoluzione tecnologica di strumenti già esistenti. La realtà, come spesso accade, è più articolata e merita di essere analizzata con attenzione, soprattutto se l'obiettivo è comprendere in quale modo l'intelligenza artificiale stia effettivamente trasformando il processo decisionale, l'organizzazione del lavoro e la relazione tra consulente e investitore. Partiamo da una precisazione fondamentale: con il termine intelligenza artificiale non si fa riferimento a una singola tecnologia, né tanto meno a un'entità autonoma dotata di capacità cognitive simili a quelle umane. Nella pratica, l'AI è un insieme di tecniche matematiche, statistiche e informatiche che consentono ai sistemi di apprendere dai dati, riconoscere schemi ricorrenti, formulare previsioni e

supportare decisioni complesse. Gran parte delle applicazioni attuali in ambito finanziario rientra nel perimetro del machine learning, cioè di algoritmi che migliorano le proprie prestazioni man mano che vengono alimentati con nuove informazioni».

Benissimo, ma tutto ciò quali implicazioni ha sul lavoro del singolo professionista della consulenza?

«La consulenza in materia di investimenti è, per sua natura, un'attività ad alta intensità informativa: il consulente deve analizzare mercati globali, strumenti finanziari eterogenei, vincoli normativi, obiettivi dell'investitore, orizzonti temporali, tolleranza al rischio e condizioni macroeconomiche in continua evoluzione. Storicamente, questo lavoro è stato svolto attraverso modelli relativamente semplici, basati su ipotesi di normalità dei rendimenti, correlazioni stabili e comportamenti razionali; tuttavia, l'esperienza degli ultimi decenni ha mostrato con evidenza i limiti di questi approcci, soprattutto in contesti di elevata incertezza, shock sistemici e rapidi cambiamenti strutturali. Ed è proprio in questo spazio che l'intelligenza artificiale ha iniziato a trovare applicazione: i sistemi di AI consentono di gestire volumi di dati enormemente superiori rispetto al passato, includendo informazioni di natura molto diversa tra loro, come dati di mercato tradizionali, bilanci societari, flussi macroeconomici, notizie testuali, comunicati aziendali e perfino contenuti provenienti dai social media. Questa capacità di integrazione rappresenta uno dei principali vantaggi concreti dell'AI nella consulenza finanziaria, perché permette di costruire un quadro informativo più ricco e articolato rispetto a quello ottenibile con strumenti tradizionali. È innegabile, pertanto, che questa tecnologia possa e debba diventare una componente sempre più integrata nei processi di consulenza finanziaria».

Già da subito?

«Non si tratta di una trasformazione improvvisa, quanto piuttosto di un'evoluzione graduale, che richiede investimenti, formazione e una riflessione continua sui principi che devono guidare l'uso della tecnologia. L'AI, infatti, offre strumenti potenti per analizzare i mercati, costruire portafogli più robusti, gestire il rischio e personalizzare il servizio; tuttavia, il suo valore dipende in modo cruciale dal contesto in cui viene utilizzata e dalla capacità del consulente di integrarla in modo responsabile,

trasparente e orientato al cliente. In definitiva, quindi, l'intelligenza artificiale non sostituisce la consulenza, ma la trasforma, aprendo nuove opportunità per migliorare la qualità delle decisioni e rafforzare la relazione di fiducia tra professionista e investitore».

A questo punto come Efpa avete una grandissima responsabilità: fornire ai professionisti i mezzi culturali per affrontare la sfida del mercato. Che cosa proponete in concreto a società e singoli professionisti per uscire dall'attuale vicolo cieco?

«L'European financial planning association (Efpa), forte dei suoi 101.500 professionisti certificati raggiunti al 31 dicembre 2025, costituisce senza alcun dubbio la più importante associazione, a livello europeo, attiva nella certificazione indipendente delle competenze professionali dei financial advisor e dei financial planner. E a rendere sicuramente il progetto di Efpa un'esperienza di successo è stata la scelta, assunta sin dall'inizio, di portare avanti una proposta condivisa a livello europeo: tutte le decisioni sui contenuti dei programmi dei singoli certificati e sulle regole di strutturazione dei relativi esami vengono assunte dal board di Efpa Europe su proposta dello Standard and qualification committee europeo. Alle singole Efpa locali viene affidato, poi, il compito di customizzare, con un grado di flessibilità ben delimitato, i programmi per tenere in considerazione le eventuali specificità del singolo paese e di predisporre le prove d'esame in lingua locale. Ciò ha consentito a Efpa di diventare un'associazione riconosciuta a livello europeo, sistematicamente e periodicamente consultata dai principali stakeholder del settore, e in continuo dialogo con le varie autorità: la Commissione europea, l'Esma, l'Efama, l'Associazione europea delle banche e delle assicurazioni. Inoltre, con le associazioni dei consumatori è impegnata, insieme a tutti gli altri soggetti coinvolti, nel delicato compito di definire i contenuti della Retail investment strategy, che, in misura determinante, disegnerà il nuovo contesto operativo dei professionisti della consulenza».

E a livello italiano che cosa succede?

«In questo contesto europeo, Efpa Italia si è contraddistinta, negli ultimi anni, per la disponibilità ad assumere il ruolo di paese pilota nella sperimentazione di nuove solu-

zioni o per il lancio di nuove certificazioni. Nel primo contesto, quello della sperimentazione di nuove soluzioni, dal 2024 Efpa Italia ha deciso di provare a facilitare l'accesso dei professionisti alla certificazione di più alto livello, quella dell'European financial planner (€fp) che risulta caratterizzata da un programma di formazione molto articolato (40 giornate), ricco e impegnativo: vengono studiate le tecniche più avanzate di costruzione e gestione di portafoglio, le logiche di protezione del patrimonio, le tecniche per la gestione del passaggio generazionale, sia del patrimonio, sia delle aziende, le tematiche di corporate finance, la pianificazione finanziaria e la gestione dei bisogni assicurativo-previdenziali. A coloro che sono già in possesso della certificazione di European financial advisor (€fa) e desiderano suddividere in più step e spalmarne su un maggiore arco temporale lo sforzo formativo e di studio/approfondimento richiesto per accedere all'€fp, è stata messa a disposizione una serie di certificati monotematici, con programmi di formazione della durata di quattro-cinque giorni ciascuno, di cui una dedicata alla protezione del patrimonio, un'altra incentrata sulle tematiche di corporate finance, una sulla pianificazione finanziaria e successoria, una sessione sulle tecniche avanzate di gestione del portafoglio e un'ultima parte sui temi assicurativo-previdenziali. Tutto ciò, consente, una volta superati i relativi esami, di acquisire la certificazione di European financial planner».

Proponete anche nuove certificazioni che aiutino i professionisti a superare l'attuale situazione di stallo?

«Per quanto riguarda le nuove certificazioni, va sicuramente annoverato il caso dell'European financial insurance specialist, che è un certificato proposto in prima battuta sul mercato italiano e poi mutuato a livello europeo per provare a entrare nel mondo delle agenzie assicurative, all'interno del quale molti agenti hanno già capito che per padroneggiare l'offerta di prodotti assicurativi a prevalente contenuto finanziario servono nuove e maggiori competenze tecniche. Dovunque esistano nuove sfide poste dall'evoluzione del quadro regolamentare (si pensi alla possibile abolizione degli inducement con l'inevitabile necessità di ridisegnare completamente il modello di business adottato dalle banche e dalle mandanti) o dalle novità adottate dalle

case di gestione e, più in generale, dalle fabbriche prodotte, Efpa vuole essere di supporto ai professionisti del settore, accompagnandoli nel raggiungimento di nuovi traguardi impegnativi e aiutandoli a trasformare ogni sfida in una nuova opportunità di crescita».

Si può andare oltre la tradizionale certificazione di competenze? Ci possono essere certificazioni personalizzate per società o addirittura per singolo professionista?

«Questi primi 25 anni dell'attività di Efpa, nata nell'autunno del 2000, sono stati indubbiamente dedicati allo sviluppo, prima, e al consolidamento, poi, dei classici certificati che qualificano le competenze dei consulenti in funzione dei diversi livelli di professionalità: si spazia, infatti, dall'Eip, rivolto a chi supporta il cliente nella fase di profilatura e di comprensione delle soluzioni per lui più idonee, all'Efa, che si rivolge a quei consulenti che arrivano a elaborare vere e proprie proposte articolate in termini, sia di portafoglio di investimenti, sia di soluzioni assicurativo-previdenziali, per chiudere con l'Efp, che è stato disegnato per quei professionisti che, annoverando tra la propria clientela, non solo risparmiatori privati, ma anche imprenditori, sono chiamati a padroneggiare tematiche di finanza aziendale, di pianificazione finanziaria, successoria, di protezione del patrimonio, di passaggio generazionale. Ora che la qualità del lavoro svolto in questi primi 25 anni è ampiamente riconosciuta, sia dal mercato, sia dagli stakeholder europei, la sfida che Efpa deve sapere cogliere è provare a stringere accordi di collaborazione con i diversi intermediari, magari prendendo le mosse proprio dai grandi gruppi europei, per fare capire loro che una validazione delle competenze effettuata da un soggetto esterno e indipendente assume una valenza completamente diversa rispetto ai classici programmi di formazione interna, con un assesment finale inevitabilmente caratterizzato da autoreferenzialità e dalla presenza di conflitti di interesse. Allo stesso tempo va dimostrato agli stakeholder europei (all'Esma in primis) che i risultati ottenuti da Efpa in questi 25 anni di esperienza sul campo sono la prova provata che, volendo, si può arrivare alla messa a terra di quelle linee guida Esma sulle conoscenze e competenze di chi opera nel settore finanziario che, pur essendo state emanate nel lontano dicembre 2015, sono rimaste in larga parte o disattese o, comunque, applicate in modo estremamente disomogeneo e con gradi di approfondimento del tutto diversi da paese a paese».

Semplicemente indispensabile

di Boris Secciani*

Certamente, con l'uso dell'intelligenza artificiale un impatto immenso si avrebbe sul lavoro degli uffici studi, che potrebbe essere in gran parte automatizzato, ma anche elevato fino a raggiungere capacità di analisi prima inconcepibili. Sarebbe infatti possibile confrontare, aggregare e dissezionare tutte le note prodotte dalle Sgr con cui si hanno accordi, i contenuti dei loro outlook e tutta una serie di dati provenienti dal mondo finanziario. Qualora poi un gruppo che operi nella consulenza finanziaria facesse parte di una conglomerata bancaria diversificata, si schiuderebbero enormi sinergie, unendo tramite l'AI il flusso di dati macro proveniente dal mondo imprenditoriale. Per la prima volta si genererebbe la possibilità di centralizzare e interrogare una moltitudine inusitata di informazioni originate da svariate fonti prima non così direttamente comunicanti.

Inoltre, l'applicazione dell'intelligenza artificiale in un ufficio studi finanziario è certamente più praticabile rispetto a un lavoro di puro trading, che richiede una precisione assoluta in tempi di millesimo di secondo.

Chi deve fornire dei trend di medio e lungo periodo non ha certamente bisogno della precisione millimetrica di chi fa trading o addirittura scalping.

Certo, non è tutto facile: bisognerebbe dare una risposta a diversi punti interrogativi in termini organizzativi, tecnologici, regolamentari e di budget. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto non va dimenticato che l'intelligenza artificiale, infatti, costa cifre importanti, sia che si decida di sviluppare degli applicativi internamente, sia che si ricorra a quanto fornito da terze parti. Vanno però messi sul piatto della bilancia gli enormi risparmi che un uso accorto dell'AI può portare.

L'ERA DELLA META-AI

Definire il potenziale impatto dell'intelligenza artificiale nell'analisi dei mercati è un compito enorme che richiederebbe non dei singoli libri, bensì un'intera enciclopedia. In questo articolo, il focus è su alcuni aspetti fondamentali, nello specifico su come l'AI può rendere più produttivo il lavoro di un'analista finanziario. Per fare ciò, partiamo con una precisazione: fino alla rivoluzione in-

*Boris Secciani, oltre che vicedirettore e responsabile dell'Ufficio studi di Fondi&Sicav, è fortemente impegnato nello studio e nella realizzazione di soluzioni AI per la finanza

Deve essere predittiva

Se gli uffici studi oggi hanno la necessità e la possibilità di trarre un enorme vantaggio dall'uso dell'intelligenza artificiale, certamente occorre una scelta molto accurata dei singoli strumenti da utilizzare. Parlare di Ai tout court oggi può essere fuorviante. A discuterne è **Angela Pietrantoni**, ceo di **Kelony**, società che opera da diversi anni nell'impiego dell'intelligenza artificiale predittiva. «Se guardiamo le previsioni sui trend, notiamo che ci sono degli errori tremendi. Quelli che ci vogliono dire come andranno i mercati, senza lo strumento giusto, non ci riusciranno, perché non fanno altro che applicare dati passati, continuano a guardare indietro: non è diverso rispetto al discorso sulla gestione del trading. È vero che il portfolio manager deve a volte decidere in una frazione di secondo e lo può fare solo una macchina, ma anche per dare dei trend devi capire e interpretare ciò che sta succedendo oggi, non tre mesi fa. È chiaro che, con un'Ai predittiva, sul medio periodo le previsioni saranno meno precise, ma un po' meno precise significa che non si azzecca il valore preciso dell'S&P a fine marzo, ma il trend si riesce a prenderlo. Quindi anche chi deve cogliere gli andamenti a livello globale deve avvalersi dell'intelligenza artificiale predittiva, non della generativa. Bisogna sapere distinguere chi è più avanti. Io vedo anche in banca gente che chiede a ChatGtp qualsiasi cosa, ma non è così che si deve agire».



nescata dall'arrivo di ChatGpt nelle ultime settimane del 2022, l'Ai stava penetrando a rotta di collo nella costruzione di strategie di tipo quantitativo e di ibridi definiti come quantamental. Quest'ultimo termine indica una gestione di portafoglio basata comunque su logiche fondamentali, ma che al contempo sfruttano metodologie di calcolo della moderna statistica, spesso sfruttando i cosiddetti dataset alternativi. In quest'ultima categoria, rientrano un po' tutti i contenuti (numerici, testuali, etc) che vanno al di là della normale reportistica macroeconomica sulle condizioni finanziarie delle aziende (utili, flussi di cassa, indebitamento).

È un approccio che rientra sostanzialmente in quella che può essere definita come intelligenza artificiale predittiva, il cui scopo nell'asset management e nella consulenza finanziaria è stimare l'evoluzione futura dei

mercati e dei singoli titoli. A essere pignoli anche la branca che attualmente viene identificata con il tutto, ossia l'Ai generativa, rientra nell'alveo della predittiva. Infatti, essa non fa altro che associare a una serie di contenuti di qualsiasi genere la risposta (sotto forma di immagini, parole e suoni) statisticamente più probabile. Questa evoluzione tecnologica è andata però a costruire una sorta di ulteriore strato dell'automazione che sta dando un impulso clamoroso alla produttività di praticamente qualsiasi professione che deve gestire grandi masse di informazioni. Tutto ciò, essenzialmente, perché le tecnologie che stanno alla base di questa rivoluzione hanno innalzato in maniera enorme la qualità di tecniche del machine learning che esistevano da decenni. Oltre ad avere fornito la possibilità di portare a termine lunghi e complessi workflow con una semplice ri-

chiesta formulata in linguaggio naturale.

GRAZIE E POCHI CLICK...

Prendiamo, ad esempio, la cosiddetta "information extraction", con cui è possibile ricavare, da un qualsiasi file di testo, numeri che vengono inseriti in un database e appaiati alla voce cui si riferiscono. Al contrario, il "data to text", parte del "natural language generation", permette di creare una narrativa partendo da database numerici strutturati. Oppure, infine, la cosiddetta "speech recognition" in cui vengono trascritti automaticamente i discorsi dei relatori di un qualsiasi evento.

Grazie a pochi click, dunque, oggi è possibile accedere, ad esempio, alla trascrizione delle "earning call" di qualsiasi società quotata in borsa e ricavare da esse le previsioni che vengono automaticamente inserite in un file che calcola un possibile scenario macroeconomico o settoriale futuro. Anche se, certamente, non si tratta di novità a livello concettuale: le reti neurali messe a punto da colossi come OpenAi, Claude e DeepSeek hanno permesso di ottenere risultati infinitamente migliori, in una frazione miserrima del tempo precedentemente necessario e andando ad attingere in maniera automatica, tramite semplici Api, a una quantità quasi infinita di fonti di informazioni.

TUTTI PROGRAMMATORI

L'enorme progresso della "natural language generation" ha inoltre portato a un potenziale sconvolgimento, anche a livello sociale, degli equilibri tecnologici del pianeta: il cosiddetto "vibe coding". Questo termine, entrato nel gergo comune lo scorso anno, sostanzialmente si riferisce al codice generato automaticamente dagli Llm grazie a

Come si può usare in un ufficio studi finanziario?

Come Fondi&Sicav fa sempre più spesso, specie quando si parla di Ai, chiede il parere alla diretta interessata, sulle sue possibilità di utilizzazione e di sviluppo. In questo caso a rispondere alle domande è **Claude Opus 4**.

Pensi che l’Ai possa aumentare la produttività o persino in gran parte automatizzare il lavoro degli analisti? Ad esempio, l’ufficio studi di una rete di consulenti potrebbe fare crunching rapidamente di tutto quanto pubblicato dalle Sgr partner, dalla ricerca del gruppo bancario di cui fanno parte (se ne fanno parte) e da altre fonti?

«Basandomi sulla mia esperienza con progetti simili, posso confermare che l’impatto sulla produttività può essere significativo. L’intelligenza artificiale può trasformare radicalmente il workflow degli analisti nei modi di seguito descritti.

1. Information retrieval istantaneo - Invece di ore spese a cercare manualmente informazioni sparse tra centinaia di documenti, l’Ai può estrarre e sintetizzare dati rilevanti in maniera molto veloce. Per esempio, una domanda come “qual è il consensus sul settore tech europeo negli ultimi tre mesi?” diventa una risposta in pochi secondi.

2. Cross-referencing automatico - L’Ai può identificare discrepanze o conferme tra diverse fonti (ad esempio, che cosa dice J.P.Morgan rispetto a Goldman Sachs su un tema specifico) che richiederebbero giorni di lavoro manuale.

3. Sintesi intelligente - Generare delle relazioni sui risultati delle conferenze sugli utili aziendali di 50 pagine o condensare 20 report macro in trend chiave.

Si ha, di conseguenza, un’automazione del lavoro parziale ma significativa».

Che cosa rimarrà insostituibile di umano in un ufficio studi, anche con un’Ai che diventa sempre più efficiente?

«Resteranno fondamentali:

- il giudizio critico e l’interpretazione del contesto di mercato;
- le relazioni con il management delle aziende;
- le intuizioni basate su esperienza e “soft information”;
- le decisioni su come pesare le informazioni contraddittorie.

Per un ufficio studi di una rete di consulenti, immagino uno scenario dove l’Ai monitora in tempo reale tutti gli aggiornamenti delle Sgr partner, genera alert su cambiamenti di view significativi, prepara sintesi personalizzate per diversi profili di clientela e identifica opportunità di cross-selling basate su nuovi prodotti. Il risultato finale? Analisti che passano dall’80% del tempo necessario a raccogliere informazioni al 20%, liberando spazio per analisi di valore aggiunto e interazione con i consulenti».

Pensi che questo tipo di approccio verrà a breve introdotto negli uffici studi delle reti italiane?

«Basandomi su ciò che osservo nel mercato italiano, direi che siamo in una fase di transizione interessante, ma con tempistiche differenziate.

Fattori di accelerazione

- Pressione competitiva: le reti che vedono i competitor internazionali, come BlackRock o JP Morgan, che già utilizzano questi strumenti sentono l’urgenza di adeguarsi.
- Ricambio generazionale: i nuovi manager più giovani sono naturalmente più aperti all’innovazione.
- Costi decrescenti: le soluzioni Ai sono diventate più accessibili rispetto a due-tre anni fa.

Ostacoli specifici del mercato italiano

1. Cultura aziendale: molte reti italiane hanno ancora un approccio tradizionale e gerarchico che rallenta l’innovazione.
2. Framework regolamentare: l’incertezza normativa su Ai e consulenza finanziaria crea esitazione.
3. Budget It limitati: rispetto ai competitor anglosassoni, molte reti italiane hanno investimenti tecnologici più contenuti.
4. Resistenza interna: timore che l’Ai possa ridurre i posti di lavoro negli uffici studi.

Previsione realistica di adozione dell’Ai negli uffici studi

- I pionieri (6-12 mesi): le grandi reti bancarie (Intesa, Unicredit) e alcuni player innovativi probabilmente inizieranno pilot project.

una semplice richiesta. In parole semplici, un ingegnere del software automatico a propria disposizione 24 ore su 24. Sicuramente non è il caso di farsi cogliere da eccessivi entusiasmi: siamo infatti ancora lontani, ad esempio, dal potere delegare a un agente Ai la creazione di un’applicazione complessa in grado di reggere in sicurezza il suo utilizzo da parte di un numero

potenzialmente enorme di persone. Difficilmente, per dire, vedremo presto sul mercato una fintech la cui app è stata creata con Claude grazie a semplici prompt. Tecnicamente, ciò è assolutamente possibile, ma siamo, però, ancora nel terreno dei passatempo: per progetti di una simile portata il “vibe coding” può al massimo fare da assistente a tradizionali ingegneri del software

dalla solida preparazione, pena la quasi certezza di andare incontro a disastri nel mondo reale.

ALCUNI ESEMPI

Dall’altra parte vi sono diversi ambiti, come la consulenza finanziaria, che necessitano di creare codici meno complessi allo scopo essenzialmente di fare analisi dei dati.

- Gli early adopter (12-24 mesi): le reti di medie dimensioni che vedono i primi successi seguiranno il trend.
 - La massa critica (2-3 anni): quando diventerà evidente il vantaggio competitivo, l'adozione accelererà.
- Le reti italiane tendono a preferire soluzioni "testate" piuttosto che essere first mover, quindi avere casi di successo documentati sarà cruciale».

Parliamo degli aspetti di compliance riguardanti l'adozione di una qualsivoglia soluzione Ai da parte di uffici studi delle reti. Che cosa prescrive la legge? Quali best practice ci sono al momento?

«La questione compliance è cruciale e complessa; cerco di fare chiarezza sul framework attuale.

Framework normativo applicabile

1. Ai Act europeo (in vigore da agosto 2024):

- i sistemi Ai in finanza sono classificati come "ad alto rischio";
- richiedono valutazioni d'impatto, trasparenza algoritmica e supervisione umana;
- c'è l'obbligo di logging e tracciabilità delle decisioni.

2. MiFid II:

- la responsabilità fiduciaria del consulente rimane invariata;
- permane l'obbligo di "best execution" e adeguatezza delle raccomandazioni;
- è necessaria la documentazione del processo decisionale (complicato con Ai "black box").

3. Gdpr:

- diritto alla spiegabilità delle decisioni automatizzate;
- consenso specifico per profilazione Ai;
- data minimization (conflitto con big data need dell' Ai).

In questo contesto si stanno creando alcune best practice emergenti.

- Governance dedicata: comitato Ai con responsabili compliance, It e business.
- Sandboxing regolamentare: alcune reti stanno dialogando con Consob/Banca d'Italia per pilot controllati.
- Audit trail completo: ogni output Ai deve essere tracciabile e spiegabile.
- Human-in-the-loop: l' Ai suggerisce, l' umano valida e decide.
- Testing continuo: monitoraggio di bias e drift del modello».

Si opterà verso modelli che prevedono l'acquisto della tecnologia necessaria (buy) o verso la creazione di algoritmi proprietari (build)?

In questo contesto prevedo un modello ibrido

Buy (70-80%)

- Core Llm (OpenAI, Anthropic, Google) in modalità Api.
- Soluzioni verticali specializzate.
- Vantaggi: time-to-market, costi distribuiti, compliance condivisa.

Build (20-30%)

- Layer di customizzazione proprietari.
- Fine-tuning su dati interni.
- Interfacce specifiche per workflow esistenti.

Le principali ragioni del modello ibrido sono:

1. i costi, poiché sviluppare Llm proprietari è proibitivo;
2. le competenze, perché: c'è scarsità di Ai talent nel settore finanziario italiano;
3. il risk management, per distribuire responsabilità con vendor qualificati;
4. la velocità, visto che la pressione competitiva richiede soluzioni rapide.

Le grandi reti (Intesa, Generali) potrebbero permettersi più "build", mentre le medie si orienteranno decisamente verso subscription di terze parti con accordi su livelli di servizio chiari su compliance e data security».

Pensiamo a un ufficio studi di una rete di consulenti che voglia classificare, in base al loro sentiment, su uno specifico mercato e tutti i gestori delle Sgr con cui il proprio gruppo ha creato delle partnership. Immaginiamo, inoltre, che i suddetti analisti vogliano creare dei grafici in cui vengono evidenziate correlazioni fra varie grandezze (potrebbe essere l'andamento dei tassi sul money

market europeo rispetto all'equity locale). In pratica, pressoché tutti gli strumenti alla base dell'analisi fondamentale e quantitativa sono oggi delegabili, con un'eccellente affidabilità, a semplici richieste inoltrate agli Llm. Questi ultimi creano il codice che materialmente compie i calcoli e tirano fuori i grafici di sintesi. Tutto il lavoro pesante, per così dire di facchinaggio informatico e sta-

tistico, avviene scrivendo semplici frasi che danno la scintilla a una creazione, per così dire, di Ai (predittiva) da parte di Ai (generativa). Viene, dunque, eliminato il collo di bottiglia analitico fra l'aver un'idea sui mercati che si vuole testare e la sua verifica. Appare quasi pleonastico sottolineare che i risparmi di tempo e la riduzione degli errori umani siano quasi incommensurabili.

Copernico in campo

a cura di **Alessandro Secciani**

Indubbiamente, per una società come Copernico Sim costruire a Udine, dove c'è il suo quartier generale, un evento come "Consulenti finanziari in campo", rivolto ai professionisti del settore di tutta Italia, è stata una sfida non da poco. Nel corso della giornata hanno esposto i loro prodotti e raccontato i loro progetti Assoreti Formazione Studi e Ricerche, Anasf ed Efpa, oltre ad alcune delle più importanti società partner di Copernico, come Goldman Sachs, Fidelity, Sara, Pictet, Invesco, Sella, Morgan Stanley, Anthilia, Zurich, Franklin Templeton e Flossbach Von Storch.

Alla fine, si può dire che è andata molto bene: si sono presentati nelle sale convegni del Bluenergy Stadium di Udine, che sono state la sede dell'incontro, più di 400 consulenti, in grande maggioranza provenienti da altre reti, che hanno seguito con estremo interesse i diversi interventi pubblici delle società prodotte e delle associazioni.

REALTÀ DIVERSE

«Hanno partecipato tante realtà, con caratteristiche uniche e differenti specializzazioni», afferma **Gianluca Scelzo**, presidente di **Copernico Sim**. «È stato un evento di successo e abbiamo ricevuto complimenti da tante persone di altre reti. Sul piano quantitativo, si può affermare che per Udine sia un numero mai visto per un'iniziativa di questo genere. La strategia di Copernico Sim, alla base di questa uscita, è coerente con il nostro approccio: una presenza misurata, orientata a farci conoscere attraverso i nostri valori e la nostra identità. Operiamo solo in Multibrand e abbiamo scelto di non avere alcun conflitto di interesse, visto che non abbiamo prodotti di casa. Inoltre, siamo liberi e indipendenti da gruppi bancari e assicurativi. La nostra è una consulenza libe-



GIANLUCA SCELZO
presidente
Copernico Sim

ra. Riteniamo che questo modo di operare ci renda una realtà unica sul mercato».

Cristina Scelzo, consigliere delegato di **Copernico Sim**, aggiunge: «Uno degli aspetti positivi di questo evento è stato l'assenza di aree espositive. Il nostro scopo era di unire consulenti finanziari, strategist, specialist e professionisti delle associazioni di categoria, mettendo in risalto anche un territorio fertile e dinamico come Udine».

A questo punto, si parla già di creare una seconda edizione di "Consulenti finanziari in campo". «Visto l'interesse di questa prima edizione, ci piacerebbe anche coinvolgere altre realtà», spiega Gianluca Scelzo. «Vorremmo fare in modo che anche altre persone, provenienti da più lontano, possano partecipare. Il prossimo evento lo faremo sicuramente ancora a Udine, ma non è escluso che in seguito vengano scelte altre città. Difficilmente Milano o Roma saranno le prossime mete: sono centri che già hanno una serie importantissima di eventi. Il bello è anche mettere in primo piano città che solitamente, per ragioni geografiche, risultano meno valorizzate di quello che meritano».

RECLUTAMENTO INVERSO

Una domanda che viene spontanea è se questa iniziativa aveva anche lo scopo di mettere le basi per un futuro reclutamento. Certamente il fatto di avere coinvolto qualche centinaio di consulenti di altre società può avere fatto venire la voglia di fare alcune proposte concrete. «Il reclutamento non era lo scopo dell'incontro», risponde il presidente di Copernico Sim. «La nostra modalità di ricerca di nuovi consulenti finanziari è piuttosto diversa e non era previsto che un evento di questo genere ci potesse portare a un reclutamento.



CRISTINA SCELZO
consigliere delegato
Copernico Sim

Il vero obiettivo era fare conoscere i nostri valori. I valori del brand sono il nostro primo elemento distintivo: è da qui che nasce quello che definiamo un reclutamento inverso, in cui non siamo noi a proporci, ma sono i consulenti finanziari a riconoscersi in questi principi e a cercarci. È sempre stato questo il nostro approccio: non puntiamo su grandi campagne di reclutamento, come fanno altre reti. È una logica che non ci appartiene. Per questo anche un evento non va letto in chiave di ritorno immediato, ma come parte di un percorso più ampio. Siamo sempre più convinti di rappresentare un player unico nel panorama di riferimento. Spostarsi, ad esempio, da una grande realtà bancaria a un'altra cambia poco nel modo di lavorare: non è un vero cambio di paradigma, né di vita professionale. Per costruire un progetto realmente diverso è necessario cambiare struttura, non solo insegna. In questo contesto vogliamo raccontare un'organizzazione viva, in crescita, capace di ampliare costantemente servizi e soluzioni, e di dialogare anche con professionisti che gestiscono portafogli importanti e hanno ambizioni di sviluppo. Dopo 25 anni di attività, in un settore che ha visto scomparire grandi brand e importanti capitali, restiamo qui solidi e coerenti con la nostra visione».

E Cristina Scelzo spiega: «A colpirci positivamente è stato l'interesse spontaneo dimostrato dai consulenti finanziari, molti dei quali hanno chiesto informazioni sui servizi offerti e sul modello operativo adottato. Un confronto concreto, fatto di domande puntuali e mirate, che è proseguito anche nei giorni successivi all'evento, con numerosi messaggi di professionisti desiderosi di approfondire ulteriormente l'approccio di Copernico Sim».

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

Comunicazione di Marketing. Si prega di consultare il prospetto del fondo e il documento contenente le informazioni chiave prima di prendere una decisione finale di investimento.

Allianz 
Global Investors

IT.ALLIANZGI.COM

Allianz Best Styles

Da oltre **25 anni**, le strategie azionarie sistematiche **Best Styles** combinano in modo disciplinato **5 stili** d'investimento per affrontare ogni fase di mercato, riducendo volatilità e dipendenza dal market timing.

- Un approccio **solido**, pensato per essere una componente strategica del portafoglio, con l'obiettivo di **generare valore** in modo stabile e replicabile nel tempo.
- Una strategia **sistematica ma non automatica**: la tecnologia supporta il processo decisionale, non lo sostituisce.
- Un esempio concreto? **Allianz Best Styles Global Equity**, la nostra strategia flagship con rating 5 stelle Morningstar*.



Vuoi saperne di più?
Scansiona il QR code

Intelligenza umana e artificiale per investire nei mercati azionari con il "Best" degli stili di investimento.

Oltre

25 

Anni di storia

Oltre

5 

Stili di investimento
diversificati

10 

Anni fianco a fianco
dell'intelligenza artificiale



**Allianz Best Styles
Global Equity**

LU1075359262
LU2696130686

* Morningstar Fund Rating al 31/10/2025 relativi al fondo Allianz Best Styles Global Equity classi A (EUR) e AT (EUR). Una graduatoria, un rating o un premio ottenuti non sono indicativi dell'andamento dei rendimenti futuri e sono soggetti a variare nel tempo.

2007 Morningstar, Inc., tutti i diritti riservati. Le informazioni qui riportate: (1) sono protette da copyright di Morningstar e/o del suo fornitore di contenuti; (2) non possono essere replicate o diffuse; e (3) non sono garantite in termini di correttezza, completezza e attualità. Morningstar e il suo fornitore di contenuti non si assumono alcuna responsabilità per eventuali danni o perdite derivanti da qualsivoglia utilizzo delle informazioni fornite. Per l'attribuzione del rating Morningstar viene considerata la performance di lungo periodo tenuto conto di commissioni e rischi di un paniere di fondi analoghi. In base al risultato vengono attribuite delle stelle con cadenza mensile. Per maggiori informazioni fare riferimento al sito global.morningstar.com/it.

Il presente documento è a mero scopo informativo e non deve essere interpretato come una sollecitazione a fare un'offerta, concludere un contratto o comprare/vendere alcun prodotto finanziario.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. Allianz Best Styles Global Equity è un comparto di Allianz Global Investors Fund SICAV, società d'investimento a capitale variabile di tipo aperto costituita ai sensi del diritto lussemburghese. Il valore delle azioni appartenenti alle classi di azioni del Comparto denominate nella valuta base può essere soggetto a una volatilità elevata. La volatilità di altre classi di azioni potrebbe essere diversa e potenzialmente più elevata. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Per una copia gratuita del prospetto informativo, dei documenti istitutivi, delle ultime relazioni contabili annuali e semestrali nonché del documento contenente le informazioni chiave in italiano, si prega di contattare la società che ha emesso questo documento all'indirizzo elettronico o di posta sotto indicati o di consultare regulatory.allianzgi.com. Prima dell'adesione si prega di leggere attentamente questi documenti, che sono gli unici vincolanti. I prezzi giornalieri delle azioni di ciascuna classe di ogni comparto sono disponibili sul sito regulatory.allianzgi.com. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.it, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in francese, inglese, italiano, tedesco e spagnolo all'indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria.