

FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 19 - numero 182 - marzo 2026



RISCHIO PETROLIO PER I MERCATI

FOCUS BOND, TROVARE VALORE IN TEMPI COMPLESSI



BANCA
GENERALI
PRIVATE



M&SANTINI

PROTEGGERE IL TUO PATRIMONIO È IL NOSTRO NATURALE OBIETTIVO.

Per questo noi di Banca Generali Private ce ne prendiamo cura ogni giorno. I nostri consulenti sono sempre al tuo fianco, aiutandoti a dare forma ai tuoi progetti di vita con soluzioni su misura, accompagnandoti nelle scelte più importanti per il tuo futuro e quello della tua famiglia.



LA GRANDE OCCASIONE PER I GESTORI di Giuseppe Riccardi



Tempi duri per i gestori, ma anche una grande occasione. In questo periodo, quando si parla con un money manager, con un analista o anche con un sales manager, si sente dire esclusivamente che l'attacco all'Iran, con il conseguente rialzo del petrolio e del gas, ha portato una serie di incognite enormi, con un futuro che è sempre più difficile da predire. Per di più, in un quadro generale in cui tutto ciò che è collegato all'intelligenza artificiale sta cambiando anche situazioni che venivano considerate consolidatissime. Basti pensare a tutto il settore software, reduce peraltro da risultati 2025 splendidi. Ma qualcuno oggi ha detto che l'Ai va a sostituire pesantemente tutta la tradizionale parte soft e per le società che operano in questo

campo è scattata un'ondata di vendite sui mercati. Come viene raccontato nella nostra cover story «l'S&P North American Software Index ha registrato una perdita di oltre il 30% dai massimi dell'inizio dello scorso autunno fino a fine febbraio». A questo punto anche mettere in portafoglio i titoli che hanno sorpreso il mercato per utili eccellenti generalizzati non serve più a nulla. Chi ha allocato una parte dei capitali in queste azioni, ha oggettivamente fatto una scelta razionale, difficile da obiettare. Però chi acquista un fondo comune attivo si aspetta che un professionista della gestione sappia almeno limitare i danni in situazioni del genere, soprattutto dopo che è stato detto che, rispetto agli Etf, i prodotti gestiti dagli asset manager hanno

proprio il vantaggio di sapere virare verso porti tranquilli quando tutto va male, a differenza delle gestioni passive che hanno portafogli rigidi.

Ma, come dicevo, questa può essere per i gestori anche la grande occasione per dimostrare il loro valore. Se in questa situazione sapranno cogliere la grande opportunità che offre il mercato, si saranno assicurati un avvenire. In caso contrario, le polemiche fra sostenitori della gestione passiva contro coloro che puntano su quella attiva, saranno ulteriormente rinfocolate. È oggettivamente molto interessante vedere come finirà.



TOTALE INCERTEZZA di Pinuccia Parini

L'attacco d'Israele e degli Stati Uniti all'Iran ha scatenato una nuova guerra in Medio Oriente, con l'allargamento dei confini del conflitto alla regione. Se da un lato le motivazioni di Tel Aviv, per cui Teheran rappresenta una minaccia esistenziale, sono più immediate da riconoscere, quelle di Washington non sono chiarissime, se non all'interno di una strategia più generale di contenimento dell'influenza cinese nel mondo. Infatti, il blitz in Venezuela, le pretese sulla Groenlandia e adesso la guerra all'Iran potrebbero essere letti come la volontà politica dell'amministrazione Trump di fermare l'espansione del gigante asiatico. Il panorama che si ha di fronte non è di fa-

cile interpretazione ed è complicato da informazioni spesso contraddittorie. Ciò che è evidente è l'ondata di vendite sulle piazze finanziarie e il timore che quanto sta accadendo, se dovesse durare per lungo tempo, alimenterebbe le aspettative d'inflazione. L'impraticabilità dello stretto di Hormuz, l'aumento stratosferico dei costi dei noli marittimi e il possibile allungamento delle rotte delle navi per il trasporto delle merci sono fattori che potrebbero pesare negativamente sul contesto macroeconomico. L'escalation del conflitto sta facendo salire i costi energetici, con l'aumento dei prezzi di petrolio e gas naturale. Quest'ultimo è per l'Europa il vero problema. Nel Vecchio continente c'è stata una crescita dell'utilizzo del gas naturale liquefatto, di cui il Qatar detiene circa un quarto del mercato globale. Inutile dire che se la guerra dovesse con-

tinuare, potrebbe venire meno una fonte di approvvigionamento, i prezzi salirebbero e provocherebbero un ritorno dell'inflazione, fortemente contrastata negli ultimi anni da parte delle banche centrali. Le conseguenze di un simile scenario si tradurrebbero in un rialzo dei tassi d'interesse, che non lascerebbe gli Usa immuni e ne deteriorerebbero ulteriormente i conti pubblici.

Nel frattempo crescono le vittime della guerra: coloro che hanno perso la vita o sono stati costretti a sfollare. Alla tragedia in corso, si aggiunge il pericolo della mancanza d'acqua. Come riportato dal Wall Street Journal, potrebbero essere a rischio le centinaia di impianti di desalinizzazione lungo la costa del Golfo Persico, la principale fonte idrica per milioni di persone. A una settimana dal conflitto, ne sono già stati colpiti tre e risulta difficile capire perché ciò sia successo.

SOMMARIO

Numero 182
marzo 2026
anno 19

editore
Giuseppe Riccardi

direttore
Giuseppina Parini

vicedirettore
Boris Secciani (ufficio studi
e corrispondente dal Far East)

progetto grafico e impaginazione
Elisa Terenzio, Stefania Sala

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

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

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

direttore responsabile
Alessandro Secciani

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

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

immagini usate su licenza di
Shutterstock.com

3 EDITORIALE

6 GEOPOLITICA

Mozambico, gas, potere e il prezzo della stabilità

8 OSSERVATORIO ASIA

India, pensando al 2047

10 FACCIA A FACCIA

Maria Paola Toschi, global market strategist, J.P. Morgan Asset Management
«Affrontare la volatilità dei mercati»

Monica Defend, head of Amundi Investment Institute
«È in atto un cambio di regime»

14 IL PETROLIO TORNA PROTAGONISTA

La guerra cambia (e distrugge) tutto

LE CONSEGUENZE DEL CONFLITTO SUI MERCATI

La fine della concentrazione

LA TECNOLOGIA

Le stelle di ieri e i padroni del futuro

LE ALTERNATIVE AI GIGANTI DELL'AI

Tanti titoli pronti a ripartire



32 FLOSSBACH VON STORCH

L'hangover finale

34 COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

Investire in aziende competitive che creano valore

37 FOCUS BOND

Obbligazioni, cercare valore in tempi complessi



48 OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE

Ai, un nuovo driver di crescita, ma anche rischi

52 KELONY

Il Rinascimento dell'Europa: è la nuova frontiera degli investimenti

56 OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA

La (ri)scoperta dell'argento

60 LA FINANZA E LA LEGGE

Sono arrivati i chiarimenti di Esma

62 BANCA GENERALI

Innovazione e selezione motori di crescita

63 ARTE

Il Barocco come patrimonio condiviso:
a Forlì il "Gran Teatro delle Idee"
unisce i grandi musei europei

65 CONSULENTI&RETI

Maurizio Primanni



Allianz Income & Growth

Beneficiare di molteplici fonti di rendimento

Sei alla ricerca di maggiore diversificazione e opportunità di rendimento?

Allianz Income & Growth è la soluzione innovativa per ottimizzare la gestione della volatilità nei mercati e aiutarti a raggiungere le tue esigenze finanziarie di lungo termine.

Investi in una **combinazione di tre asset class statunitensi**: obbligazioni high yield¹, obbligazioni convertibili² e azioni. Il giusto mix per massimizzare il rendimento e la crescita del capitale nel tempo.

Tre asset class, un unico obiettivo: unire “reddito” e “crescita” per cogliere le potenzialità del mercato americano.

Per approfondimenti
scansiona il QR code



1 Le obbligazioni high yield (ad alto rendimento) sono titoli di debito emessi da società con rating creditizio inferiore al settore investment grade e sono generalmente soggette a un rischio e potenziale di rendimento più elevati.

2 Le obbligazioni convertibili sono titoli obbligazionari il cui possessore ha facoltà di decidere se convertirli in titoli azionari a una certa scadenza e a un tasso di conversione prestabilito.

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.

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 Income and Growth 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. I prodotti d'investimento descritti potrebbero non essere autorizzati al collocamento in tutte le giurisdizioni o a determinate categorie di investitori. Per una copia gratuita del prospetto informativo, dei documenti istitutivi, delle ultime relazioni contabili annuale e semestrale 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.

Mozambico, gas, potere e il prezzo della stabilità

a cura di Mark William Lowe

Il Mozambico si estende lungo la costa sud-orientale dell'Africa, affacciandosi sull'Oceano Indiano e sulle rotte marittime che collegano l'Africa meridionale all'Asia e al Golfo, e confina con Tanzania, Malawi, Zambia, Zimbabwe, Sudafrica ed Eswatini. Con una popolazione di circa 37 milioni di persone, è geograficamente vasto, ma economicamente modesto, poiché la sua produzione totale rimane limitata rispetto ai mercati emergenti più grandi. Secondo la Banca Mondiale, il Pil nominale è appena superiore a 22 miliardi di dollari, mentre il Fondo Monetario Internazionale prevede una crescita di circa il 3-4% nel 2026, cifre che indicano una graduale espansione più che una rapida trasformazione.

UN PAESE POVERISSIMO

Il Mozambico rimane uno dei paesi più poveri dell'Africa, dove l'agricoltura impiega gran parte della popolazione e le esportazioni sono concentrate in un numero limitato di grandi progetti come l'alluminio e il carbone, lasciando l'economia esposta a shock esterni ed eventi climatici. I cicloni e le inondazioni sono diventati eventi frequenti piuttosto che disastri isolati, danneggiando le infrastrutture ed esercitando un'ulteriore pressione sulle finanze pubbliche. Il debito pubblico rimane elevato rispetto al reddito nazionale e riflette gli scandali passati sui prestiti e la debole supervisione finanziaria e, sebbene le relazioni con i partner internazionali siano migliorate, il Paese continua a dipendere dal sostegno esterno per mantenere la stabilità fiscale. Inoltre, la crescita demografica è rapida, il che

significa che ogni anno centinaia di migliaia di giovani mozambicani entrano nel mercato del lavoro, aumentando la pressione sulla creazione di nuovi impieghi, sulle infrastrutture urbane e sui servizi sociali, e rendono l'accelerazione economica non solo auspicabile, ma necessaria per la coesione sociale.

CONTINUITÀ POLITICA

Dal punto di vista politico, il Mozambico è una repubblica presidenziale in cui l'autorità esecutiva è forte e la continuità ha caratterizzato il periodo post-indipendenza. Dal 1975, anno in cui il Paese ha ottenuto l'indipendenza dal Portogallo, il potere è rimasto nelle mani del Fronte di Liberazione del Mozambico, noto come Frelimo. L'attuale presidente, Daniel Chapo, ha prestato giuramento il 15 gennaio 2025 dopo le elezioni dell'ottobre 2024, diventando sia capo dello stato, sia capo del governo. È anche il primo presidente nato dopo l'indipendenza, un dettaglio generazionale che ha un peso simbolico in un sistema politico ancora plasmato dalla storia della liberazione.

Le elezioni hanno confermato il predominio del Frelimo, ma non hanno eliminato le tensioni politiche, poiché i gruppi di opposizione hanno messo in dubbio

l'integrità del voto e in diverse città sono seguite proteste che hanno portato a episodi di violenza e a una forte risposta da parte delle forze di sicurezza.

I risultati ufficiali hanno dato a Chapo una netta maggioranza sul suo sfidante più vicino, Venâncio Mondlane, ma le conseguenze delle elezioni hanno dimostrato che la stabilità politica in Mozambico si basa su un delicato equilibrio più che su un ampio consenso. La guerra civile terminata nel 1992 continua a plasmare la memoria nazionale e la storica divisione tra il Frelimo e l'ex movimento ribelle Renamo (Resistenza Nazionale Mozambicana) continua a influenzare la vita politica e ricorda agli osservatori che la stabilità è stata mantenuta attraverso il controllo e la continuità e non con l'alternanza al

“ Con una popolazione di circa 37 milioni di persone, è geograficamente vasto, ma economicamente modesto, poiché la sua produzione totale rimane limitata rispetto ai mercati emergenti più grandi ”

potere. Il fatto che più della metà della popolazione sia nata dopo la fine della guerra civile aggiunge un ulteriore livello di complessità, perché le generazioni più



giovani sono meno legate alle narrazioni sulla liberazione e più concentrate sull'occupazione, i servizi pubblici e le opportunità economiche.

LA PROMESSA DEL GAS

Al di là di questi vincoli strutturali e politici, si profila la prospettiva economica più importante per il Paese, ossia le grandi riserve di gas offshore scoperte nel bacino di Rovuma, che hanno il potenziale di trasformare le finanze pubbliche e le entrate in valuta estera nel lungo termine. Nel gennaio 2026, TotalEnergies ha confermato la ripresa del suo progetto Mozambique Lng, dopo avere revocato la sospensione imposta nel 2021. Il progetto, situato nella provincia di Cabo Delgado, è destinato a produrre oltre 13 milioni di tonnellate di gas naturale liquefatto all'anno, con le prime esportazioni previste verso la fine del decennio. Per un'economia delle dimensioni di quella del Mozambico, le entrate previste sono notevoli e potrebbero modificare in modo decisivo la posizione fiscale del Paese.

Tuttavia, il calendario è fondamentale, perché il Mozambico rimane in una fase in cui le aspettative sono elevate, ma le entrate non

si sono ancora concretizzate, il che significa che lo stato deve gestire il debito, la spesa sociale e i costi per la sicurezza in attesa di entrate che potrebbero arrivare solo intorno al 2029. Questo divario tra promesse e risultati definisce l'attuale momento economico, in cui il governo cerca di rassicurare sia gli investitori, sia i cittadini sul fatto che la trasformazione avverrà, affrontando al contempo le pressioni fiscali immediate. Inoltre, i mercati globali del gas sono essi stessi soggetti a cicli di prezzo e cambiamenti geopolitici, il che significa che il valore finale delle esportazioni del Mozambico dipenderà non solo dalla stabilità interna, ma anche dalla domanda e dalla concorrenza internazionali.

SICUREZZA A CABO DELGADO

I progetti sul gas sono situati a Cabo Delgado, una provincia settentrionale che dal 2017 è stata colpita da una violenta insurrezione legata a un movimento estremista locale alleato con la Provincia dell'Africa Centrale dello Stato Islamico, e questa continua minaccia alla sicurezza ha ripetutamente messo in discussione la capacità dello stato di garantire una stabilità duratura. Nel 2021 la violenza ha costretto alla sospensione della realizzazione di infrastrutture per l'estrazione di Lng

e, sebbene un successivo intervento militare, sostenuto da partner stranieri, abbia ripristinato un certo grado di controllo, l'insurrezione non è stata completamente debellata, ma è riapparsa sotto forma di attacchi più piccoli ma persistenti, che continuano a mettere alla prova la sicurezza.

Il Mozambico ha ricevuto assistenza dal Ruanda, che ha schierato truppe per aiutare a proteggere le aree chiave intorno al sito del gas, e il sostegno della Comunità di sviluppo dell'Africa australe. Importante anche la formazione da parte dei partner occidentali che ha creato una presenza di sicurezza a più livelli e ha migliorato le condizioni intorno alle principali infrastrutture. Tuttavia, il modello è stato il contenimento piuttosto che la risoluzione definitiva e, in passato, il Mozambico ha creduto che la minaccia fosse sotto controllo, solo per vedere la violenza tornare in nuove forme, una realtà che gli investitori non possono ignorare. La spesa per la sicurezza ridurrà inevitabilmente il beneficio netto dei futuri proventi del gas e i ritardi hanno già posticipato di diversi anni le entrate previste.

IL SOSTEGNO ESTERNO

Allo stesso tempo, il Paese rimane dipendente dai finanziamenti esterni e nel febbraio 2026 la Banca Mondiale ha delineato un pacchetto di circa 6 miliardi di dollari Usa in cinque anni, in gran parte a condizioni agevolate, garantendo stabilità e segnalando il sostegno internazionale. Tuttavia, i finanziamenti agevolati non eliminano la debolezza strutturale e il debito pubblico resta elevato, mentre le esigenze sociali rimangono considerevoli, richiedendo un'attenta gestione negli anni prima che le entrate energetiche si concretizzino.

CONCLUSIONI

Il Mozambico si trova, quindi, tra la fragilità strutturale e il potenziale strategico e la questione centrale è se il governo sarà in grado di mantenere la stabilità politica, la disciplina fiscale e il controllo della sicurezza abbastanza a lungo da raggiungere la fase di produzione dei suoi progetti gasieri senza ulteriori interruzioni. Il Paese potrebbe ancora diventare un importante esportatore di energia, ma per il momento rimane uno stato che gestisce il rischio in attesa del gas, e i mercati continueranno a valutarlo in base alla sua capacità di preservare questo equilibrio per il resto del decennio.

India, pensando al 2047

a cura di **Pinuccia Parini**

Il primo ministro Modi, lo scorso febbraio, aveva affermato che l'India è passata da essere l'undicesima economia mondiale circa due decenni fa a diventare una delle prime potenze globali, con l'obiettivo concreto di raggiungere il terzo posto entro pochi anni. E in quest'ottica si inserisce il Budget dell'Unione 2026-2027, da cui emerge il forte impegno dell'attuale amministrazione nel fare emergere l'India come potenza manifatturiera globale.

IL BILANCIO DELL'UNIONE

Il 1° febbraio, la ministra delle finanze, Nirmala Sitharaman, ha presentato il bilancio dell'Unione: l'elemento chiave è +7,7% di aumento della spesa rispetto al periodo 2025-2026. L'obiettivo di spesa in conto capitale per il prossimo anno finanziario è cresciuto di circa il 9%. Tra l'altro, anche quella per la difesa ha registrato un incremento superiore al 20% sullo sfondo dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche a livello globale. Il governo si è inoltre impegnato a sostenere la produzione in una serie di settori strategici, (tra i quali i semiconduttori) in un contesto caratterizzato dal rallentamento degli investimenti privati e dall'uscita di capitali stranieri dall'India. In questa direzione è stata proposta un'ensione fiscale fino al 2047 per le società cloud straniere che investono in datacenter nel Paese e forniscono servizi a livello globale. Il bilancio ha anche annunciato nuovi mega-parchi tessili per migliorare la competitività delle esportazioni indiane nell'industria dell'abbigliamento.

Lo scenario che fa da sfondo al budget vede le attese di crescita tra il 6,8% e il 7,2% per l'anno 2026-2027, con un'inflazione intorno al 3%, il disavanzo fiscale del 4,3 % e il rapporto debito/Pil del 55,6%. Dopo avere ricordato le riforme strutturali di ampia portata, la prudenza fiscale

e la stabilità monetaria, insieme alla forte spinta agli investimenti pubblici, la ministra ha parlato di costruzione di capacità produttiva interna, sicurezza energetica e riduzione delle dipendenze critiche dalle importazioni che hanno permesso non solo l'aumento del Pil, ma anche di «compiere progressi sostanziali nella riduzione della povertà e nel miglioramento delle condizioni di vita della nostra popolazione». ¹ Nel presentare il budget, Nirmala Sitharaman ha descritto «un contesto esterno in cui il commercio e il multilateralismo sono in pericolo e l'accesso alle risorse e alle catene di approvvigionamento è compromesso. Le nuove tecnologie stanno trasformando i sistemi di produzione, aumentando notevolmente la domanda di acqua, energia e minerali critici».

Tuttavia, tutto ciò non intralcerà il raggiungimento del Viksit Bharat 2047, la visione per rendere l'India una nazione sviluppata entro il 2047, che avverrà «bilanciando l'ambizione con l'inclusione».

In merito alle misure per il 2026-2027, tre sono

i compiti che il governo si è dato. Il primo è accelerare e sostenere la crescita economica, migliorando la produttività e la competitività e rafforzando la resilienza alle instabili dinamiche globali. Il secondo è la soddisfazione delle aspirazioni dei cittadini, rendendoli partecipi della crescita del Paese. Il terzo è garantire che

ogni famiglia, comunità, regione e settore abbia accesso alle risorse, ai servizi e alle opportunità. Per rendere ciò possibile, ha dichiarato la ministra, va sostenuto lo slancio delle riforme strutturali, creare un settore finanziario solido ed essere all'avanguardia in campo tecnologico.

IL PROSSIMO DECENNIO

Modi, che ha fissato l'obiettivo di raggiungere lo status di paese ad alto reddito entro il 2047 in coincidenza con il centenario dell'indipendenza, ha elencato tre priorità per il prossimo decennio: maggiori riforme strutturali, approfondimento dell'innovazione e semplificazione della governance. In occasione dell'Et Now Global Business Summit 2026 in New Delhi, tenutosi

“ Il 1° febbraio, la ministra delle finanze, Nirmala Sitharaman, ha presentato il bilancio dell'Unione: 7,7% di aumento della spesa rispetto al periodo 2025-2026. L'obiettivo di spesa in conto capitale per il prossimo anno finanziario è aumentato di circa il 9% ”

lo scorso febbraio, il primo ministro ha osservato che l'India contribuisce attualmente per oltre il 16% alla crescita globale e si è detto fiducioso che questa quota continuerà ad aumentare, sino a diventare il nuovo motore dell'economia globale. Nella stessa occasione, ha ricordato la decisione presa oltre 10 anni fa di creare la Niti

Aayog, ufficialmente definito come «il principale think tank di politica pubblica del governo indiano e l'agenzia nodale incaricata di catalizzare lo sviluppo economico e promuovere il federalismo cooperativo attraverso il coinvolgimento dei governi statali nel processo di definizione delle politiche economiche utilizzando un approccio bottom-up». Secondo il premier, la nascita di questa istituzione anticipava, nel 2015, ciò che sarebbe successo negli anni a venire: la consapevolezza che l'ordine globale del dopoguerra, basato su un "modello" che avrebbe dovuto essere universalmente adottato, si sarebbe inevitabilmente indebolito e ciascun paese avrebbe dovuto tracciare il proprio percorso di sviluppo. Così ha fatto l'India, che ha trovato in questa politica «la fiducia necessaria per prendere decisioni nel proprio interesse» e attuare una serie di riforme non nate per necessità, ma per creare un proprio percorso di crescita che le permettano di competere a livello globale.

RAFFORZARE LA PRODUTTIVITÀ

Ma una delle questioni da affrontare, in un paese che ha l'ambizione di diventare una potenza manifatturiera, è la produttività. Secondo uno studio del Fondo Monetario Internazionale, il rafforzamento dell'innovazione potrebbe contribuire ad aumentare la crescita della produttività, che negli ultimi due decenni è già stata notevole, del 40%. Il dato sarebbe il risultato di un migliore sostegno all'innovazione, anche attraverso l'eliminazione delle barriere commerciali. «Questo significativo dividendo di produttività sarebbe come aggiungere all'economia indiana ogni decennio la produzione dello stato del Karnataka, il quarto per produzione della nazione».²

La questione di fondo è che la produttività dell'India, misurata come incremento dell'output totale ottenuto aggiungendo un'unità di lavoro, è stata irregolare: bene il settore dei servizi, guadagni modesti nel comparto manifatturiero, mentre rimane molto indietro l'agricoltura che impiega il 40% della forza lavoro. «Un lavoratore aggiuntivo nel settore dei servizi produce più di quattro volte rispetto a uno nel settore agricolo con lo stesso livello di istruzione: ciò sottolinea i grandi potenziali guadagni derivanti dal trasferimento dell'attività ad altri settori dell'economia».

A ciò si aggiunge un altro aspetto, già a suo tempo menzionato da Fondi&Sicav, ossia la quota insolitamente elevata di microimprese: «Quasi tre quarti delle fabbriche impiegano meno di cinque lavoratori retribuiti» e realizzano meno del 20% della produzione per lavoratore delle

loro controparti di grandi dimensioni. Il livello di queste imprese rimane tale per lunghi periodi a causa di «complessi requisiti di conformità, rigide normative sul lavoro e regole del mercato dei prodotti che scoraggiano la crescita. Allentare questi vincoli aiuterebbe le imprese a espandersi e, di conseguenza, aumenterebbe notevolmente la produttività».

IL RUOLO DELL'INNOVAZIONE

Oltre alle dimensioni molto contenute, sempre in base allo studio del Fmi, le società indiane sono caratterizzate da uno scarso dinamismo che limita un'efficiente allocazione delle risorse e permette di sopravvivere ad aziende che non generano utili a sufficienza per «coprire i costi di finanziamento, ma continuano ad assorbire capitale e manodopera». Inoltre, l'innovazione è rimasta limitata. «L'India investe meno in ricerca e sviluppo rispetto alla media delle economie dei mercati emergenti del Gruppo dei Venti, e poche imprese si dedicano a questa attività, con un'adozione limitata della tecnologia straniera. Le realtà più grandi tendono a innovare di più, mentre quelle più piccole hanno più ostacoli alla crescita e al miglioramento».

Il rafforzamento dell'innovazione dovrebbe portare a sostanziali aumenti di produttività. Da questo punto di vista, l'intelligenza artificiale potrebbe ricoprire un ruolo significativo, ma «la sua adozione rimane disomogenea: i datori di lavoro citano la carenza di competenze, l'adeguatezza degli strumenti e le difficoltà di integrazione». Per tali ragioni è necessario investire ulteriormente nelle infrastrutture digitali, nel formare i lavoratori e nel proteggere chi potrebbe perdere il lavoro.

ACCORDO CON USA ED EUROPA

Nel frattempo, dall'inizio dell'anno l'India ha conseguito due risultati significativi. Lo scorso 27 gennaio ha raggiunto uno storico accordo commerciale di libero scambio con l'Unione Europea, che ha lo scopo di rafforzare i legami economici tra le due parti in uno scenario di acute tensioni geopolitiche e ridefinizione delle relazioni internazionali. «È il più grande accordo di libero scambio della storia indiana», ha commentato Narendra Modi.

Il 6 febbraio, invece, l'amministrazione Trump, in un comunicato congiunto, ha dichiarato il raggiungimento di un trattato che prevede che l'India aprirà il proprio mercato alle importazioni Usa, mentre le esportazioni indiane verso gli Stati Uniti saranno soggette a una tariffa "reciproca" del 18%, rispetto al precedente 25%. L'intesa è stata raggiunta dopo l'impegno dell'amministrazione indiana a non acquistare più il petrolio russo. Sono due momenti rilevanti per il Paese, ma non bastano ad alimentare in modo significativo la crescita, se non saranno accompagnati da profonde riforme che facilitino il mondo dell'impresa e, soprattutto quello del lavoro. A ciò si aggiungono anche i potenziali effetti della guerra nel Golfo. Ci potrebbero essere gli effetti dell'aumento dei prezzi di petrolio e gas, considerando inoltre che lo stretto di Hormuz è un importante punto di passaggio nel trasporto di queste fonti energetiche; dal Medio Oriente arriva circa il 38% delle rimesse di lavoratori indiani e la regione è anche per Delhi un importante territorio di sbocco per le esportazioni.

1. https://www.indiabudget.gov.in/doc/budget_speech.pdf

2. <https://www.imf.org/en/news/articles/2026/01/28/cf-business-growth-and-innovation-can-boost-indias-productivity>



Affrontare la volatilità dei mercati

a cura di Pinuccia Parini

Lo scontro in atto in Medio Oriente aprirà una fase di instabilità per i mercati?

«L'attacco di Usa e Israele all'Iran apre un nuovo capitolo dei conflitti in Medio Oriente. Si è dinanzi a una crisi la cui durata potrebbe essere una delle pregiudiziali di fondo per capire come potranno essere impattate l'economia globale e i mercati finanziari. In questo senso, il rincaro del prezzo di petrolio e gas è ovviamente un elemento di preoccupazione, ma ciò che ritengo possa essere il rischio maggiore è la chiusura per un lungo periodo dello stretto di Hormuz da cui transita circa il 25% del petrolio e il 20% del gas mondiale. Gli effetti di ciò potrebbero tradursi in un marcato rallentamento economico e un aumento dell'inflazione».

All'interno di uno scenario così com-

plesso, come valuta la situazione macroeconomica?

«L'economia americana resta solida con una crescita prossima al 2% e la disoccupazione ancorata intorno al 4%; la stagione degli utili societari ha mostrato una crescita forte e i bilanci delle aziende sono solidi. Una potenziale crisi petrolifera avrà effetti diversi in base alla dipendenza energetica di ogni paese. In questo senso, gli Stati Uniti, essendo una nazione esportatrice netta di energia, potrebbero subire più gli effetti legati all'inflazione che alla recessione. Più vulnerabili, invece potrebbero essere l'Europa e l'Asia, visto che sono importatori netti di gas e petrolio. Ciò nonostante, rispetto al recente passato, va ricordato che le economie avanzate hanno efficientato l'utilizzo delle fonti energetiche e ne hanno ridotto il consumo».



Analizzando i mercati finanziari, in quale fase del ciclo economico potremmo trovarci, senza considerare gli eventi degli ultimi giorni?

«In base a come si sono mossi i settori del comparto azionario, potremmo trovarci nella fase finale di un ciclo in cui, solitamente, i titoli migliori appartengono ai comparti più difensivi ed è lo stile value a riportare, in termini relativi, una migliore performance. Si tratta di un comportamento controintuitivo, se si pensa al periodo che si sta attraversando, in cui i dati macroeconomici non indicano a tendere un rallentamento e i bilanci delle aziende sono in buona salute. Inoltre, se dovessi interpretare quanto accaduto dalla fine del 2025, direi che sta rientrando quella fase di esuberanza in cui l'attività del mercato si era concentrata su un pugno di titoli, per lasciare posto a una maggiore selettività degli investitori. Ciò vale anche tra le "Magnifiche 7", sia per quanto riguarda le singole società, sia per l'impatto che l'utilizzo delle nuove tecnologie avrà sulle differenti industrie. Ritengo, in altre parole, che l'approccio più cauto nei confronti del mercato sia dettato dalla necessità non tanto di proteggere il portafoglio da un deterioramento dell'attività economica, bensì dalla eventuale volatilità che potrebbe essere generata proprio da quelle azioni che sono state le leader incontrastate del mercato negli ultimi due anni».

Significa che gli investitori, alla luce delle esperienze passate, sono diventati più attenti a non farsi trascinare dall'euforia?

«Sono accaduti nel passato simili episodi che, o per esperienza diretta, o semplicemente perché oggetto di studio, sono diventati veri e propri insegnamenti per gli investitori. Sono stati periodi, come quello del lancio del personal computer o delle dot.com, caratterizzati da un'euforia iniziale cui poi è subentrata una fase dove le allocazioni nei portafogli sono state guidate da scelte compiute con criteri molto più rigorosi. Quando si è dinanzi a un'innovazione tecnologica è necessario riflettere sulle possibili ricadute e prestare grande attenzione agli effetti a catena; in particolare occorre considerare quali ambiti potrebbero essere penalizzati. Basterebbe pensare, ad esempio, a che cosa sta succedendo attualmente nel settore del software con il lancio da parte di Anthropic di Claude Opus 4.6, in cui sono state sperimentate tecniche innovative per addestrare i propri modelli, lanciando anche una serie di strumenti destinati a specifiche aree di business per ese-

guire analisi finanziarie, fare ricerche, utilizzare e creare documenti, fogli di calcolo e presentazioni. Un altro caso è quello delle imprese che offrono consulenza e servizi informatici, tra cui il colosso indiano Tata Consulting Services, che stanno soffrendo per gli sconvolgimenti che l'intelligenza artificiale sta provocando nell'offerta di prodotti alle imprese. Ma anche all'interno degli stessi hyperscaler si stanno palesando alcune differenziazioni, con Alphabet che sta emergendo come uno degli operatori più forti, nonostante all'inizio non fosse percepita come tale».

Lo scorso anno le azioni europee hanno fatto meglio di quelle Usa. È venuto meno l'eccezionalismo americano?

«Il quarto trimestre 2025 della stagione dei risultati aziendali americani è stato fortissimo: 12% di crescita, di cui il 50% generato ancora dalle "Magnifiche 7", e stime battute dall'80%. Indubbiamente, se si analizzano i dati nel dettaglio, emerge che l'ampiezza del superamento delle previsioni si è assottigliata, ma la forza delle imprese statunitensi c'è ed è ancora molto rilevante. Anche in Europa la campagna dei risultati è stata positiva, ma meno brillante. Il corso al rialzo degli indici è stato più guidato dalle aspettative del diverso approccio all'investimento pubblico della Germania, con ricadute molto forti per le aziende che saranno coinvolte, in particolare nell'ambito delle infrastrutture, e per la solidità dimostrata dai settori finanziario e della difesa. Ma c'è stato un altro grande cambiamento che ha riguardato l'Europa: dopo un decennio di fortissimi deflussi in campo azionario, c'è stata un'inversione di tendenza i cui effetti si sono riflessi anche sul tasso di cambio. Ora il Vecchio continente dovrà dimostrare di sapere soddisfare le aspettative e recuperare in parte il divario che si è creato con gli Usa per quanto riguarda la crescita, sia economica, sia degli utili aziendali. Quindi, per rispondere alla domanda, è necessario che la ripresa europea, se la crisi medio-orientale dovesse chiudersi in tempi brevi, offra segnali tangibili prima di potere fare delle ipotesi sul futuro».

Quali sono, al momento attuale, le variabili da tenere in considerazione nel decidere le strategie d'investimento?

«In generale, poiché siamo ancora in una fase espansiva, sia negli Usa, sia in Europa, che dovrebbe sostenere il ciclo economico, sarà opportuno monitorare quali saranno le evo-

luzioni future. Teniamo comunque presente che c'è una serie di elementi che dovrebbero mitigare gli impatti di quanto sta avvenendo nel Golfo; il più significativo è l'aumento consistente della spesa pubblica da parte delle economie avanzate. In America, dovrebbero esserci, a breve, i rimborsi fiscali del One Big Beautiful Bill Act, mentre in Europa dovrebbero diventare più consistenti gli effetti dell'ingente pacchetto tedesco con investimenti in infrastrutture e difesa, che potrebbe conoscere un'accelerazione della messa a terra per la crisi in corso. È indubbio che, se la volatilità dovesse persistere, sarebbe consigliabile privilegiare titoli di qualità e settori difensivi, mantenendo un'ampia diversificazione dei portafogli. E visto che il timore maggiore è il ritorno dell'inflazione, l'utilizzo di strategie alternative potrebbe fungere da protezione degli investimenti».

Qual è l'incognita più grande sui mercati?

«L'inflazione, che prima dello scoppio della nuova guerra sembrava "troppo" sotto controllo in un quadro in cui la politica monetaria e quella fiscale sono espansive, i consumi tengono e gli investimenti salgono. Una sorpresa al rialzo delle attese d'inflazione potrebbe avere un effetto negativo. Al momento i mercati hanno già riprezzato gli interventi che potrebbero arrivare nel corso dell'anno: per la Fed i tassi forward evidenziano che la stima dei tagli è passata a 50 punti base dai circa 70 punti base prima della crisi».

Quindi anche quest'anno la politica e la geopolitica leggeranno sui mercati?

«Sì, probabilmente creando della volatilità, ma senza determinarne la tendenza, perché alla fine per i mercati contano i numeri, ossia lo stato di salute dell'economia e delle imprese. C'è una lezione importante che abbiamo imparato dal passato. In concomitanza di crisi geopolitiche, uscire dai mercati, che spesso è la reazione emotiva degli investitori, e aumentare la liquidità in portafoglio sono scelte fortemente penalizzanti sul medio periodo. Abbiamo calcolato che storicamente, portafogli 60/40 ben bilanciati e diversificati, ha fatto registrare una performance superiore alla liquidità già un anno dopo lo scoppio dei vari episodi di crisi, cosa che diventa ancora più eclatante dopo tre anni. In media, un portafoglio 60/40 ha sovraperformato la liquidità di quasi il 10% a un anno e oltre il 20% a tre anni dopo gli eventi di crisi degli ultimi decenni».

È in atto un cambio di regime

a cura di Pinuccia Parini

La guerra nel Golfo rischia di essere un'incognita per i mercati. Qual è la sua opinione a tale proposito?

«La situazione è fluida e avrà conseguenze geopolitiche ed economiche, la cui portata dipenderà dalla durata di questa crisi, da quanto a lungo il canale di Hormuz resterà chiuso per il transito del petrolio e dai danni alle infrastrutture nell'area. Il prezzo del greggio, che rappresenta il principale canale di trasmissione macroeconomico, sembra già scontare un elevato premio al rischio geopolitico. Lo scenario è pertanto complesso e ci attendiamo che la volatilità resti molto alta nel breve termine, con le azioni americane favorite, forti della maggiore indipendenza energetica degli Stati Uniti, e il dollaro in rafforzamento. Nel medio termine, pensiamo

che tornerà a essere dominante il tema della diversificazione verso mercati che ricercheranno una maggiore autonomia strategica, come l'Europa o il Giappone. In una fase di disordine controllato, la diversificazione è la chiave per generare rendimenti sostenibili».

Si può leggere quanto sta succedendo in Medio Oriente come un cambio di regime?

«La crisi iraniana rafforza uno spostamento strutturale che stiamo evidenziando da tempo: la geopolitica sta tornando a essere un fattore macro di natura ricorrente. Ci stiamo muovendo sempre più verso un contesto di disordine controllato, in cui gli shock generano rotazione e dispersione, piuttosto che una direzione di mercato uniforme».



Tornando al contesto economico pre-attacco all'Iran, nella relazione sullo Stato dell'Unione il presidente americano ha menzionato dati macro inesatti. Come ci si relaziona dinanzi a una simile situazione?

«In queste circostanze, come ricordato dalla presidente della Bce Christine Lagarde durante il World Economic Forum (Wef) a Davos, è fondamentale definire i numeri con precisione. Nel mio lavoro mi attengo a un approccio basato sull'analisi di dati oggettivi e questo modus operandi mi permette di valutare la credibilità delle dichiarazioni. In un contesto così complesso come l'attuale, è ancora più importante che ciò avvenga, affinché non si lasci spazio a mere speculazioni. Ridurre l'incertezza resta complicato, soprattutto quando si tratta di fare delle previsioni: il caso dei dazi, è un chiaro esempio di come lo scenario di fondo possa improvvisamente cambiare. Bisogna quindi ancorarsi ai fondamentali macro e microeconomici, perché sono elementi tangibili. Nel caso di una situazione incerta come quella che stiamo vivendo in questi giorni, per derivare l'esposizione al rischio e l'asset allocation analizziamo l'evoluzione di diversi scenari geo-economici e le conseguenze di investimento che ciascuno di essi può comportare».

Non crede che il ruolo della "mano pubblica" sia diventato più importante negli Stati Uniti?

«Alcuni esempi recenti hanno messo in luce relazioni più strette tra attori pubblici e privati, come in occasione dell'insediamento di Donald Trump, cui hanno partecipato alcuni tra gli imprenditori più importanti del Paese. Tuttavia, decisioni come quella della Corte Suprema dimostrano che i meccanismi di controllo e bilanciamento funzionano correttamente. E, tornando alla domanda, è indubbio che si stia vivendo un nuovo momento storico, non solo negli Stati Uniti. Ad esempio, è interessante notare che, in occasione della conferenza sulla sicurezza tenutasi lo scorso febbraio a Monaco, la presidente Christine Lagarde ha annunciato una misura di carattere monetario: dal terzo trimestre di quest'anno, la fornitura di liquidità in euro sarà più efficace e flessibile per sostenere la trasmissione regolare della politica monetaria dell'area. Ritengo che

sia un cambiamento epocale che una simile dichiarazione venga fatta in occasione di un incontro non strettamente dedicato a una banca centrale e annunciato con così largo anticipo. In questo modo la politica monetaria entra nel complesso quadro della geo-economia e diventa uno strumento da gestire attivamente per affrontare un cambio di regime, eliminando il rumore che si crea attorno a determinati avvenimenti».

Al netto del focus attuale sulla situazione in Iran, quali sono i temi che continuate a guardare con interesse?

«Sicuramente il tema dell'intelligenza artificiale (Ai): la sostenibilità degli investimenti, gli impatti sui diversi settori, come le correzioni nel mercato software, e, non da ultimo, l'impatto sul mercato del lavoro. Quest'ultimo è un argomento che è stato ampiamente toccato durante il World Economic Forum: non sono state fornite risposte definitive, ma è emersa in modo chiaro la consapevolezza del rischio che l'Ai possa influire sulle disparità sociali. Il report pubblicato da Citrini Research, che ha provocato un'ondata di nervosismo sui mercati, dipinge uno scenario (non si tratta di una previsione) in cui i sistemi autonomi di Ai nel 2028 avranno sconvolto l'economia americana. In Amundi, nelle previsioni di lungo termine, stiamo incorporando l'impatto di questa tecnologia tenendo conto delle diverse dinamiche sociali che potrebbe generare come contraltare all'aumento della produttività, avvenuto in tempi più brevi del previsto negli Stati Uniti».

Invece sull'Europa ha visto un cambio di passo alla luce delle sfide geopolitiche ed economiche che ci attendono?

«Sono sempre stata ottimista nei confronti dell'Unione Europea, anche per i riscontri che ho avuto partecipando ad alcuni consessi internazionali in cui i decisori politici del Vecchio continente hanno dimostrato di avere una visione realistica di ciò che deve essere fatto. All'inizio di quest'anno, in occasione del convegno del Wef a Davos, ho rilevato un significativo cambio di passo che è emerso da parte della Bce e in seguito durante l'incontro tenutosi a Monaco. E non è un caso che all'incontro del 12 febbraio abbiano partecipato Mario Draghi ed Enrico Letta:

lo scopo era fornire un aggiornamento sull'Agenda dell'ex presidente della Bce e ribadire l'importanza di colmare il divario di competitività con "One Europe, One Market", la nuova tabella di marcia della Commissione, il cui obiettivo è realizzare un mercato unico pienamente integrato per il 2028. Si tratta di stendere le tappe di un programma grazie al quale gli investitori potranno misurare i progressi fatti. Un altro cambiamento che sta prendendo corpo in Europa è, ovviamente, quello della Germania che a Monaco ha confermato un sostanziale riorientamento della produzione industriale nell'ambito della difesa e dell'energia. La crisi attuale, inoltre, rafforza ulteriormente la necessità per l'Europa di perseguire l'autonomia strategica e l'indipendenza energetica».

Perché pensa che a Davos ci sia stato un cambio di passo dell'Europa?

«Alcuni interventi di Trump e della sua delegazione sono stati piuttosto critici nei confronti dell'Europa e la Ue ha avuto una reazione più decisa: si è avvertita una maggiore volontà di tradurre le parole in fatti. L'Europa ha preso atto che si è di fronte a un cambio di regime e che, se sinora si è lavorato su un modello di efficienza, da qui in avanti bisognerà impegnarsi a crearne uno di resilienza economica. I recenti accordi con Mercosur e India sono la dimostrazione di come la Ue abbia intenzione di agire all'interno del nuovo paradigma che sta emergendo e che è qui per restare».

E i rapporti tra Ue e Cina?

«C'è la consapevolezza che per l'Ue sia importante mantenere un'autonomia strategica rispetto, sia agli Usa, sia alla Cina. Tuttavia, l'atteggiamento verso la Repubblica Popolare non deve essere protezionista, bensì un modo per accelerare il miglioramento industriale dell'Europa, molto più focalizzata sulla specializzazione e sulla produttività. È necessario diventare competitivi, obiettivo non raggiungibile applicando dazi. La vera sfida del Vecchio continente è fare scala in determinati settori e sicuramente non mancano le risorse per finanziare questo sviluppo, visto l'elevato livello dei risparmi. È in quest'ottica che si colloca la Savings and investments union: rafforzare la capacità del sistema finanziario di collegare il risparmio agli investimenti produttivi».

La guerra cambia (e distrugge) tutto

di Boris Secciani

Cercare di predire che cosa avverrà nel panorama internazionale è impossibile: la situazione è fluida e, per quanto in qualche modo annunciata, era difficile prevedere che la guerra assumesse i contorni attuali. Sui mercati finanziari, il primo effetto tangibile è stato l'aumento del prezzo del greggio che, se dovesse prolungarsi con l'intensità della prima decade di marzo, potrebbe provocare uno shock petrolifero, che colpirebbe l'economia mondiale e, in particolare modo, i paesi non autosufficienti da un punto di vista energetico. Il 2026 è iniziato, per i mercati finanziari, all'insegna della diversificazione al di fuori della prima economia del mondo e della sua divisa con i preziosi a costituire una delle alternative più ricercate. Oggi, la guerra nel Golfo sembra avere cambiato le carte in tavola, ma è troppo presto per esprimere un giudizio

Mentre vengono scritte queste righe, la guerra fra Usa e Israele da una parte e l'Iran dall'altra ha appena superato la sua prima settimana e, chiaramente, in uno scenario del genere scrivere previsioni

accurate su che cosa potrà succedere in futuro è praticamente impossibile. Infatti, ciò cui stiamo assistendo è l'ennesima materializzazione di uno scenario fino a poco tempo fa da fantapolitica. È vero che la Repubblica Islamica, Israele e le potenze petrolifere sunnite per decenni hanno combattuto per procura in giro per il Medio Oriente numerosi conflitti dagli effetti distruttivi per le nazioni coinvolte, ma è altrettanto fuori discussione che i vari attori regionali avevano sempre evitato di spingersi oltre il baratro dello scontro diretto. In fondo anche la guerra dei 12 giorni lo scorso giugno era sembrata poco più che un pittoresco teatro politico fra nemici che mantenevano un minimo di lucidità.

IL CAMBIO DEL 28 FEBBRAIO

Da sabato 28 febbraio non è più così, gli Stati Uniti di Donald Trump sono entrati a piedi uniti in quella che rischia di essere la peggiore deflagrazione nel mondo arabo dai tempi dell'invasione dell'Iraq nel 2003. A fare in particolare impressione sono i missili balistici e i droni, finora in massima parte intercettati, che Teheran sta lanciando a grappoli sui maggiori centri di business del Golfo. Sicuramente i video dei grattacieli di Doha e Dubai colpiti (seppure di striscio), insieme alla chiusura di alcuni degli aeroporti più traf-



ficati del pianeta, forniscono un'immagine molto potente di quanto sta accadendo. All'improvviso, agglomerati di ricchezza e modernità da favola si trovano risucchiati nella brutalità dei paesi circostanti. Un vortice di odio e di violenza che deriva da un groviglio di fattori politici, economici, sociali e religiosi che risalgono agli albori della divisione fra sunniti e sciiti. Su tutto ciò l'avventurismo di Washington, di nuovo in versione neo-con, nonostante l'isolazionismo della base Maga, rischia di agire come il proverbiale elefante in un negozio di porcellane. Il pericolo è che il tutto si trasformi da semplice metafora delle fragilità della globalizzazione in un'altra ferale botta al sistema.

Allo stato attuale, peraltro, non è assolutamente chiaro quanto l'Iran potrà resistere e la quantità di danni che è in grado di infliggere nel vicinato. Non sorprendentemente un po' tutti si stanno cimentando in una serie di stime che vanno da una rapida fine delle ostilità, con un ritorno al solito guardarsi in cagnesco, al caos totale. Il punto nevralgico immediato, dalla cui situazione si potrà evincere molto sull'evoluzione di questo disastro, è lo stretto di Hormuz: per questo lembo di mare passa una quantità enorme di combustibili fossili (intorno a un quinto dei volumi mondiali), in gran parte diretti in Asia.

IL TUTTO PER TUTTO DELL'IRAN

Le truppe degli ayatollah sembra che stiano giocando il tutto per tutto rendendo inagibile lo snodo marittimo e la vita impossibile a chiunque si trovi da quelle parti. Sostanzialmente, l'impressione è che per gli apparati della teocrazia quella attuale venga percepita, probabilmente non a torto, come la battaglia finale che non si può perdere, pena la morte. E che è stata attesa con una visione millenaristica da generazioni. Dunque, il pericolo di vedere il tutto scivolare verso l'abisso non è inesistente.

Thomas Mucha, geopolitical strategist di **Wellington Management**, afferma: «Dal punto di vista degli investitori, la differenza chiave è il passaggio dalla deterrenza al warfighting diretto tra Stati Uniti e Iran. Ciò comporta due implicazioni principali. Primo, cambiano gli incentivi di Teheran. La retorica Usa si è spinta oltre obiettivi strettamente militari verso una pressione massima sul regime, riducendo gli incentivi iraniani alla moderazione e aumentando le probabilità di una risposta sostenuta, non solo simbolica. Secondo, si è ampliata la dimensione geografica del conflitto. Gli attacchi all'interno dell'Iran hanno già prodotto effetti in Israele e nel Golfo, aumentando il rischio che paesi terzi, infrastrutture civili e asset economici strategici vengano coinvolti, intenzionalmente o meno».



THOMAS MUCHA
geopolitical strategist
Wellington Management

“

Gli attacchi all'interno dell'Iran hanno già prodotto effetti in Israele e nel Golfo, aumentando il rischio che paesi terzi, infrastrutture civili e asset economici strategici vengano coinvolti, intenzionalmente o meno

”

L'APOCALISSE IMPROBABILE

All'estremo opposto l'eventualità di riuscire a spegnere l'incendio in fretta non è completamente peregrina. Infatti, a giudicare dalla risposta dei mercati, per il momento uno shock petrolifero di portata apocalittica non è considerato lo scenario centrale: c'è molta volatilità sui prezzi del greggio, che è senz'altro un problema, ma ancora non siamo nel territorio del puro caos. Probabilmente, se in qualche maniera si arrivasse a una faticosa ricucitura, allora le conseguenze sul lungo periodo sarebbero limitate. Infatti, come ricorda **Paolo Zanghieri**, senior economist presso **Generali Investments**, i pezzi da novanta che dominano questa cruciale risorsa sono

comunque disposti ad aprire i rubinetti: «L'Opec+ ha deciso di aumentare l'offerta di 206 mila barili al giorno, e la capacità inutilizzata (poco meno di 3 milioni di barili al giorno) potrebbe teoricamente compensare la perdita delle esportazioni iraniane (1,6 milioni), mentre le riserve Ocse restano ben all'interno dei livelli normali».

E LA CINA?

Lo stesso Zanghieri, peraltro, porta all'attenzione un altro elemento: devastare gli approvvigionamenti di oil&gas significa per l'Iran stesso auto-strangolarsi finanziariamente. A ciò va aggiunto il fatto che il gruppo di potere di Teheran finirebbe ai ferri corti con la Repubblica Popolare Cinese, poco entusiasta ma comunque un potente alleato: «È probabile che la marina iraniana sia troppo debole per un blocco completo, ma una parziale interruzione ottenuta tramite attacchi sporadici alle navi e la posa di mine nello Stretto potrebbe spingere i prezzi. Colpi diretti alle infrastrutture petrolifere del Golfo farebbero aumentare drasticamente i prezzi, ma comprometterebbero anche i già fragili legami regionali dell'Iran e irriterebbero la Cina». L'irrazionalità è ormai giunta, da ogni lato, a un punto tale di ignorare bellamente le ragioni dell'economia. D'altro canto, però il Dragone sta probabilmente fornendo un certo supporto di intelligence a un regime che ne ha un disperato bisogno e, di conseguenza, un certo potere contrattuale ce l'ha. Non a caso la Cina ha probabilmente ottenuto dalla Repubblica Islamica il permesso di portare le proprie petroliere fuori da Hormuz.

Che cosa comporterebbe l'avverarsi dell'ipotesi, si fa molto per dire, ottimistica? Probabilmente nel giro di qualche settimana gli asset rischiosi riprenderebbero la loro traiettoria di rotazione generata dall'attuale ciclo di ossessione/paura nei confronti dell'intelligenza artificiale. Non è irrealistico, inoltre, immaginare un greggio che si stabilizza più vicino a 80 dollari che a 70. Questo risultato andrebbe benissimo a molti produttori, per i quali gli ultimi anni sono stati tutto tranne che facili dal punto di vista finanziario. Sostanzialmente, il tutto si ridurrebbe a un re-rating dei gruppi energetici a modesto svantaggio dell'industria manifatturiera, dei consumi discrezionali e (forse) persino della tecnologia, senza però alterare più di tanto le allocazioni

strategiche degli istituzionali. Se le ostilità cessassero rapidamente, non sarebbe folle immaginare un graduale ritorno alla propensione al rischio sul modello di quanto avvenuto dopo lo shock dei dazi nel 2025.

TORNA IL (DIS)ORDINE USA

All'estremo opposto ci troveremmo semplicemente di fronte a un'ecatombe. Se l'intera area del Golfo dovesse trasformarsi in un colossale Iraq 2005, andremmo incontro a qualcosa al cui confronto il 1979-80, se non direttamente il 1929, sono stati una passeggiata mattutina al parco. La distruzione su vasta scala di infrastrutture energetiche cruciali per l'intero sistema capitalistico costituisce sostanzialmente uno di quegli eventi di coda statistica che, anche se conosciuti e contemplati, semplicemente non sono gestibili con l'uso di tecniche di risk management finanziario. Per certi versi, dunque, non ha neppure senso costruire un'analisi incentrata sul dilagare della follia. Di maggiore interesse è un quadro intermedio rispetto a quanto evidenziato finora. Nel concreto ciò si tradurrebbe in una guerra, magari a relativamente bassa intensità, che dura per mesi e in grado di generare guai costanti (per quanto non apocalittici) all'intera area. Ciò che si può immaginare è un'estensione e incancrenimento della guerra per proxy combattuta in Yemen fra Arabia Saudita e milizie Houthi. Purtroppo, le probabilità di assistere a tutto ciò non sono bassissime. Infatti, se, appunto, difficilmente l'Iran riuscirà a bloccare Hormuz a lungo, il continuare a esercitare pressione su pozzi di greggio, impianti di raffinazione, porti non è però da escludere. I prodromi già si sono visti nella prima settimana del conflitto con il Qatar che ha dovuto sospendere la produzione di gas naturale liquefatto. Il piccolo e ricchissimo emirato occupa la seconda posizione mondiale nell'export di questo bene con una quota di mercato intorno al 20% e sono state registrate nella prima settimana di marzo punte sopra il +40% di rialzo rispetto alla chiusura del 27 febbraio. Come ricorda **Rick de los Reyes**, sector portfolio manager di **T. Rowe Price**, le conseguenze rischiano di essere molto pesanti per un'Ue comunque fragile: «Se la produzione o le esportazioni subissero un'interruzione prolungata, si creerebbe un vero e proprio shock dell'offerta, con implicazioni per l'inflazione, le aspettative sui



RICK DE LOS REYES
sector portfolio manager
T. Rowe Price



I mercati del Gnl sono particolarmente esposti, dati i bilanci globali già tesi e la riduzione delle riserve europee dopo la perdita delle forniture russe



tassi di interesse e la crescita globale. A livelli sufficientemente elevati, i prezzi dell'energia iniziano ad agire come una tassa sui consumatori e sulle imprese, inasprendo le condizioni finanziarie e influenzando negativamente la domanda. I mercati del gas naturale liquido sono particolarmente esposti, dati i bilanci globali già tesi e la riduzione delle riserve europee dopo la perdita delle forniture russe».

CHI PAGHERÀ CONTI SALATI

Le parole di de los Reyes inquadrano in maniera esemplare una questione di primaria importanza sui mercati, ossia chi pagherà i conti più salati del conflitto medio-orientale. Lo scenario intermedio delineato ha come caratteristica precipua la stagflazione, almeno a sentire uno studio collettivo di **Amundi Investment Institute**: «Di fronte ai recenti eventi in Medio Oriente, il canale chiave da riconsi-

derare nello scenario macro è l'impennata del prezzo del petrolio. Uno shock petrolifero prolungato agisce come un impulso stagflazionistico, determinando aspettative di inflazione più elevate, una restrizione delle condizioni finanziarie e un rallentamento della crescita globale. Ciò colpirebbe in particolare gli importatori netti di petrolio in Asia e in Europa». Ancora una volta, come è successo in passato, gli Stati Uniti sembrano in grado di esportare almeno parzialmente i propri problemi. È chiaro che economie che vivono di trasformazione manifatturiera orientata al commercio estero appaiono meno attrezzate rispetto a un'America con driver di crescita endogeni e abbondanza di risorse energetiche.

Il tutto, peraltro, a fronte di una Federal Reserve ora piuttosto hawkish e convinta che la solidità del sistema statunitense sia tale da permettere quanto meno attendismo a livello di politica monetaria. Di conseguenza, non sorprende certo scoprire che le perdite a Wall Street siano state molto contenute rispetto, ad esempio, al Kospi coreano che ha lasciato sul terreno (invero dopo un anno e due mesi di crescita furente) il 12% nella sessione di mercoledì 4 marzo. Si tratta della perdita peggiore di sempre per Seoul, ineguagliata persino durante la terribile crisi del 1997-98.

E IL DOLLARO RISALE

Ancora più indicativo è un altro dato: la ritrovata forza del dollaro a fronte di un oro invece privo di particolari lanci. Dopo il blitz in Venezuela, il prezioso per eccellenza aveva raggiunto i propri massimi storici, mentre il biglietto verde aveva preso a intensificare la propria discesa. All'epoca, infatti, la narrativa era incentrata su un 2026 all'insegna della diversificazione al di fuori della prima economia del mondo e della sua divisa con i preziosi a costituire una delle alternative più ricercate. Da qui in poi invece l'eventualità di una potente inversione di tendenza e di ritorno al recente passato è tutt'altro che incredibile, come ricorda **Lee Hardman**, senior currency analyst di **Mufg Bank**: «Un incremento più ampio e duraturo dei prezzi dell'energia comporta rischi al rialzo rispetto al nostro scenario di un dollaro Usa più debole. Le economie asiatiche ed europee saranno colpite



“

Un incremento più ampio e duraturo dei prezzi dell'energia comporta rischi al rialzo rispetto al nostro scenario di un dollaro Usa più debole

”



LEE HARDMAN
senior currency analyst
Mufg Bank

più duramente dallo shock negativo sui termini di scambio derivante dall'aumento dei prezzi energetici rispetto all'economia statunitense e prezzi dell'energia più elevati ridurranno probabilmente il margine della Fed per ulteriori tagli dei tassi quest'anno. Questi fattori positivi dovrebbero compensare l'impatto negativo dell'accresciuta incertezza della politica statunitense. La nostra previsione di un dollaro più debole si basava sull'ipotesi

che la Fed avrebbe ridotto i tassi di altri 50-75 punti base quest'anno, ma ciò sarà più difficile da giustificare se l'inflazione negli Stati Uniti dovesse rimanere più alta più a lungo.

A questo punto resta da capire come muoversi in quest'ennesimo ribaltamento di paradigma, sperando ovviamente che il razionalismo torni a farsi sentire e che questo orrendo bagno di sangue venga lasciato alle spalle.

La fine della concentrazione

Nella situazione che si è creata in Medio Oriente, mentre l'attacco degli Usa e di Israele all'Iran è in corso, è difficile, al momento, prevedere i tempi e l'evoluzione futura. Non resta che guardare ai dati macro e microeconomici a disposizione per analizzare quanto sta succedendo sulle piazze finanziarie. Quelli disponibili mostrano che il differenziale di crescita tra Stati Uniti e il resto del mondo non è oggi più così favorevole alla prima economia a livello globale. Un altro cambiamento che sembra riportarci a un contesto molto più nella norma è l'andamento degli utili aziendali americani che, oltre alla forza dimostrata nell'ultimo trimestre, hanno fatto registrare un calo della loro concentrazione

Oggi riuscire a operare una normale analisi del ciclo macro e dei profitti delle aziende quotate è un compito più impervio del normale. Al momento in cui

viene scritto questo giornale, la guerra mossa da Israele e Stati Uniti all'Iran è apparentemente agli inizi, con conseguenze che nessuno può ancora quantificare, a parte l'attesa spinta al rialzo sui combustibili fossili. Ciò che si può fare è osservare alcuni dati che inevitabilmente fotografano un passato prossimo la cui rilevanza non è chiara. Gli ultimi mesi del 2025 e la stagione degli utili del quarto trimestre dell'anno passato, terminata a fine febbraio, stavano restituendo il quadro di un'America (e di converso di un intero mondo) impegnata in una faticosa e incerta transizione verso una ritrovata normalità, nonostante una certa volatilità e una maggiore inquietudine rispetto ai trionfalismi del recente passato. Infatti, geopolitica a parte, se osserviamo l'evoluzione attuale, viene spontaneo interpretare il tutto come il ritorno a un mondo più appropriato, almeno in teoria, al comportamento dei mercati. Innanzitutto, l'S&P 500 è rimasto forte: nella prima settimana di marzo, le quotazioni si sono posizionate poco sotto quota 6.900. Si tratta di un



valore molto vicino al record storico, ma; al tempo stesso, però, i rendimenti da inizio anno si trovano a malapena in territorio positivo. Fino a sabato 27 febbraio l'Europa e gli emergenti erano di converso in grande spolvero.

TORNA IL RESTO DEL MONDO

Sembrava, in effetti, che il resto del pianeta fosse riuscito a scrollarsi di dosso il ruolo di serie B e C dell'azionario e a posizionarsi come seria alternativa di diversificazione dopo un decennio in cui non c'è stata partita nei confronti degli Stati Uniti. Il distacco risultava ancora più imponente se si considera pure la debolezza generale del dollaro. A fare uscire queste piazze dal ruolo di value e deep value aveva contribuito la convergenza di una serie di elementi. Innanzitutto, un differenziale di crescita, prima dell'ennesimo round di caos mediorientale, non più così favorevole alla prima economia a livello globale. L'Europa sta infatti tuttora mostrando un minimo di accelerazione, dopo la quasi recessione vissuta nei due anni e mezzo successivi alla fine del 2022. Al contempo, il Pil congiunturale annualizzato americano nel quarto trimestre del 2025 ha fatto registrare +1,4%, ben al di sotto del +3% atteso.

Dall'altra parte, le grandi nazioni in via

di sviluppo apparivano anch'esse tutto sommato ben posizionate, nonostante i dubbi sulla sostenibilità del modello mercantilista cinese. Anche prima dell'inizio dei bombardamenti, i corsi delle materie prime erano definibili come discreti e in grado di offrire un buon sostegno. Di converso, nel Sud Est asiatico, una delle aree preferite dagli investitori in frangenti normali, prosegue l'ascesa dei redditi, dei consumi e dell'integrazione economica con il resto del continente. Inoltre, l'andamento degli ultimi mesi è dovuto anche ai primi e consistenti dubbi che la comunità globale degli investitori stia cominciando a porsi sul modello Usa di economia a forma di K. La concentrazione delle spese per consumi nel 10% più ricco della popolazione, nel Paese che più di tutti si fonda su quel pilastro, ha visto, infatti, una notevolissima accelerazione post-2022 con l'esplosione dell'intelligenza artificiale.

L'era degli hyperscaler e dei loro capex senza limiti ha indotto una concentrazione dei guadagni azionari su pochissimi titoli, le famigerate "Magnifiche 7", e pochi altri. Questo fenomeno, mai visto in tali dimensioni nella storia moderna dell'equity, ha ridotto a poco più che comparse i listini del resto del mondo e, per certi versi, anche ampi segmenti di Wall Street.

QUALCHE SCRICCHIOLO

Dallo scorso autunno qualche scricchiolio ha cominciato a farsi sentire, anche se in forme non prive di contraddizioni. Innanzitutto, è da mesi che i sette titani non registrano più nuovi massimi, a fronte di un significativo aumento della volatilità. In particolare, la stagione degli utili ha mostrato un profondo cambio di percezione da parte del mercato. All'improvviso, infatti, invece che celebrare spese sempre più elevate nelle infrastrutture dell'AI, molti hanno cominciato a porsi quesiti sui ritorni futuri di questi investimenti. Al tempo stesso, si è sviluppato un bear market brutale nell'ambito del software tradizionale a causa delle minacce al loro modello di business da parte della stessa AI. Negli ultimi anni il comparto si è orientato sempre di più verso un modello SaaS basato su costosi abbonamenti, oggi messo in discussione da un'intelligenza artificiale agentic, in grado di svolgere molte delle stesse funzioni in maniera sempre più affidabile. E in tutto ciò c'è una contraddizione: da una parte si mettono in dubbio i grandiosi piani degli hyperscaler, dall'altra si bastonano le aziende le cui prospettive sono messe in discussione proprio dai rapidissimi (e costosissimi) salti della tecnologia più hot degli ultimi anni. Tra

l'altro tutto ciò sta avvenendo nonostante risultati trimestrali ottimi da parte dei protagonisti del software.

Per di più su tutto ciò è arrivata la guerra e il rischio di blocchi agli approvvigionamenti energetici. Le ricadute di questa situazione potrebbero portare, almeno per un po', a ristabilire una migliore posizione relativa degli Usa, ma i termini dell'impatto sui vari segmenti dell'equity americano probabilmente genereranno non poche sorprese.

TANTE CONTRADDIZIONI

Tutto ciò serve a introdurre una semplice verità: la situazione attuale non è facile ed è piena di contraddizioni, ma, al tempo stesso, non mancano elementi che inducono a ritenere che oggi l'azionario made in Usa sia, nonostante tutto, molto più sano rispetto al recente passato e quanto mai ricco di opportunità. Questa ipotesi richiede, però, un solido sostegno da parte dei dati e al riguardo conviene senz'altro partire proprio da un'analisi degli utili delle società americane nell'ultimo quarto dell'anno passato. E, da questo punto di vista, lo stato di salute che emerge dai bilanci è più che buono, come afferma **Wolf von Rotberg**, equity strategist di **J. Safra Sarasin**: «Con l'avvicinarsi della fine della stagione delle trimestrali del quarto trimestre, i risultati sono inequivocabili. La crescita annua degli utili del 15% è ben superiore alle aspettative di consenso a una sola cifra previste all'inizio della stagione. Questa performance segna un'ulteriore accelerazione rispetto alla già forte crescita registrata nel terzo trimestre del 2021. La forza trainante è stata ancora una volta il settore tecnologico, che ha registrato una crescita degli utili di quasi il 40%. Nel frattempo, anche altri comparti, come quello industriale e finanziario, hanno fornito risultati solidi».

I NUMERI

Queste parole sottolineano il fattore più importante attualmente in gioco, ossia il fatto che stavamo assistendo alla più ampia diversificazione della crescita dei profitti da molti anni a questa parte. Anche in questo caso, conviene spostare l'attenzione sui numeri e su questo argomento sono molto interessanti le parole

“

Il guidance ratio (il rapporto tra le società che prevedono stime al rialzo e quelle che le rivedono al ribasso) è il più forte che abbiamo registrato dal primo semestre del 2021

”



FARES BENOUARI
senior portfolio manager
Union Bancaire Privée

di **Fares Benouari**, senior portfolio manager di **Union Bancaire Privée**: «Al 13 febbraio, oltre due terzi delle società dell'indice S&P 500 hanno pubblicato risultati trimestrali complessivamente positivi, sia rispetto alle aspettative di consenso, sia agli standard storici. È importante sottolineare che cinque settori su 11 hanno registrato una crescita a doppia cifra degli utili per azione (Eps),

a indicare un gradito ampliamento della crescita al di fuori del settore It e delle "Magnifiche 7". A completare questo quadro positivo, il guidance ratio (il rapporto tra le società che prevedono stime al rialzo e quelle che le rivedono al ribasso) è il più forte che abbiamo registrato dal primo semestre del 2021». In particolare, sembrano incoraggianti alcuni dei pilastri di questa rinnovata diversificazio-



ne dei risultati aziendali. Infatti, di nuovo, cigni grigi geopolitici a parte, ci si stava spostando da un modello circolare chiuso, in cui pochi colossi tecnologici mantengono un intero ecosistema produttivo e la cui narrativa spinge le quotazioni di borsa e i consumi delle fasce più prospere, a una crescita più globalizzata e in sincronia con gli altri blocchi economici.

UTILI IN FORTE CRESCITA

Il caos nel Golfo in parte potrebbe ridefinire questo paradigma. Ad esempio, la discesa del dollaro, peraltro decisamente lenta, aveva già generato benefici tangibili sui bilanci di diversi gruppi, come ricorda **Louis Bersin**, global equity fund manager di **Lfde**: «Finora la stagione degli utili del quarto trimestre 2025 dell'indice S&P 500 ha registrato una forte accelerazione, sia in termini di crescita dei ricavi, sia di utile per azione (Eps). I ricavi sono aumentati del 9% su base annua, segnando la crescita più rapida dal quarto trimestre 2022. L'Eps è aumentato del 13%, trainato dai settori tecnologico e ciclico. Anche le multinazionali statunitensi stanno sovraperformando rispetto alle controparti orientate al mercato interno, anche grazie alla debolezza del dollaro. Il tema generale è che le aziende tecnologiche continuano a registrare buone performance, in particolare i beneficiari dell'AI, mentre le attività cicliche si stanno riprendendo dopo tre anni di crescita degli utili relativamente limitata. Ciò appare coerente con un ciclo economico che inizia a riflettere i benefici di diversi anni di politiche economiche espansive a livello globale». L'ipotesi che l'America diventi di nuovo un rifugio sicuro, da questo punto di vista qualche effetto collaterale negativo potrebbe generarlo.

Al contempo, il ritorno a una sorta di New normal americano sta inducendo il management di molte grandi imprese a una maggiore disciplina, sicuramente un po' abbandonata durante il lustro recente. Infatti, avere sperimentato contemporaneamente il ritorno di un'inflazione robusta, che si è rivelata un toccasana per i maggiori gruppi, e l'avvento dello story-telling dell'AI, che ha assunto proporzioni quasi mitologiche, hanno invertito il paradigma ultra-sparagnino dello scorso decennio. Nella lunga fase che va dalla Grande crisi finanziaria al Co-

“

Le multinazionali statunitensi stanno sovraperformando rispetto alle controparti orientate al mercato interno, anche grazie alla debolezza del dollaro

”



LOUIS BERSIN
global equity fund manager
Lfde

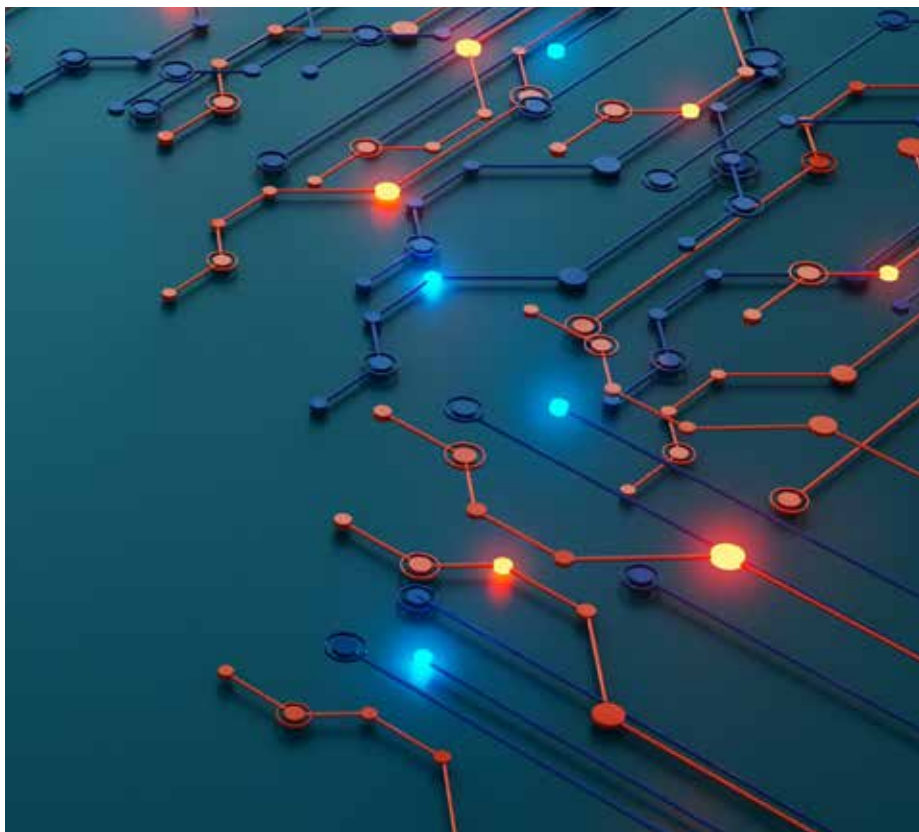


vid, si è investito molto poco, a causa di un semplice assunto: sostanzialmente si riteneva che la crescita del Pil sarebbe stata perennemente contenuta e quindi l'espansione dei profitti sarebbe dipesa molto più dall'aumento dei margini che dei fatturati, con tutto ciò che ne consegue in termini di capex. Il post-2022 ha ribaltato questo scenario, anche se il fenomeno potrebbe alla fine rivelarsi più

una parentesi, per quanto incredibile, che la norma.

TECH ANCORA AL CENTRO

Segnali di neo-razionalità vengono individuati con una certa precisione da **Altan Kassam**, Europe head of investment strategy&research di **State Street Investment Management**: «Gli utili statunitensi si sono dimostrati resilienti,



ma lo sviluppo più rilevante di questa stagione è l'aumento della loro diffusione (breadth). La crescita degli utili non è più confinata alla tecnologia a grande capitalizzazione (i cosiddetti "hyperscaler"). Allo stesso tempo, le guidance aziendali riflettono un passaggio dall'ottimismo sulla crescita a una maggiore disciplina, con i team di management sempre più focalizzati sul controllo dei costi, sull'efficienza del capitale e su rendimenti sostenibili, piuttosto che sull'espansione dei ricavi in senso assoluto. Allo stesso modo, il mercato si è allontanato dall'approccio "Spendilo e arriveranno", che premiava esclusivamente l'entità degli investimenti in conto capitale (capex), tipico soprattutto del 2025, per passare a "Fammi vedere i risultati", cercando prove che gli investimenti degli anni precedenti si stiano traducendo in miglioramenti dell'utile netto». Hic stantibus rebus, un minimo di stagflazione da petrolio, con il suo corollario di atteggiamenti arcigni da parte della Federal Reserve, potrebbe spingere ulteriormente nella direzione della disciplina finanziaria.

In definitiva, se la paura di uno shock energetico rientrasse rapidamente, nel corso del 2026 e del 2027, non sarebbe irrealistico immaginare un S&P 500

che continua a sottoperformare altri benchmark, che stanno vivendo oggi la loro fase di iperconcentrazione dei rendimenti in pochissimi titoli: basti pensare a ciò che si è visto nell'ultimo anno in Corea del Sud. D'altro canto, però, si aprirebbe un'intera miniera di opportunità che renderebbero lo stock picking di nuovo centrale. Infatti, non bisogna commettere l'errore di pensare che la rotazione andrebbe a beneficiare tutti in maniera indiscriminata. Si è, comunque, di fronte a un'economia in cui la tecnologia rimane un tema growth imprescindibile. In un mondo invece piagato da corsi poco sostenibili dei combustibili fossili, si ridurrebbe, anche a Wall Street, il novero dei titoli vincenti. In questo caso l'evoluzione del ciclo dell'Ai diventerebbe al tempo stesso ancora più incerta e cruciale.

UN SANO REALISMO

In ogni caso, l'hi-tech occupa sempre una posizione importante. Su questo punto un ragionamento improntato a un sano realismo viene elaborato da **Julian Cook**, portfolio specialist di **T. Rowe Price**: «Le società tecnologiche sono ancora una volta il principale motore, con una crescita degli utili superio-



JULIAN COOK
portfolio specialist
T. Rowe Price

“

Le società tecnologiche sono ancora una volta il principale motore, con una crescita degli utili superiore al 25%, rispetto a circa il 6–7% del resto del mercato

”

re al 25%, rispetto a circa il 6–7% del resto del mercato. I finanziari stanno fornendo un importante supporto secondario e registrano una crescita dei profitti a doppia cifra, prossima al 12%. Al contrario, molte aree cicliche e legate ai consumi al di fuori della tecnologia mega-cap, mostrano un andamento piatto o negativo, evidenziando quanto la crescita complessiva dell'indice resti dipendente dagli investimenti legati all'Ai e da un numero selezionato di società con bilanci particolarmente solidi».

La sfida precipua dei prossimi mesi sarà dunque costituita dal riuscire a bilanciare in maniera intelligente un'esposizione all'hi-tech, comunque ineludibile, con una rosa di nomi più tradizionali in grado di prosperare nell'era del caos e della post-ossessione per l'intelligenza artificiale.

Le stelle di ieri e i padroni del futuro

Gli eventi dell'ultimo periodo hanno offerto gli elementi per potere affermare che si è entrati in una nuova fase in cui l'intelligenza artificiale diventa uno strumento in grado di minacciare l'esistenza di industrie che hanno dominato il mercato per decenni. Lo si è visto di recente nell'ambito del software, i cui titoli dallo scorso autunno sembrano entrati in un bear market proprio a causa dell'AI che, da vantaggio competitivo, è diventata fonte di destabilizzazione. Tuttavia, anche per i maggiori protagonisti di questa tecnologia, sta emergendo una serie di punti di domanda legati agli imponenti piani di investimenti annunciati. Tutto ciò sta avvenendo nonostante nella catena del valore legata all'AI permangano diversi colli di bottiglia, in particolare nell'ambito dei microchip, di cui stanno beneficiare i maggiori produttori di memorie asiatici. Il quadro che emerge è quindi abbastanza

contraddittorio, ma inevitabile, quando una grande cambiamento epocale prende piede. In questo ambito, i conflitti medio-orientali aggiungono ulteriori incognite a un rebus già complesso

Guerra a parte, ciò cui abbiamo assistito nelle ultime settimane all'interno dei vari segmenti dell'azionario che vanno sotto il nome, invero generico, di tecnologia ha dell'incredibile. L'aggettivo non appare eccessivo alla luce di quanto successo al settore del software statunitense, che è infatti impelagato in un bear market per certi versi senza precedenti. Se osserviamo l'andamento di un benchmark settoriale come l'S&P North American Software Index troviamo una perdita di oltre il 30% dai massimi dell'inizio dello scorso autunno fino a fine febbraio. In sé si tratta di un bear market sgradevole per chi lo subisce, ma in fondo non diverso da tanti. A impressionare è però la narrativa che ha dato il via e che ha rafforzato tale fenomeno, ovvero la percezione che i servizi offerti da queste aziende possano essere riprodotti a costi infinitamente in-

feriori dall'intelligenza artificiale. All'improvviso il modello SaaS, pilastro della subscription economy dell'ultimo decennio, è passato dal costituire una sorta di utility ad altissimo margine di profitto al ruolo di paria.

Circa 15 anni fa Marc Andreessen, forse il più celebre venture capitalist di sempre, pronunciò una frase destinata a segnare un'epoca: «Software is eating the world». Questa espressione riassume in maniera immaginifica la dirompente digitalizzazione in atto all'epoca (e oggi data per acquisita) di praticamente ogni servizio. Al momento, si potrebbe forse affermare che è iniziata una fase storica in cui «Ai is eating software». L'intelligenza artificiale non è più vista come un nuovo strumento per gonfiare ulteriormente i margini, bensì nel ruolo di una rivoluzione in grado di spazzare via industrie dominanti da decenni, inclusi diversi leader della filiera dell'It, oggi ridotti a essere al centro di un dibattito sul fatto di essere diventati occasioni value o addirittura value trap da evitare come la peste bubbonica. L'Ai, infatti, in questo ambito sempre di più viene percepita come una forza dirompente che alla fine potrebbe, mutatis mutandis, portare a effetti simili a quelli avuti da internet sui media tradizionali.

DA CAMPIONI A PERDENTI

Già in passato si sono manifestate dialettiche comparabili sui mercati, ma in questo caso sono due i fattori a colpire l'immaginario degli investitori. Da una parte fa una certa impressione vedere che i campioni di ieri si sono trasformati in un batter d'occhio nei perdenti di oggi, in particolar modo se si analizzano trimestrali che hanno in genere evidenziato risultati sontuosi da parte delle aziende di questo segmento. Forse ancora di più, però, dà da pensare il fatto che la discesa dei giganti del SaaS sia avvenuta in un momento non certo fra i più euforici per gli hyperscaler dell'Ai. Si comincia infatti a nutrire qualche dubbio sui mostruosi capex riversati sull'intelligenza artificiale, mentre al contempo le si attribuiscono tuttora prospettive di ribaltamento totale, o giù di lì, di qualsiasi paradigma economico. Si tratta, appunto, di una contraddizione che negli ultimi sei mesi ha prodotto non poca volatilità.



UN MERCATO CYBERPUNK

Peraltro, i piani di spesa annunciati potrebbero non bastare per sostenere un continuo mercato toro in quella che possiamo tranquillamente definire come l'era dei semiconduttori. Al riguardo, un parere piuttosto tagliente viene elaborato da **Kubilay Yalcin**, portfolio director equity di **Flossbach von Storch**: «Sia in Asia, sia negli Stati Uniti, riteniamo che il settore dei semiconduttori presenti valutazioni ambiziose. Entro il 2031, giganti come Amazon, Alphabet, Microsoft e Meta prevedono investimenti congiunti nell'infrastruttura di intelligenza artificiale per circa 600 miliardi di dollari all'anno, gran parte dei quali destinati ai chip ad alte prestazioni. Sorge però un interrogativo: perché le proiezioni di vendita di Nvidia e Broadcom superano tali cifre, specialmente dal 2028 in poi, considerando che nel biennio 2024-2025 i ricavi di entrambe le società sono rimasti nettamente inferiori a questo volume di investimenti? L'alta tecnologia è quindi plasmata da narrazioni o storie che possono cambiare rapidamente. Nessuno può sapere oggi chi saranno i futuri vincitori e perdenti nella corsa all'Ai. Pertanto, siamo

convinti che gli investitori debbano diversificare i propri portafogli in più settori e aree valutarie».

Parole di estremo buonsenso che stanno trovando conferma in alcuni scricchiolii nel trend dell'ultimo triennio. Nonostante il noto adagio "buy the rumours, sell the news", fa in effetti piuttosto impressione vedere Nvidia calare di quasi il 5,5% dopo avere riportato ottimi dati trimestrali e, elemento ancora più cruciale, una guidance maestosa. Forse è ancora più curioso il fatto che in effetti il suggerimento di Yalcin viene messo in pratica da molte strategie istituzionali, ma in una maniera che, fino all'anno scorso, sarebbe stata considerata ai limiti del surreale. Ad avere conquistato la leadership dei flussi attualmente sono infatti le industrie legate ai microchip delle nazioni ricche dell'Asia, specificatamente Corea del Sud, Giappone e Taiwan. Oggi l'industria di queste realtà sembra avere completamente ribaltato un paradigma di decenni che vedeva le proprie imprese, per quanto avanzate, in una posizione subalterna nella scala del valore aggiunto rispetto ai giganti americani della "smaterializzazione". Per certi versi sembra, invece, di essere tornati a

un quadro da inizio anni '90 con l'Estremo Oriente percepito come il padrone assoluto di tecnologie chiave: da qui il riferimento iniziale al cyberpunk, un genere di fantascienza ossessionato dal Far East in voga all'epoca.

UN'INASPETTATA BOLLA

Tutto ciò, come sottolinea **Claudia Collu**, responsabile azionario globale di **Anima Sgr**, sta seriamente rischiando di creare una nuova (e inaspettata) bolla: «Attualmente il mercato sta favorendo la manifattura e le memorie (asiatiche) rispetto alla progettazione e al software (Usa). Non è facile dire se la tendenza continuerà, ma ciò che notiamo è che le valutazioni relative sono estreme, così come i flussi in ingresso verso l'Asia e in uscita dagli Usa: un fenomeno che rende il rischio di inversione di tendenza troppo alto per essere ignorato».

In particolare, fa impressione il ritorno alla ribalta della Corea, il cui equity fino a un anno fa competeva con la Cina per il titolo di borsa dall'andamento peggiore dell'ultimo decennio. Se Taipei e il Sol Levante già da tempo offrono con regolarità soddisfazioni ai portafogli di mezzo pianeta, la rinascita del Kospi si è concentrata grosso modo negli ultimi 13 mesi circa: prima con un raddoppio (e oltre) dei prezzi e poi con un ulteriore +44,9% nel corso di gennaio e febbraio del 2026. Le ragioni di una simile clamorosa rivincita, che non ha praticamente eguali a livello globale negli ultimi decenni, vengono esposte in maniera molto chiara da **Tobias Rommel**, senior portfolio manager equity di **Dws**: «L'espansione delle infrastrutture legate all'intelligenza artificiale continua a essere limitata da colli di bottiglia, tra i quali la disponibilità di chip di memoria, la capacità produttiva delle fonderie e il packaging avanzato, che mantengono vincolata la capacità operativa degli hyperscaler. Questo contesto favorisce strutturalmente i leader coreani e taiwanesi nella produzione di Dram e nella manifattura di semiconduttori di fascia più avanzata, caratterizzati da un significativo potere di determinazione dei prezzi».

DUE LEADER COREANI

Il ruolo chiave di una potenza come Tsmc nel business delle fonderie non costituisce certo una novità, mentre sono proprio i

chip di memoria, specialmente la variante Hbm delle Dram, a essere esplosi come un componente chiave dell'architettura che ha visto protagonista finora Nvidia. Nell'ambito di questi particolari prodotti sono appunto due aziende coreane, Sk Hynix in primis, cui si è aggiunta Samsung Electronics, a dominare. **Andrew Ye**, investment strategist di **Global-X** descrive in termini vividi la situazione di quasi mania che sta favorendo queste società: «La recente sovra-performance delle aziende asiatiche rispetto alle controparti americane nell'ambito dei chip per l'AI sembra che sia stata generata dai colli di bottiglia della catena del valore aggiunto dell'intelligenza artificiale. Nello specifico, essi si fanno sentire soprattutto nelle memorie. I leader del comparto hanno già venduto tutta la produzione del 2026, sottolineando la presenza di limitazioni all'offerta. Ciò potenzialmente è in grado di garantire loro un potere contrattuale notevole, data la necessità di spendere sempre più denaro per questo tipo di semiconduttori, allo scopo di continuare a costruire le infrastrutture dell'AI».

I PUNTI INTERROGATIVI

Quanto analizzato finora permette di tirare un minimo le fila di ciò che è accaduto. I mercati credono ancora nella disruption in corso, tanto da mostrare panico nei confronti del software. I dichiarati impegni di spesa per i data center

sono però insostenibili e, di conseguenza, ci si è rivolti a piazze e aziende non statunitensi che, all'interno di questa storia di espansione infrastrutturale apparentemente senza freni, quotavano a forte sconto. L'uso dell'imperfetto è però obbligatorio, perché siamo probabilmente a due passi dall'avvio di una nuova bolla e viene spontaneo chiedersi fino a che punto le azioni dei protagonisti della manifattura ultra-avanzata di queste economie potranno ancora salire.

In questo contesto la Corea del Sud in particolare presentava non poche caratteristiche che inducono all'ottimismo: il fatto di essere in questa perenne zona grigia, tecnicamente un listino emergente ma con alle spalle un'economia pienamente sviluppata, veniva percepito come la miscela ideale dei due mondi. Ottimismo nei confronti del futuro prossimo mostra, ad esempio, Louis Bersin, global equity fund manager di Lfde: «Il segmento dei chip per l'intelligenza artificiale continua a registrare buone performance complessive, sostenuto dalla costante e rapida espansione della spesa in conto capitale degli hyperscaler per soddisfare la vertiginosa domanda di calcolo. Recentemente l'Asia ha sovraperformato grazie al rinnovato interesse degli investitori per i mercati emergenti, trainati dai solidi risultati delle aziende tecnologiche sudcoreane e taiwanesi. In Corea del Sud, diverse tendenze stanno

“

La recente sovra-performance delle aziende asiatiche (...) nell'ambito dei chip per l'AI sembra che sia stata generata dai colli di bottiglia della catena del valore aggiunto dell'intelligenza artificiale

”



ANDREW YE
investment strategist
Global-X

alimentando il mercato azionario. Da un lato, il governo sta promuovendo attivamente il programma "Value-up", volto a ottimizzare l'allocazione del capitale e a garantire rendimenti più elevati per gli azionisti. Parallelamente, proseguono i negoziati con Msci per il potenziale inserimento del Paese negli indici dei mercati sviluppati. A questi elementi si aggiunge il ruolo cruciale della Corea del Sud nel settore tecnologico globale, grazie alla sua leadership nella produzione di chip di memoria. Questo comparto rappresenta oggi una delle voci di spesa più rilevanti nelle infrastrutture per l'intelligenza artificiale, con giganti come Samsung e Sk Hynix che controllano la maggior parte della produzione mondiale. Ritengo che questa tendenza proseguirà nel breve termine, anche se il 2027 potrebbe portare alcune differenze, in considerazione dell'aumento delle capacità produttive sul mercato e delle continue tensioni geopolitiche nell'area Asia-Pacifico».

CRESCITE INQUIETANTI

Dall'altra parte è innegabile che certe crescite al fulmicotone, come evidenziato da Collu in precedenza, risultano comunque inquietanti: l'idea di avere a che fare con una novella corsa all'oro, che potrebbe in ogni momento interrompersi, è in effetti difficile da cacciare via. In particolare modo, se ci si sofferma sul fatto che si sta attualmente navigando in acque ine-

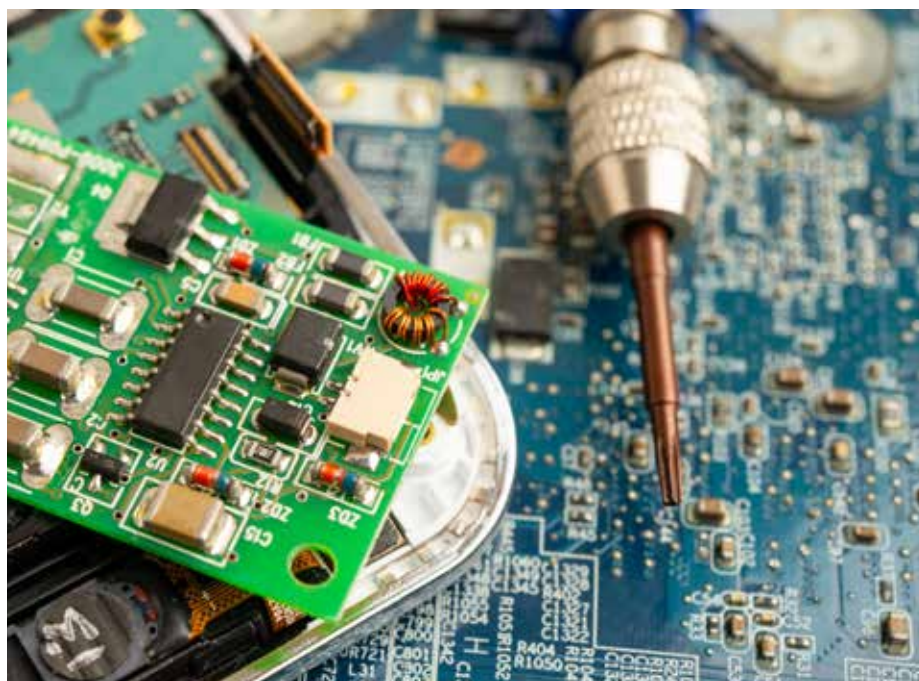
splorate. **Aldo Martinale**, senior portfolio manager di **Symphonia Sgr**, non ha remore nel ricordare quanto sia difficile oggi applicare alla nicchia delle Dram normali metriche di valutazione: «Dopo che nella prima fase gli investimenti hanno coinvolto soprattutto il segmento dei chip tecnologicamente più sofisticati per lo sviluppo dell'AI, nell'ultimo periodo è emersa una sempre maggiore importanza anche delle memorie. Questa evoluzione ha ampliato in modo significativo la platea di produttori di chip destinati a beneficiare dello sviluppo dell'AI nei prossimi anni. L'impatto non riguarda soltanto i volumi, ma, in un contesto di capacità produttiva limitata nel breve termine, anche il pricing, con una crescita esponenziale dei prezzi dei chip. Gli elevati investimenti sull'AI hanno ovviamente modificato sensibilmente le dinamiche che usualmente caratterizzano il business dei semiconduttori, aumentando la difficoltà a trovare la giusta relazione tra le valutazioni dei titoli e l'entità dell'espansione della domanda e la sua sostenibilità nel tempo». In un certo senso la disastrosa performance dei mercati asiatici nei primi giorni dei bombardamenti vanno al di là delle preoccupazioni sulla dipendenza dell'Asia da petrolio e gas liquefatto che passano per lo stretto di Hormuz. La volatilità cui si è assistito sembra piuttosto ricordare il tipico comportamento late-cycle, in cui tutte le scuse (reali o meno) sono valide

per prendere profitto, piuttosto che la reazione scomposta a un disastro esogeno abbattutosi su un bull-market strutturalmente solido.

DIVERSIFICARE NEL SOFTWARE

Queste considerazioni offrono l'opportunità di analizzare anche che cosa succerebbe, nel paradigma stagflativo, all'intera filiera dei data center Usa. Come si è visto, la logica ritiene probabile una sovraperformance degli asset americani. In questo ambito, la tecnologia, dotata di driver endogeni secolari, potrebbe addirittura risultare una delle nicchie più ricercate. I caveat, però, abbondano: difficilmente, infatti, la bolla dell'hardware eviterebbe di venire scalfita. Innanzitutto, l'aumento dei costi energetici, un input sempre più decisivo per il settore, verrebbe ben accolto dagli investitori. Inoltre, rinnovate pressioni sul costo della vita, e quindi del denaro, intensificherebbero la diffidenza che si sta sempre più chiaramente manifestando nei confronti di un uso allegro della leva. Uno scetticismo che non risparmia certo i colossi dell'AI, come ricorda **Luca Simoncelli**, investment strategist di **Invesco**: «Al netto della volatilità di breve periodo, un elemento critico per questi mercati rimane la tenuta degli spread di credito. L'aumento della leva finanziaria in aree come gli hyperscaler ha nelle scorse settimane instaurato un primo movimento di allargamento degli spread dovuto al forte volume di nuove emissioni, alle preoccupazioni per le disruption legate all'AI e a pressioni settoriali specifiche nel software; il sentiment sul segmento high yield è peggiorato la settimana scorsa anche a causa dell'insolvenza del gruppo Mfs nel Regno Unito».

Alla luce di quanto visto, quindi, non deve stupire più di tanto scoprire che non pochi money manager vedono nel bistrattato comparto SaaS un'occasione di diversificazione a basso costo. Andrew Ye di Global-X, ad esempio, è esplicito da questo punto di vista: «La narrativa è passata da "tutte le barche dell'AI verranno innalzate" a una chiara demarcazione fra lo strato infrastrutturale e di calcolo (premiato dai mercati) a quello degli applicativi, che è riprezzato al ribasso. I corsi dei gruppi del software sembrano essersi stabilizzati dopo le recenti vendite indiscriminate e ciò potrebbe avere



creato alcune opportunità selezionate fra queste società».

Sulla stessa lunghezza d'onda si posizionano anche le scelte di Claudia Collu, di Anima: «Le recenti evoluzioni degli agenti Ai, come le nuove versioni di DeepSeek e OpenAi, stanno generando una significativa pressione sul settore software e mettendo in discussione i modelli di business tradizionali basati su licenze e numero di utenti. Prevediamo un contesto di mercato caratterizzato da una selezione mirata dei titoli, con particolare attenzione verso le aziende dotate di una leadership consolidata e modelli di business robusti. Il nostro orientamento strategico privilegia asset di elevata qualità nel settore software, in grado di dimostrare resilienza rispetto all'evoluzione dell'intelligenza artificiale. Qualora si attenuassero le preoccupazioni legate all'Ai, questi titoli, attualmente sottoapprezzati e sottopesati nei portafogli settoriali, potrebbero beneficiare di un potenziale di crescita significativo».

Di ciò sembra convinto **Rahul Bhushan**, global head of investment products di **Ark Invest Europe**: «Sul lungo periodo i vincitori tendono a essere le aziende che posseggono le piattaforme e che si posizionano al centro del loro eco-sistema, non solo i produttori di componenti. La leadership sul breve periodo può ruotare, ma quella strutturale tende a essere ottenuta con la somma di vantaggi strutturali». Peraltro, non è incredibile immaginare un ritorno a una sorta di ordine naturale che veda nella tecnologia una correlazione inversa fra valore aggiunto e peso specifico di quanto prodotto. Il relativo isolamento dalle conseguenze degli shock potrebbe ulteriormente spingere il favore dei portafogli nella direzione del software.

UNA SINGOLA PORTATA

Qualora si fosse intrigati da questa tesi di investimento bisogna comunque tenere a mente un elemento: non è che l'idea di un'Ai in grado di spazzare via in poco tempo rendite di posizione oggi lucrosissime sia campata per aria. È però probabilmente errato ipotizzare un impatto catastrofico generalizzato su tutti i player SaaS. **Alberto Tocchio**, head of european equity and thematic di **Kairos Partners Sgr**, vede in futuro un comparto altamente biforcuto: «In questo contesto i multipli si

“

Credo (...) che la rotazione possa continuare ancora un po', ma con una distinzione sempre più netta tra chi ha un vantaggio competitivo difendibile e chi rischia di essere disintermediato

”



ALBERTO TOCCHIO
head of european equity
and thematic
Kairos Partners Sgr

sono compressi rapidamente anche a fronte di fondamentali ancora solidi. Più che un cambiamento strutturale immediato è stato un de-risking tecnico, amplificato da posizionamenti affollati e modelli quantitativi. Credo, quindi, che la rotazione possa continuare ancora un po', ma con una distinzione sempre più netta tra chi ha un vantaggio competitivo difendibile e chi rischia di essere disintermediato».

Non si può comunque tralasciare un semplice fatto: sia che si parli di hardware Usa, sia asiatico o di software della Silicon Valley, la realtà con cui ci si confronta era già prima del 27 febbraio, per usare un eufemismo, traballante. Una sintesi lucida, scritta qualche settimana fa del paradigma in cui si trovano impelagati gli investitori, arriva da **Sandeep Rao**, senior researcher di **Leverage Shares**: «Come indicato dal report di gennaio del Kiel Institute, il 96% dei costi aggiuntivi creati dalle tariffe imposte su varie economie esportatrici è pagato dai consumatori statunitensi. Di conseguenza gli incrementi del Cpi core rimangono persistenti. Il rischio maggiore per l'intero sistema industriale e dei consumi statunitensi, dunque, potrebbe essere costituito dai dazi. In entrambi i casi vi è infatti una forte dipendenza dalle catene di fornitura globali». Parole che suonano inevitabilmente profetiche e inquietanti alla luce delle quali le

bombe sui titani energetici del Golfo si configurano come una ciliegina avvelenata su una torta fatta di rischi fra loro contraddittori e mai visti prima contemporaneamente. Il mondo ha infatti in precedenza affrontato bolle tecnologiche foriere di disruption epocali, guerre mediorientali disastrose, shock petroliferi e fasi di protezionismo. Mai però il tutto è stato servito sul tavolo in una singola portata. Della presenza di questo elevato gradiente di irrazionalità è perfettamente conscio Alberto Tocchio: «Il rischio più grande oggi non mi sembra tanto un singolo dato macro o un evento isolato, quanto la combinazione di posizionamento tecnico, leva e velocità di rotazione. Abbiamo visto che i movimenti su oro, criptovalute e software sono stati amplificati da unwind forzati e shock di VaR. Quando il mercato si muove per meccanica più che per fondamentali, la volatilità può emergere in modo improvviso e sproporzionato. A tutto ciò si aggiungono le incognite geopolitiche, l'evoluzione dei dazi e soprattutto la grande scommessa sull'Ai».

Non siamo in recessione e, forse, neppure la nuova guerra del Golfo ci spingerà oltre tale soglia: i fattori potenzialmente disastrosi sono però oggi molti e aggrovigliati in un modo che sfida qualsiasi manuale di macroeconomia.

Tanti titoli pronti a ripartire

Se l'interesse per la tecnologia da parte degli investitori ha solide ragioni, l'allargamento della base dei titoli che potrebbero sovraperformare l'S&P500 rivela che esistono ambiti dell'economia americana che meritano di essere presi in considerazione. E sembra che gli operatori di mercato se ne siano accorti e abbiano dato il via a una fase di rotazione e maggiore dispersione nel mercato, con un ritorno di interesse per le componenti più cicliche. È iniziata, in altre parole, una fase di diversificazione e non è escluso che avvenga in un contesto di maggiore volatilità amplificata dallo scontro bellico con l'Iran

Dopo anni di dominio incontrastato da parte dei colossi della tecnologia, era in corso, finalmente, un allargamento del numero di titoli e settori dotati di ragionevoli possibilità di sovraperformare l'S&P 500. In effetti, l'elemento più interessante di questi ultimi mesi è stato proprio il fatto che gli investitori sono tornati a ricordarsi che l'equity statunitense è il più ampio e diversificato del pianeta. Sostanzialmente, quanto abbiamo visto fino a fine feb-

braio potrebbe essere paragonato a una persona che all'improvviso si ricorda di avere una casa piena di gioielli preziosissimi, accantonati a lungo per il fatto che non erano all'ultimissima moda. Va specificato che generalmente i mercati non si muovono in base alla follia allo stato puro: l'ossessione per l'AI non nasce dal nulla e non è completamente campata per aria. Innanzitutto, fino all'ascesa dei concorrenti cinesi, sembrava un comparto dominato dall'America, con un ruolo ancillare da parte dei suoi più stretti alleati asiatici ed europei. Alla luce di una fase storica in cui l'intelaiatura del commercio internazionale viene messa in dubbio a ogni piè sospinto dall'atteggiamento conflittuale di Trump, non è del tutto illogico considerare l'intelligenza artificiale quasi un rifugio sicuro, anche se, come abbiamo visto, l'AI non si trova certo isolata dalle conseguenze di una possibile catastrofe energetica.

UNA VELOCITÀ MAI VISTA

Inoltre, è difficile trattare con sufficienza i possibili sviluppi di una tecnologia la cui adozione (non dimentichiamolo, spesso a pagamento) ha mostrato una velocità mai vista in passato. L'effetto psicologico provocato dal vedere immensi capex dispiegati come se nulla fosse, dopo una decade di tirchieria,

ha posto la ciliegina finale sull'immensa torta. Il problema è che in questa maniera si è tralasciato un po' tutto il resto, cioè un sistema che continua a funzionare e a macinare utili all'interno di un'economia americana e mondiale che, nonostante tutto, continua a crescere. Ciò a prescindere dai danni che le società di software o gli studi hollywoodiani possono ricevere dalle nuove generazioni di Llm. Una, per certi versi, incredibile dicotomia fra narrativa e profitti che sarebbe sbagliato paragonare ai tardi anni '90.

A essere più simile a quell'epoca per certi versi dorata è stato, infatti, il periodo che va grosso modo dalla fine del 2013 agli ultimi giorni del 2021. In quella fase storica, più o meno l'intero complesso degli asset rischiosi beneficiò di un notevole rating, trascinato da una serie di tecnologie avveniristiche finanziate sì dai re della rete, ma in gran parte ancora tramite la tipica filiera del venture capital. L'era post-lancio di ChatGpt, invece, può essere inquadrata come una disruption elaborata e spinta in massima parte dagli stessi giganti del digitale, pronti a giocare tutto o quasi per inseguire la prossima grande novità. Come muoversi, dunque, in un ambiente sicuramente strano e poco catalogabile?

NON C'È RECESSIONE

Appare saggio innanzitutto ribadire un elemento di cui a volte ci si dimentica per via del caos generale a livello geopolitico: non siamo in una recessione e neppure sull'orlo di essa. Il Pil Usa, così come quello globale, hanno continuato a espandersi a fronte di una contrazione piuttosto dura della manifattura. Oggi anche questo segmento sta cominciando a mostrare in America chiari segni di miglioramento, come ricorda il team di gestione di Pharus: «Il manifatturiero, dopo una delle contrazioni più lunghe degli ultimi decenni, è tornato sopra la soglia di espansione. I nuovi ordini sono aumentati di quasi il 20%, un balzo storicamente registrato in meno del 5% dei casi, fornendo un segnale molto forte rispetto alle "false partenze" che abbiamo sperimentato negli ultimi anni. A parte le recessioni consecutive dei primi anni '80, non abbiamo mai visto il settore manifatturiero bloccato in contrazione per così tanto tempo come ai giorni nostri».

Date queste premesse, non deve sorprendere quanto elaborato ancora da **Pharus** per spiegare l'andamento piatto dei benchmark Usa negli ultimi mesi: «Ciò che rende questa fase affascinante è che non assomiglia

per nulla a una crisi. Nelle vere crisi le correlazioni esplodono, tutto scende insieme, la dispersione si riduce perché il rischio viene venduto in blocco. Qui accade il contrario: le correlazioni sono basse, la dispersione è alta, il capitale si muove in modo selettivo. È tipico delle fasi di transizione, non delle fasi di collasso».

NESSUN BEAR MARKET

Il 2026, dunque, si è aperto all'insegna della dispersione e della rotazione non di un bear market generalizzato: per il momento neppure i droni su Dubai sembrano avere scalfito tutto ciò. Peraltro, va detto che è abbastanza umano dimenticarsene per il fatto che il passaggio di testimone sta avvenendo con modalità pochissimo lineari e con contraddizioni abbastanza evidenti: scappare da giganti del SaaS con margini eccellenti a causa dell'AI, mentre contemporaneamente si comincia a mostrare nervosismo verso gli hyperscaler, non comunica una sensazione di lucidità. In particolar modo, se continua a essere riposta una fiducia quasi senza limiti nei semiconduttori, massimi beneficiari della filiera dei data center, con previsioni di crescita che implicano spese ancora più aggressive rispetto a quanto traspare dalle guidance delle "Magnifiche 7".

Volatilità e incertezza, dunque, con ogni probabilità continueranno a essere i leit motiv di un azionario la cui gigantesca base di investitori sta solo ora iniziando a tornare ai principi basilari della diversificazione. Grande lucidità mostra su questo punto **Aldo Martinale**, senior portfolio manager di **Symphonia Sgr**: «Dopo la recente rotazione dalla tecnologia verso la componente più ciclica, il mercato si presenta più equilibrato rispetto a qualche mese fa. È probabile che il 2026 sia un anno decisamente più volatile, non soltanto nell'andamento del mercato nel suo insieme, ma anche nell'alternanza di performance dei vari settori che lo compongono. La crescente selettività che caratterizzerà le scelte di investimento nell'ambito della tecnologia e la probabile evoluzione non così lineare dell'economia e, di conseguenza, della politica monetaria della Fed determineranno repentini cambi di direzione sul mercato e, al suo interno sui singoli comparti. Come abbiamo già osservato in questa prima fase dell'anno, è probabile che assisteremo a una notevole dispersione delle performance, ma con frequenti cambiamenti nelle preferenze degli investitori».



ALDO MARTINALE
senior portfolio manager
Symphonia Sgr



È probabile che il 2026 sia un anno decisamente più volatile, non soltanto nell'andamento del mercato nel suo insieme, ma anche nell'alternanza di performance dei vari settori che lo compongono



TRUMP GIANO

Da questo punto di vista neppure lo spettro stagflativo, purché rimanga nei limiti dell'accettabile, sfascerebbe completamente il processo in corso. Visti gli orrori attuali, l'affermazione può apparire forte, ma trova la sua giustificazione in un semplice assunto: l'amministrazione Trump, nonostante colpi di testa belluini, rimane decisamente pro-business sul piano domestico, mentre è impegnata in una sorta di guerra totale alla globalizzazione. In pratica, vale la pena esporre il proprio portafoglio a nomi che prosperano grazie a Washington e ad altri che invece lo fanno nonostante Washington. In quest'ultimo caso, si tratta di leader planetari che potrebbero godersi un dollaro più debole e la ripresa di

molte economie, sia emergenti, sia sviluppate, qualora si tornasse nella traiettoria delle prime otto settimane del 2026. D'altro canto, il primo gruppo risulta estremamente variegato. Complessivamente, il paniere di azioni generato dai due pilastri forma un universo investibile che è tutto tranne che uno stagno in cui è facile pescare, ma nel quale si può costruire una strategia con un certo equilibrio. Una base interessante da cui partire viene fornita da **Fares Benouari**, senior portfolio manager di **Union Bancaire Privée**: «Riteniamo che, dopo oltre tre anni di sovraperformance del segmento It, il posizionamento degli investitori verso i settori più tradizionali sia limitato. Privilegiamo le società che operano nei consumi, grazie all'inflazione controllata e a un mercato del lavoro solido, i beni industriali (conglomerati diversificati, attrezzature minerarie, macchinari e automazione) e la sanità, che mostra maggiore visibilità riguardo ai dazi e alla regolamentazione Mfn».

LA CUCCAGNA AI

Nell'alveo più squisitamente difensivo all'interno delle suggestioni proposte da Benouari rientrano non poche società arricchite dalla cuccagna Ai, ma meno sexy rispetto al rutillante complesso dei chip: oltre a parecchi segmenti industriali, la buona e vecchia elettricità è tornata prepotentemente ad avere un'importanza enorme. Diretto al riguardo è il commento di **Wolf von Rotberg**, equity strategist di **J. Safra Sarasin**: «Preferiamo i settori difensivi che beneficiano dello sviluppo dell'intelligenza artificiale, ma non sono esposti ai rischi di disruption derivanti dall'AI, come quello delle utility. Il settore rimane ben posizionato per trarre vantaggio dall'aumento della domanda di energia elettrica negli Stati Uniti, è scambiato a valutazioni interessanti e offre una copertura nel caso in cui i consumi statunitensi dovessero rallentare nel 2026». Nonostante la sensibilità a tassi di interesse elevati, questo comparto mostra comunque una buona capacità di imporre ai propri clienti eventuali costi delle materie prime energetiche più sostenuti. Anche la cura della salute, presenta punti di forza strutturali (piuttosto che ciclici) che vengono elencati sempre da von Rotberg: «Riteniamo, inoltre, che l'healthcare possa trarre maggiori benefici dall'intelligenza artificiale rispetto ad altri settori. La maggior parte delle aziende lungo l'intera filiera sanitaria è relativamente ad alta intensità di capitale e altamente specializzata. Di conseguenza, sono più propense a utilizza-



re l'intelligenza artificiale per migliorare i propri prodotti, piuttosto che essere sostituite dalla tecnologia. Ciò è evidente nello sviluppo di farmaci, nella medtech, nella diagnostica e nei fornitori di servizi sanitari».

GLI AMERICANI SI STUFANO

Il gigantesco complesso sanitario rappresenta inoltre una spia dei voleri di un presidente che da una parte si sta ostinando a continuare la guerra dei dazi (oltre che iniziare guerre vere e proprie), di cui sempre più americani (non necessariamente liberal, basti pensare al recente scontro frontale con la Corte Suprema) si stanno stufando, ma che dall'altra sta indubbiamente cercando di costruire un ambiente favorevole per i settori considerati cruciali. Il complesso dell'healthcare è uno di questi con prospettive, per **Tobias Rommel**, senior portfolio manager equity di **Dws**, attualmente interessantissime: «Il comparto sanitario statunitense appare ben posizionato per potenziali sorprese positive. Le incertezze di natura regolamentare si sono attenuate, i volumi delle procedure e le pipeline farmaceutiche mostrano segnali di miglioramento, mentre gli ordini nel segmento life science tools stanno normalizzandosi anche grazie ai processi di reshoring. Il settore tratta, inoltre, a sconto in termini di valutazione. In par-

ticolare, le grandi capitalizzazioni farmaceutiche e le società attive negli strumenti per le scienze della vita (biotecnologie- n.d.r.) offrono una buona visibilità sugli utili».

Pertanto, una declinazione interessante rispetto a quanto enunciato negli ultimi paragrafi viene fornita da **Altat Kassam**, Europe head of investment strategy&research di **State Street Investment Management**: «I segmenti legati all'ampliamento della crescita degli utili, piuttosto che a una crescita trainata dalla narrativa, appaiono i meglio posizionati. Industria, sanità e utility, così come altre società focalizzate sul mercato domestico, sono destinate a beneficiare della persistente solidità dell'attività economica statunitense. Le piccole e medie capitalizzazioni Usa sono particolarmente interessanti, poiché il momentum degli utili è in miglioramento, mentre le valutazioni restano al di sotto delle medie di lungo periodo e creano spazio per sorprese positive». Le small e mid cap, peraltro, hanno anche il pregio di essere più focalizzate sul mercato domestico e si caratterizzano, quindi, per un minore beta rispetto a quanto sta succedendo. Non è un caso che il Russell 2000 sia emerso come il migliore benchmark al mondo nella drammatica giornata di lunedì 2 marzo.

Un'ulteriore analisi sul tema della diversificazione viene elaborata da **Sandeep Rao**, senior researcher di **Leverage Shares**, che non sorprendentemente si focalizza sulle prospettive dorate dei contractor militari «Due segmenti dei mercati oggi appaiono sorprendentemente poco presenti nei portafogli: la difesa e l'aerospazio da una parte e le banche regionali della cosiddetta Sunbelt (le aree economicamente più dinamiche del Sud degli Usa) dall'altra. La rapida implementazione del Jadc2, un'iniziativa volta a connettere i sensori e i sistemi d'arma di tutti i corpi dell'esercito americano in un singolo network unificato, e l'aumento delle spese da parte degli alleati Nato hanno migliorato l'outlook di alcuni grandi contractor della difesa statunitensi. Un budget militare pari a 895 miliardi di dollari, la cui allocazione peraltro si prevede crescere nell'ambito del software e dei servizi It a un ritmo doppio rispetto all'hardware, fornisce un'interessante spinta ai protagonisti di questo mercato».

Ma anche i mutati stili di vita, secondo Sandep Rao, potrebbero portare non pochi cambiamenti nei listini: «Contemporaneamente il processo di spostamento della popolazione e dei quartier generali aziendali al di fuori degli stati e delle città tradizionalmente più popolosi, verso destinazioni caratterizzate da una minore tassazione, ha spinto al rialzo la domanda locale di mutui, sia in ambito commerciale, sia residenziale. Ovviamente ciò sta favorendo in maniera chiara gli istituti di credito regionali. La Sunbelt presenta, nel segmento commerciale, tassi di sfritto che sono meno della metà della media nazionale (posizionata intorno al 22%). Simili caratteristiche limitano le probabilità di detenere crediti deteriorati mentre ampliano quelle di sorprese positive».

UN TRADE REPUBBLICANO

Produzione e distribuzione di prodotti energetici, banche del Sud, armi, industrie, healthcare... il tutto sia in versione grandi aziende, sia in quella small e mid cap. Quale è il trait d'union di questo insieme, ammesso che ce ne sia uno? Il fatto che si tratta di un mix che tipicamente sale alla ribalta con inquilini della Casa bianca repubblicani. Mutatis mutandis (neanche più di tanto) un simile portafoglio sarebbe perfettamente riconoscibile e apprezzabile da gestori dell'era Bush Jr e persino di quella Reagan. In alcuni casi si può declinare tale approccio in una maniera più ciclica attraverso, appunto, le banche locali, in

altri casi, invece, con un atteggiamento più difensivo con però sempre una coerenza di fondo rispetto allo zeitgeist (spirito del tempo) attuale. Una strategia che si presta perfettamente a sfruttare tendenze di lungo periodo radicate in una certa America, un complesso imprenditoriale peraltro dotato di incredibile dinamismo.

I FUTURI CONQUISTADORES

All'estremo opposto scegliere i campioni di quella parte di Stati Uniti che guarda, con l'intenzione di rimanerne il leader, al resto del mondo è forse un processo meno lineare. Qui non si tratta tanto di fare stock picking all'interno di nicchie innalzate al ruolo di vincitori da parte di una narrativa spinta ai limiti dell'ossessione, quanto di individuare chi è in grado davvero di cavalcare il processo di distruzione creativa in corso. In questo senso ciò che ha scritto **Rahul Bhushan**, global head of investment products di **Ark Invest Europe**, ricorda quale potrebbe essere la vera rivoluzione tecnologica in divenire: «Validi candidati sono da ricercare fra i beneficiari dell'aumento di produttività generato dall'intelligenza artificiale al di fuori delle mega-cap tecnologiche. Il discorso si applica, in particolare, a quelle aree in cui tale tecnologia sta già cambiando le caratteristiche economiche di ogni unità prodotta, invece che limitarsi ad aggiungere delle funzioni. Un esempio è da ricercare nelle società dotate di dati proprietari e una chiara struttura per utilizzarli con dati che alimentano i modelli che a loro volta migliorano i prodotti che vanno a chiudere il cerchio generando ulteriori dati. Un altro segmento importante è i servizi che si basano su automazione e applicativi software e in cui la disponibilità di lavoro è limitata. Aggiungiamo poi alcuni nomi selezionati nell'industria e nella logistica per i quali il tema non è la grancassa generata dall'AI, bensì i miglioramenti misurabili a livello di efficienza produttiva».

UN INSIEME DI ELETTI

È chiaro che gruppi che si muovono con questa logica non sono eccessivamente disposti a vedere i propri modelli di business compromessi da frizioni geopolitiche e altri fattori di scarsa razionalità. È altrettanto evidente che si tratta di un insieme di eletti di non facilissima individuazione, la cui valutazione in parte sfugge alle pratiche del passato. Ancora Bhushan continua: «Si tratta di nicchie che potrebbero offrire sorprese in



SANDEEP RAO
senior researcher
Leverage Shares



Due segmenti dei mercati oggi appaiono sorprendentemente poco presenti nei portafogli: la difesa e l'aerospazio da una parte e le banche regionali della cosiddetta Sunbelt (...) dall'altra



quanto vengono tuttora analizzate con un approccio ancorato a modelli di produttività che risalgono alla rivoluzione industriale. Se l'AI comprime i tempi del ciclo, riducendo quindi la necessità di aumentare il personale, mentre viene velocizzata la creazione di nuovi business, allora il potenziale di utile di tali gruppi può aumentare più rapidamente rispetto a quanto prevede il consensus. In questo ambito evoluzioni inattese tendono a manifestarsi prima a livello di margini e leva operativa e solo successivamente nelle guidance».

Prepariamoci, dunque, nel prossimo futuro a sorprese pazzesche a livello di risultati e, come visto in apertura, a violente rotazioni in un mondo che semplicemente cerca di comprendere in quale realtà stiamo vivendo.

L'hangover finale

di Kurt von Storch

Il tema dell'intelligenza artificiale spinge le borse. Molti investitori, soprattutto quelli un po' più "anziani", si sentono riportati con la memoria all'hype di internet a cavallo del nuovo millennio: hanno ragione?

Si dice che la storia non si ripete, ma talvolta fa rima con se stessa. Le promesse dell'intelligenza artificiale (Ai), gli investimenti giganteschi che confluiscono in questo ambito, il boom dei titoli tecnologici: tutto ciò risveglia i ricordi della bolla delle dot.com di circa 25 anni fa e del suo scoppio. Da sempre il progresso tecnologico esercita un forte impatto sulle persone: cambia il modo di lavorare e le abitudini di consumo. Crea nuovi posti di lavoro, mentre altri li mette in discussione. Promette crescita, anche se non per tutti i settori industriali, né per tutti i comparti. La borsa riflette queste prospettive e le aziende considerate potenziali beneficiarie dell'ondata di innovazione vengono premiate con grandi aspettative anticipate e i prezzi delle loro azioni macinano un record dopo l'altro.

Al contrario, i titoli delle imprese che non traggono vantaggio diretto dai progressi tecnologici vengono ignorati: troppo noiosi! È esattamente ciò che sta accadendo oggi. Le azioni dei grandi colossi It statunitensi dominano gli indici, mentre i titoli dei settori più "difensivi", come i beni di consumo o il farmaceutico, quotano vicino ai minimi degli ultimi 10 anni. Il punto è dunque: quanto durerà l'entusiasmo per l'Ai sui mercati azionari? Impossibile saperlo. Le nuove importanti aree in crescita attraggono naturalmente gli investitori, ma non c'è boom che non finisca, prima o poi, in un eccesso e, infine, in lacrime. È stato così durante l'euforia di internet all'inizio del millennio, nonostante nei decenni successivi siano state superate persino le aspettative più audaci. Molti di coloro che sembravano averne approfittato sono caduti in disgrazia, mentre altri si sono affacciati sul mercato.

NON TUTTI POSSONO VINCERE

In fondo, ciò risponde in parte a una domanda che in questi giorni ci viene posta

Publireddazionale



KURT VON STORCH
fondatore
Flossbach von Storch

spesso da clienti e investitori: «Perché siete relativamente cauti nei vostri investimenti nel settore tecnologico? Perché non investite in Nvidia?». A questi quesiti rispondiamo che non ci sentiamo in grado di valutarne in modo sufficientemente serio le prospettive di redditività nel lungo periodo. Sì, Nvidia è senza dubbio un'azienda eccellente, con un management di altissimo livello. E anche i risultati più recenti sono stati ancora una volta impressionanti! A nostro avviso, però, esistono più scenari che potrebbero dimezzare il prezzo dell'azione che non circostanze tali da farlo raddoppiare di nuovo. Nessun settore è così dirompente come quello tecnologico. In nessun altro ambito i vincitori di oggi diventano così rapidamente i perdenti di domani. Non è detto che accada necessariamente a Nvidia, ma potrebbe. Gli enormi investimenti dei giganti tecnologici nell'AI dimostrano quanto sia forte la preoccupazione dei loro vertici di perdere terreno nella corsa verso le future aree di business – aree di cui oggi nessuno conosce davvero la redditività. Una cosa è certa: non possono esserci solo vincitori. E non ci saranno solo vincitori! Ne siamo pienamente consapevoli. L'hype di internet all'inizio del millennio, le enormi aspettative di allora e la dolorosa fine del boom, l'hangover finale: quella fase è stata estremamente importante per noi come investitori e per quella che all'epoca era una Flossbach von Storch ancora giovane. Abbiamo imparato quanto sia importante non costruire castelli in aria, non illudere noi stessi e i nostri clienti con falsi traguardi, restare fedeli a noi stessi e avere una chiara filosofia di investimento. Chi investe denaro in borsa, soprattutto per conto di altri, deve essere umile, e restarlo.

IL FUTURO NON SI PUÒ PREVEDERE

Il nostro orizzonte temporale negli investimenti è molto più lungo dell'anno solare. Adottiamo un approccio imprenditoriale e la nostra promessa implicita è preservare il patrimonio e generare nel tempo rendimenti adeguati per i nostri clienti e investitori, consentendo loro di dormire sonni tranquilli, anche quando fuori infuria la tempesta. Lo facciamo strutturando il patrimonio nel modo più ampio possibile.

In questo senso, la diversificazione riflette la consapevolezza dell'investitore di non potere prevedere il futuro, ma anche la sua volontà di prepararsi per affrontare al meglio ogni evenienza. Diversificare, però, non significa solo allocare il patrimonio in diverse asset class e singoli titoli: se fosse così, sarebbe piuttosto riduttivo. Gestire un patrimonio in modo sensato significa anche suddividerlo in diverse aree monetarie. Un investitore della zona euro, ad esempio, farebbe bene a non destinare l'intero patrimonio alla moneta unica, ma dovrebbe scegliere anche divise "più solide": in poche parole, aree valutarie meno indebitate. Ma c'è un'altra componente da considerare: oltre alla valuta in cui è quotata l'obbligazione o l'azione, contano le divise in cui la rispettiva società emittente svolge la maggior parte delle sue attività. L'andamento dei cambi è molto importante per le prospettive di profitto di una società della zona euro che genera la maggior parte del suo fatturato nell'area del dollaro Usa e regola i suoi conti nella moneta statunitense. Però, non è tutto: una volta suddiviso il patrimonio in diverse asset class, singoli titoli e valute, bisogna comporre il puzzle in modo sensato. A quanto dovrebbe ammontare la quota azionaria? Quali sono le ripercussioni sulla componente obbligazionaria, che dovrebbe stabilizzare le performance del portafoglio? E quanto bisognerebbe allocare in oro (anche in relazione alle altre classi di attività) affinché questo metallo prezioso possa svolgere la sua funzione assicurativa? La composizione di un portafoglio dipende dall'andamento del mercato dei capitali e dovrebbe essere abbastanza flessibile da potersi adattare nel tempo.

È TUTTA QUESTIONE DI QUALITÀ

Una caratteristica imprescindibile di una solida strategia d'investimento dovrebbe sempre essere la qualità degli asset selezionati. In borsa, scommettere sulle tendenze e sulle mode a breve termine è un po' come giocare d'azzardo. Ecco perché è ancora più importante concentrarsi sugli aspetti sostanziali di un investimento, sull'ammontare dei rendimenti che quest'ultimo è in grado di generare nel lungo termine e, soprattutto, sulla loro prevedibilità.

La qualità, alla fine, vince sempre, anche negli investimenti monetari, specialmente nei periodi di crisi. Pertanto, gli investitori dovrebbero concentrarsi sulle aziende in grado di sopravvivere pressoché indenni anche alle crisi più profonde, uscendone addirittura rafforzate.

Altrettanto importante è la flessibilità: solo chi dispone di un cuscinetto di liquidità è in grado di sfruttare le opportunità di investimento che si presentano e, prima o poi, capita a tutti. Questo accorgimento, però, da solo non basta. Ecco perché, a nostro avviso, il concetto di flessibilità e, di conseguenza, il termine liquidità, vanno interpretati in senso lato. Prima di acquistare bisognerebbe valutare ogni singola attività per stabilire con che facilità sarebbe vendibile all'occorrenza. A che cosa serve un investimento di per sé molto interessante, se non c'è mercato in caso di emergenza?

Gli investitori dovrebbero prestare attenzione anche alla solvibilità, sia alla propria, sia a quella degli emittenti delle azioni e delle obbligazioni che acquistano. La solvibilità è il presupposto per l'indipendenza e la capacità d'azione; al contrario, un forte indebitamento è la causa più frequente di fallimento e perdita del patrimonio. Anche questo è un aspetto che diventa ancora più rilevante in caso di crisi. Il prezzo è ciò che si paga, il valore è ciò che si riceve in cambio. Come fanno i bravi commercianti nella compravendita della propria merce, anche gli investitori dovrebbero soppesare con attenzione il valore delle società che desiderano aggiungere in portafoglio. Il prezzo è forse nettamente superiore al potenziale valore dell'investimento? O la quotazione è adeguata o, ancora meglio, inferiore all'effettivo valore? Gli investitori non dovrebbero mai lasciarsi tentare dalle esagerazioni delle borse, ma cercare di concentrarsi sempre sul vero valore di un investimento.

Diversificazione, qualità, flessibilità, solvibilità e valore: cinque concetti che abbiamo definito per noi stessi all'inizio degli anni 2000 e che abbiamo riunito nel nostro "Pentagramma di Flossbach von Storch". Cinque linee guida che fungono da metro di valutazione di tutte le decisioni d'investimento.

E continueranno a farlo anche in futuro!

Investire in aziende competitive che creano valore

a cura di Pinuccia Parini



FREDERIC JEANMAIRE
gestore del fondo CT (Lux) Pan
European Focus
Columbia Threadneedle Investments

Fondi&Sicav ha discusso con **Frederic Jeanmaire**, gestore del fondo **CT (Lux) Pan European Focus** di **Columbia Threadneedle Investments**, quale sia il suo approccio verso il mercato azionario europeo.

Ciò che sta succedendo in Medio Oriente come potrebbe influenzare lo scenario economico europeo?

«Il 20% del petrolio prodotto a livello mondiale passa per lo stretto di Hormuz. Lo scorso anno c'è stata una riallocazione dei portafogli a favore dell'Europa e dell'Asia e una delle ragioni che hanno portato a un ritorno dei flussi azionari verso il Vecchio continente sembra che sia stata la sua stabilità. A ciò si è aggiunta anche una sorta di preoccupazione nei confronti del dollaro americano che, sempre nel 2025, aveva penalizzato gli investitori in euro, divisa quest'ultima verso la quale le prospettive per il 2026 erano ancora positive. Tutto ciò in un panorama in cui l'inflazione era vista in discesa. Ed è proprio quest'ultimo punto l'aspetto cruciale della questione. La guerra in Ucraina ha provocato un aumento considerevole del costo del gas in Europa e,

per questa ragione, spinti dalla necessità di diversificare le fonti di approvvigionamento che dipendevano fortemente dalla Russia, per ottenere una fonte energetica da altri paesi, sono stati realizzati diversi nuovi terminali, che stanno diventando adesso operativi. Ciò significa che, in una situazione di stabilità, i prezzi energetici in Europa dovrebbero convergere con quelli del resto del mondo. In altre parole, si stavano creando le condizioni perché ci fosse un dividendo energetico. Ora la situazione potrebbe cambiare e l'inflazione ritorna a essere un tema di mercato».

Perché le nuove forniture sarebbero venute dal Qatar?

«Esatto e, al momento, il Paese sembra impossibilitato a svolgere qualsiasi operazione in merito. Ciò non significa che il gas non distribuito vada perso, ma la situazione è delicata. Se la guerra dovesse durare poco, non dovrebbero esserci importanti conseguenze: lo abbiamo già visto succedere in passato che i prezzi dei combustibili fossili salissero per poi correggere. Ma purtroppo non si sa che cosa accadrà e l'interrogativo di fondo per gli investitori è se i costi dell'energia scenderanno o meno».

Quali potrebbero essere le conseguenze per le società europee, soprattutto quelle di qualità nelle quali investite, di fronte a questo scenario?

«Lo shock provocato dall'attacco all'Iran potrebbe essere paragonato a quanto successo lo scorso anno il 2 aprile, quando le azioni corressero profondamente per poi recuperare terreno. Ma questa fu una reazione riflessa negli indici che non riguardò in uguale misura tutte le sue componenti. Le faccio un esempio per essere più chiaro. A noi piace Rolls Royce, non certo per le auto che produce, ma per i motori aeronautici. Quando furono introdotti i dazi, il titolo dell'azienda scese in borsa, ma rimbalzò molto velocemente, perché gli investitori compresero che dove vengono realizzati motori, viene fatta anche la loro manutenzione, attività non soggetta a tariffe; ovviamente, ci potrebbe essere un problema di aumento dei costi per le parti di ricambio, assorbibile però attraverso un aggiustamento dei prezzi. Non è un caso, invece, che altri titoli come Airbus o Boeing, che producono gli aerei, siano stati molto più colpiti dai dazi. Considerando anche quanto potrebbe succedere nell'attuale situazione di mercato, il nostro obiettivo è essere allocati nel segmento giusto della catena di approvvigionamento, meno soggetto a possibili colli di bottiglia. Per tornare ad Airbus, il problema di cui soffre tuttora non è la carenza di domanda, ma i tempi di consegna delle parti per realizzare un velivolo. E, se lo stretto di Hormuz dovesse rimanere bloccato, la situazione potrebbe esacerbarsi».

Quanto ha descritto per l'industria aerospaziale potrebbe valere anche per quella legata ai semiconduttori?

«Sì perché c'è un'elevata domanda di memory chip che si traduce in forti investimenti in produttori di apparecchiature per semiconduttori, come nel caso di Asml o Asm International, che hanno appena alzato la loro guidance. Asml è specializzata nello sviluppo e nella produzione di macchine per fotolitografia utilizzate nella fabbricazione di chip, mentre Asm International progetta, produce, commercializza e fornisce assistenza per apparecchiature utilizzate nella fabbricazione di dispositivi a semiconduttori. Ogni qualvolta aumenta la domanda di memorie, gli ordinativi per queste aziende crescono. Quindi,

dal nostro punto di vista, ciò che facciamo è analizzare la catena del valore, identificando dove c'è maggiore potere di determinazione dei prezzi e migliore richiesta di uno specifico prodotto. Continuiamo a credere in questi titoli perché vediamo più rischi al rialzo che al ribasso. Non è un'idea a sé stante, ma è corroborata dai nostri incontri con le aziende che ci parlano di una domanda in crescita che, in questo momento, viene dagli Usa, dal resto del mondo, ma, soprattutto, dalla Cina».

Nessun rischio che arrivino dei concorrenti sul mercato per queste aziende?

«Cinque anni fa circa, Nikon sfidò Asml nella litografia e attualmente c'è una startup americana in questo campo, che si chiama Substrate e che seguiamo con molta attenzione, così come facciamo con tutte le dinamiche che si presentano sul mercato e possono fare emergere nuovi e validi concorrenti. E crediamo che, alla fine, sia le aziende giapponesi, sia la Substrate del caso riusciranno a togliere ad Asml qualche quota di mercato, ma quando riusciranno a raggiungere l'odierno livello del colosso olandese, quest'ultimo sarà avanti di 20 anni. Dedichiamo gran parte del nostro tempo e delle risorse a fare questo tipo di analisi e ricerca, piuttosto che provare a stimare i risultati societari per il prossimo trimestre».

E se tutti questi investimenti da parte degli hyperscaler dovesse finire per creare una bolla?

«C'è indubbiamente un dibattito sul tema. Ciò che posso affermare da osservatore, però, è che il mercato sta già scontando il fatto che non tutte le grandi aziende coinvolte nell'AI riusciranno a essere leader e già si può notare il diverso comportamento in borsa dei titoli coinvolti sul mercato. Ma, ancora una volta, si può notare che il valore si è trasferito dai possessori dei datacenter ai produttori di apparecchiature come Asml, o Sk Hynix, Tsmc. Infine, posso solo osservare ciò che avviene sul mercato: i ricavi di aziende come Anthropic stanno salendo e queste ultime sono i clienti degli hyperscaler. Anthropic, in aggiunta, sta pianificando la propria quotazione in borsa. Sono tutti segnali che il mercato è in fermento e la domanda sta crescendo. E poi, in merito a questa preoccupazione sulla bolla, c'è un aspetto curioso che vorrei fare

emergere. Sa quali sono stati i titoli più stabili, nonostante la volatilità provocata dalla guerra nel Golfo? Alcuni nomi del comparto dei semiconduttori, proprio per il fatto di essere più isolati del resto del mercato dalle vicende in corso».

Può riassumere da un punto di vista teorico la sua strategia di investimento?

«Identifichiamo i titoli in cui investiamo, ossia le azioni quality growth, in aziende che hanno una posizione competitiva all'interno della loro filiera, che trovano nella trasformazione un catalizzatore di crescita e che creano valore, sia in termini di redditività del capitale, sia di aspettative di sviluppo futuro. Ci focalizziamo sulla qualità del modello di business e sulla capacità delle società di generare flussi di cassa sostenibili nel tempo, con l'obiettivo di individuare vantaggi competitivi strutturali, derivanti da brand solidi, tecnologie proprietarie o economie di scala».

L'Europa rappresenta un universo di investimento ampio e diversificato, ma se si guarda la composizione dell'indice, emerge la ciclicità dei settori rappresentati. Che cosa ne pensa?

«Il nostro portafoglio è composto da una trentina di titoli che ci consentono un'esposizione unica a business di alto livello che incontrano i nostri criteri di selezione. Non siamo interessati e non è il nostro obiettivo avere un'allocation che rifletta la composizione del mercato. In merito alla ciclicità, c'è chi sul mercato ha preferito investire in attività poco cicliche, con alti ritorni negli ultimi 10 anni, ma le valutazioni attuali hanno raggiunto livelli elevati. In aggiunta, si può essere un'azienda a bassa ciclicità, ma essere esposta a molti rischi, come è successo per alcuni titoli del lusso».

In Europa gli utili aziendali hanno però disatteso le aspettative. Che cosa si attende per il 2026?

«L'Europa è prossima a un'inversione di tendenza. Se non ci saranno grandi sconvolgimenti, può beneficiare di un minore costo dell'energia, dello stimolo tedesco e di un ritorno dei consumi delle famiglie. Le attese per quest'anno sono di una crescita degli utili a doppia cifra e le aziende di elevata qualità trattano a valutazioni attrattive».

Sguardo fisso verso la meta con strategie obbligazionarie su misura.

Il mercato obbligazionario è uno dei più grandi e liquidi mercati finanziari.
Non offre solo stabilità, ma anche una moltitudine di opportunità in tutto il mondo.
Per coglierle, servono menti indipendenti e la giusta strategia d'investimento.
Scopri le strategie Fixed Income di Flossbach von Storch.



[flossbachvonstorch.it/it/
reddito-fisso](https://flossbachvonstorch.it/it/reddito-fisso)



Flossbach von Storch

INVESTMENT MANAGEMENT



FOCUS BOND

Obbligazioni, cercare valore in tempi complessi



Allianz 
Global Investors



PIMCO



E EUROMOBILIARE
ASSET MANAGEMENT SGR




**CAPITAL
GROUP™**



Sella
SGR

Testo e interviste
a cura di Pinuccia Parini

L'attenzione è sul carry

La situazione geopolitica si sta complicando ulteriormente e non sono ancora chiare quali possano essere le conseguenze future della guerra in atto nel Golfo. I dati cui fare riferimento dipingono uno scenario ancora positivo da un punto di vista economico e indicano la possibilità di beneficiare dei rendimenti offerti dai titoli obbligazionari, ma con un caveat: prediligere più che mai la gestione attiva.

«Ancora un anno di “carry”, ma selettivo»



MASSIMILIANO MAXIA
Senior Fixed Income
Product Specialist
Allianz Global Investors

Allianz 
Global Investors



Quali erano le vostre aspettative sulla politica monetaria delle maggiori banche centrali per quest'anno, prima dello scoppio del conflitto nel Golfo?

«Rilevavamo una divergenza di comportamento che copriva sostanzialmente l'intero spettro delle decisioni possibili. Infatti, se si considerava che cosa il mercato si stesse attendendo da Federal Reserve, Banca Centrale Europea, Bank of England e Bank of Japan, il quadro che emergeva non era certamente uniforme. La Bce, insieme alla Boe, era ferma ormai sui tassi da diversi mesi, la Boj aveva recentemente alzato il costo del denaro e la Fed, invece, avrebbe dovuto continuare a ridurlo. L'analisi delle curve forward suggeriva che la Bce, ad esempio, non sarebbe intervenuta per tutto l'anno, mentre per la Fed era già prezzato un taglio tra giugno e luglio. Il mercato, per il 2026, scontava due riduzioni da parte dell'Istituzione monetaria americana, mentre la terza restava incerta».

Che cosa vi attendete ora?

«Ci aspettiamo ancora la stessa divergenza nel comportamento delle banche centrali.

Tuttavia, se si guarda ai recenti movimenti di mercato, sembra emergere, anche se non pienamente, la possibilità che la Bce possa alzare quest'anno il costo del denaro di 25 punti base. È ovvio che l'evoluzione della situazione sarà scandita da quanto aumenteranno i prezzi del petrolio e del gas, dalla durata e dalle dimensioni del conflitto, tenendo conto anche degli effetti della chiusura dello stretto di Hormuz».

Non ci sono timori sul lato dell'inflazione?

«I dati più recenti, che ricordiamo sono sempre a consuntivo e, di conseguenza, non costituiscono forse il migliore strumento da cui trarre indicazioni, sono incoraggianti, con la componente core dell'indice dei prezzi al consumo poco sopra il 2% in Eurozona e il 2,5% negli Usa (dato di febbraio). Alla luce di quanto sta succedendo, affermare che sia prossima una ripresa molto sostenuta dell'inflazione è prematuro per le ragioni elencate in precedenza. I mercati obbligazionari, però, hanno iniziato a prezzare che almeno un rialzo ci possa essere e i rendimenti sono saliti negli Stati Uniti e, in particolare modo, in Europa, che risulta essere meno indipendente da un punto di vista energetico».

Quindi un taglio dei tassi con il nuovo presidente della Fed?

«Se la Fed taglierà i tassi questa estate, lo farà sotto la presidenza di Kevin Warsh, che è conosciuto per le sue posizioni più da “falco” che da “colomba” e in passato non aveva mancato di criticare Ben Bernanke, suo predecessore, per la gestione del bilancio della Banca centrale. Sarà l'economia che giustificherà politiche monetarie più accomodanti o ci saranno altri motivi? È ancora troppo presto per esprimere un giudizio in merito, ma non sarei sorpreso se la discussione alimentasse un vivace dibattito, anche nei confronti del presidente uscente Powell e sulla cautela da lui mostrata nel ridurre il costo del denaro. Tuttavia, a tale proposito, bisognerebbe ricordare che la Fed aveva già iniziato a tagliare i tassi in modo netto già nel 2024 (a suo tempo questa azione sorprese anche il mercato), sino ad arrivare a una riduzione di 175 punti base a dicembre 2025».

L'irripidimento della curva dei rendimenti Usa non è legata al timore che la Fed perda l'indipendenza?

«La pressione sulle scadenze più lunghe è

presente sui mercati finanziari e ci attendiamo che il fenomeno continui quest'anno, con uno steepening della curva alimentata soprattutto dal disavanzo fiscale e dall'aumento del debito pubblico».

Come spiega il calo del rendimento del Treasury decennale seguito dalla risalita di questi giorni?

«Lo ricondurrei più a situazioni contingenti di mercato, dove sono aumentati i timori legati al settore tecnologico e alla capacità che le aziende coinvolte mantengano un livello di redditività che giustifichi i multipli cui trattano. In altri termini, alle prese di profitto su alcuni titoli azionari è corrisposto un rialzo del prezzo del Treasury. Poi è scoppiato il conflitto in Medio Oriente e la reazione dei governativi americani è stata esattamente opposta. Ma è ancora troppo presto per fare ulteriori considerazioni in merito».

Lo scorso anno l'investimento nel reddito fisso era guidato dal carry; sarà lo stesso anche quest'anno?

«Ci sono diverse similitudini tra 2025 e 2026 per l'asset class obbligazionaria. Come già menzionato in precedenza, ci attendiamo un generalizzato aumento dei rendimenti sulle scadenze più lunghe. In secondo luogo, come è accaduto nel 2025, pensiamo che la duration vada considerata un fattore tattico e non strutturale di performance per un portafoglio obbligazionario. Ne consegue che la gestione di quest'ultima deve essere delegata a soluzioni d'investimento attive, che sappiano come governare il rischio tassi. Noi preferiamo posizionarci tra i due e i cinque anni, ma ovviamente le valutazioni vanno fatte in termini di rapporto rischio/rendimento in base allo scenario delineato. Al momento, non vediamo alcuna forte direzionalità dei tassi, che potrebbe, ad esempio, innescare i benefici dell'effetto roll-down e pensiamo che non sia il caso di avere molta duration nei portafogli che potrebbe essere portatrice di volatilità. Per fare un esempio, nel 2025 l'indice governativo 1-3 anni e quello bond aggregate hanno fatto meglio in valore assoluto degli omologhi "all maturities" e in termini di rischio/rendimento: i primi sono stati superiori al 2% e i secondi al

2,6%. Per rispondere alla domanda, i primi due mesi del 2026 hanno insegnato che avere un po' di duration può aiutare, ma non si è ancora di fronte a un'evoluzione della situazione tale da richiedere un cambiamento strutturale nel posizionamento degli investimenti. Attualmente, non rileviamo alcun fattore che ci spinga in questa direzione. La conclusione è che il carry rimarrà il vero motore di performance per i mercati obbligazionari, anche perché gli spread si sono ulteriormente compressi».

Spread che si sono ancora contratti non la portano a pensare che il mercato abbia già scontato tanto nei prezzi?

«Capisco questo punto di vista ma, nel contempo, non ritengo si possa ignorare che i fondamentali a livello macro e microeconomico sono ancora positivi e la stagione degli utili aziendali lo ha dimostrato. In uno scenario simile, è inevitabile che le aziende si finanzino sul mercato del credito, visto che le condizioni sono estremamente favorevoli. In aggiunta, la domanda per obbligazioni societarie rimane elevata grazie al carry che offrono in un contesto economico favorevole».

Si comincia però a parlare di bolla speculativa dell'Ai. Ci sono stati effetti sul mercato?

«Direi proprio di no. In generale credo si possa affermare che tutte le emissioni del credito da inizio anno siano state coperte dalle tre alle quattro volte in termini di domanda. Ciò significa che, se è in atto una bolla dell'Ai nel credito, non se ne vedono gli effetti. Forse si può affermare che, attualmente, si sia in una fase di grande trasformazione tecnologica da cui emergeranno dei vincitori, ma si tratterà di un processo che non tutte le società avranno la capacità di superare perché richiede consistenti investimenti il cui peso si farà sentire negativamente sulla redditività delle stesse. Credo che, gradualmente, ci si avvi verso questo periodo di transizione che sarà caratterizzato da maggiore volatilità e più complesso da gestire».

In questi ultimi anni, se si guarda le composizioni degli indici del credito,

si nota un miglioramento del merito creditizio degli emittenti. Vale anche per il credito privato?

«Il trend in generale è di miglioramento, sia nella componente pubblica, sia in quella privata. Non vedo alcun sintomo di stress o di malfunzionamento dei mercati finanziari. Certamente, in una situazione in cui le valutazioni sono abbastanza ricche, bisogna prestare attenzione a due fattori che, a mio parere, saranno premianti. Il primo è la diversificazione, ossia la capacità di selezionare ciò che si vuole veramente avere nel portafoglio. Mi spiego meglio. Di recente un'azienda con rating BB ha emesso un'obbligazione Hy con soli 100 punti base di spread sopra il Bund. Se, da un lato, ciò significa che le condizioni di mercato sono buone per gli emittenti, dall'altro, bisogna sapere esattamente che cosa si sta acquistando. Non è certo la prima volta che, in momenti di euforia e con la domanda che supera abbondantemente l'offerta, si acquisti un'obbligazione senza fare un'adeguata selezione. È un errore che non deve essere commesso. Il secondo fattore è prestare molta attenzione alla liquidità, soprattutto nell'universo corporate».

Una curiosità: che cosa pensa della continua crescita degli asset dei fondi monetari negli Usa?

«Siamo in una fase in cui le incertezze non mancano: la geopolitica aleggia su tutti gli scenari, ma i mercati finanziari e l'economia mostrano di essere in salute; si parla di "debasement trade", ma le aspettative di inflazione non salgono; permane l'incertezza sulle future decisioni di politica monetaria della Fed. Insomma, ci sono più ragioni per spiegare come mai una parte della liquidità venga investita in soluzioni monetarie e anche i rendimenti non sono trascurabili, con remunerazioni che possono superare quelle dei governativi di uguale scadenza».

Come si dovrebbe posizionare un investitore in euro in questo contesto?

«Per quanto riguarda la performance, è il "flusso reddituale", ossia il carry, l'elemento su cui puntare. C'è una preferenza per i titoli in euro (Ig) visto il costo di copertura del dollaro che ci attendiamo in indebolimento (intorno a 1,22). Selettivamente risulta interessante anche il debito emergente».

«Difensivi non solo con i titoli governativi»



FLAVIO CARPENZANO
investment director
fixed income
Capital Group



**CAPITAL
GROUP™**

Come giudica il contesto attuale dei mercati finanziari?

«Dopo le incertezze del 2025, il 2026 si prospetta come un anno altrettanto sfidante per gli investitori. In parte, ciò riflette il mutato scenario strutturale: la resilienza del modello economico statunitense è sottoposta a nuove sfide, mentre l'economia globale subisce profondi cambiamenti sotto il peso delle rivoluzioni tecnologiche, dei riassetti geopolitici e dell'evoluzione dei flussi di capitale. I pilastri fondamentali della produttività, della governance e della stabilità finanziaria, rimangono solidi. Tuttavia, il loro futuro sarà determinato dall'efficacia con cui gli Stati Uniti e i loro partner globali si adatteranno alle pressioni della "grande ristrutturazione globale" che riteniamo sia in corso. Per gli investitori, gli sviluppi chiave da monitorare in futuro sono: il ritmo e l'impatto degli incrementi di produttività guidati dalla tecnologia; la riconfigurazione dei flussi commerciali e di investimento; la sostenibilità del debito



e il dollaro; generare valore per gli azionisti in un panorama normativo in evoluzione orientato agli azionisti. Sebbene queste forze guidino il cambiamento strutturale, il quadro ciclico resta altamente incerto. Da un lato, il panorama economico globale resta solido: questa forza è riflessa nelle valutazioni elevate di diverse asset class, come azioni, oro e spread creditizi; dall'altro, alcuni indicatori iniziano a evidenziare un indebolimento, aumentando la vulnerabilità degli asset rischiosi a correzioni».

Di fronte a queste potenziali contraddizioni, che cosa possono fare gli investitori?

«Si trovano di fronte a un bivio: restare

investiti e cercare di trarre vantaggio da un ulteriore slancio positivo della crescita, oppure agire prudentemente e prepararsi per le correzioni del mercato? Dal nostro punto di vista, un'allocazione al reddito fisso attentamente costruita potrebbe consentire agli investitori di beneficiare di entrambi gli aspetti. Anche se la recessione non rappresenta lo scenario di base per un investitore, mantenere una componente difensiva a protezione della potenziale volatilità futura è da sempre considerato un approccio prudente per mantenere l'esposizione ai mercati rischiosi, come quelli azionari. La necessità di una componente difensiva è uno dei motivi tradizionali per detenere obbligazioni globali core e noi riteniamo che tale esigenza resti oggi più che mai rilevante».

Perché le obbligazioni core sarebbero efficaci in questo senso?

«Il motivo risiede, in parte, nella storica bassa correlazione con le azioni. Tuttavia, il brusco sell-off di obbligazioni e azioni del 2022 ha portato molti investitori a mettere in discussione le proprietà di diversificazione delle obbligazioni globali; questo scetticismo ha indotto un gruppo di investitori a cercare di diversificare in altri modi, ad esempio attraverso asset alternativi. Pur riconoscendo i vantaggi di individuare opportunità in altre asset class, riteniamo che ci siano ragioni fondamentali per cui gli investitori non dovrebbero trascurare un'allocazione alle obbligazioni core».

Quali sono?

«Innanzitutto, il 2022 è stato un momento estremamente atipico nella storia degli investimenti a reddito fisso: i rendimenti iniziali erano estremamente ridotti e, nel periodo precedente, le banche centrali non avevano dovuto gestire una maggiore inflazione e si sono trovate impreparate allo shock inflazionistico vigente. Oggi, nessuno di questi fattori è valido. In secondo luogo, con la "normalizzazione" del contesto macroeconomico, sono tornati i meccanismi tradizionali delle obbligazioni. Gli attuali rendimenti, strutturalmente più elevati, permettono di beneficiare del potenziale di apprezzamento del capitale quando i tassi di interesse scendono durante fasi di avversione al rischio. Prima dello scoppio della guerra del Golfo, di cui è ancora prematuro misurare quelli che saranno gli effetti, l'inflazione si stava attenuando: la combinazione di shock energetico sul fronte dell'offerta e della forte domanda post-pandemia, che aveva provocato il picco inflazionistico nel 2022, non è più presente oggi».

Ma le obbligazioni core svolgono ancora un ruolo difensivo?

«Sì, ma occorre un approccio diverso rispetto al passato. Le dinamiche del debito sono cambiate in modo drastico dalla crisi finanziaria globale, con i governi dei mercati sviluppati (Dm) che hanno contratto un indebitamento significativamente maggiore, mentre governi, consumatori e

aziende dei mercati emergenti (Em) hanno tendenzialmente ridotto la loro quota di debito. Un trend destinato a continuare se, come ci si aspetta, i deficit fiscali dovessero persistere nelle economie avanzate. In secondo luogo, l'influenza delle banche centrali sui mercati potrebbe diminuire nel tempo. Una crescente propensione a ridurre il bilancio (attraverso il quantitative tightening) potrebbe, infatti, tradursi in minore liquidità e in una ridotta capacità di intervento sui mercati durante i periodi di stress. Inoltre, l'aumento delle pressioni politiche e gli interrogativi sull'indipendenza delle banche centrali potrebbero erodere l'autorità e l'efficacia degli istituti di emissione. Questi sviluppi, non indicando un abbandono totale delle obbligazioni governative come ancora difensiva nei portafogli, evidenziano, però, che il metodo tradizionale potrebbe non risultare più adeguato. Una potenziale opzione potrebbe essere rafforzare la componente difensiva attingendo a un ventaglio più ampio di opportunità e di espandere la diversificazione al di là dei confini convenzionali».

Come si traduce tutto ciò in strategia d'investimento?

«Attraverso l'implementazione di una strategia d'investimento variegata per ottenere la posizione difensiva desiderata; ad esempio, un'allocazione tradizionalmente difensiva nei titoli di stato dei Dm, come i Treasury Usa, potrebbe essere combinata con altre fonti di debito caratterizzate da livelli di indebitamento più contenuti, come i titoli di stato dei mercati emergenti di qualità più elevata o le obbligazioni corporate investment grade. Per evitare di introdurre rischi indesiderati, l'allocazione può essere combinata con una posizione di settore a valore relativo o con un'esposizione valutaria selettiva».

Potrebbe fare un esempio?

«È uno stile di investimento che cerca di replicare in larga misura le stesse caratteristiche di un'allocazione core globale in obbligazioni, mirando allo stesso tempo a ottenere rendimenti attivi più elevati aumentando il rischio attivo attraverso fattori di rischio diversificati, il cui controllo avviene grazie a una com-

prensione approfondita delle correlazioni e dei fattori di rischio che caratterizzano i vari segmenti del reddito fisso globale. Le correlazioni possono essere basse, o talvolta addirittura negative, per esempio tra rischio di credito e rischio di duration; ma attenzione, non sono statiche: al mutare delle relazioni, possono emergere periodi in cui i settori offrono coperture meno efficaci».

Quali sono le principali opportunità per un gestore attivo di obbligazioni globali?

«Le divergenze di politiche a livello mondiale: attualmente, le aspettative di politica monetaria e fiscale divergono notevolmente tra le economie dei mercati sviluppati e dei mercati emergenti. I rendimenti relativamente elevati attualmente offerti dai mercati obbligazionari implicano che l'aggiunta di duration è ora meno onerosa rispetto a gran parte del periodo successivo alla crisi finanziaria globale. Gli Em presentano varie opportunità, specie nei tassi locali e nelle valute. I livelli di spread complessivi sono relativamente contenuti nella maggior parte dei settori creditizi, la dispersione delle valutazioni tra gli emittenti rimane elevata. Ciò fornisce opportunità per la ricerca fondamentale e la selezione dei titoli bottom-up per identificare potenziali investimenti».

Bisogna quindi ripensare a come investire nelle obbligazioni core?

«I titoli di stato sono fondamentali per fornire ai portafogli stabilità difensiva e diversificazione; tuttavia, con il debito pubblico dei mercati sviluppati ai massimi storici che non accenna a diminuire, potrebbero non rappresentare più la scelta ottimale come strumento di difesa. Altre aree del mercato obbligazionario potrebbero invece aumentare le caratteristiche difensive del portafoglio. Attraverso un'esposizione dinamica ai settori del credito come high yield, investment grade, mercati emergenti e asset cartolarizzati, gli investitori possono accedere a interessanti opportunità di rendimento, senza dovere necessariamente scendere a significativi compromessi dal punto di vista della qualità».

«Investire in modo flessibile e diversificato»



DANIEL IVASCYN
Group cio
Pimco

PIMCO

Nelle ultime prospettive cicliche “Opportunità di capitalizzazione”, illustrate un quadro globale caratterizzato dalla divergenza. Come può incidere la crescente dispersione sul panorama d’investimento?

«La minore correlazione nei percorsi di crescita e nelle politiche a livello globale offre un contesto interessante per la gestione attiva degli investimenti. Allo stesso tempo, le valutazioni azionarie restano elevate e i tassi monetari in molti mercati sono in discesa, mentre l’obbligazionario sulle scadenze intermedie e più lunghe continua a offrire pregevole valore. Per gli Stati Uniti ci aspettiamo una crescita robusta in termini assoluti e relativi, sostenuta dai solidi fondamentali delle famiglie a reddito medio e alto, dai tassi bassi sui mutui contratti in passato e dalla spinta generale impressa dall’intelligenza artificiale (Ai), sia da un punto di vista tecnologico, sia per gli investimenti che comporta, compresi quelli in infrastrutture energetiche. Lo stimolo fiscale varato lo scorso anno fornisce anch’esso sostegno. L’inflazione probabilmente resterà al di sopra del target della Fed, ma, an-

che con un percorso accidentato, ci aspettiamo una sua tendenziale discesa nel corso dell’anno. Al di fuori degli Stati Uniti, molte economie appaiono più fragili perché mancano diversi di quei fattori che sostengono quella americana. La divergenza a livello globale nelle traiettorie di crescita e i trend di cambiamenti sul fronte delle politiche stanno creando significative opportunità con mercati meno correlati».

Quali rischi o fattori dirompenti potrebbero mettere in discussione queste prospettive di crescita robusta e inflazione in calo?

«Ci sono rischi significativi da tenere presenti. Da inizio anno si sono già registrate considerevoli tensioni geopolitiche, che hanno colto di sorpresa i mercati e continuano ad alimentare incertezza. L’approccio di politica estera degli Stati Uniti è passato al centro dell’attenzione. C’è poi un’incertezza di

fondo sull’inflazione, che resta al di sopra del target delle banche centrali negli Stati Uniti e in altri paesi come Giappone, Australia e Regno Unito. Tutto ciò implica che probabilmente proseguirà la differenziazione tra economie a livello globale e permarranno rischi legati all’inflazione. Queste dinamiche, tuttavia, creano anche opportunità di diversificazione globale per i gestori attivi, attraverso posizioni locali attentamente dimensionate o esposizioni valutarie selettive. Con un’adeguata gestione, queste posizioni possono contribuire non solo a determinare profili di rendimento interessanti, ma hanno anche il potenziale di una buona performance complessiva».

Che cosa prevede per la Fed e le altre banche centrali?

«Nei mercati sviluppati (Dm), gran parte delle banche centrali è destinata ad abbassare i tassi con l’inflazione



che si avvicina al target. Ci aspettiamo, in generale, un allentamento monetario nelle economie sviluppate, a eccezione del Giappone, dove le dinamiche di mercato possono spingere a rialzi dei tassi. Negli Stati Uniti, la crescita dovrebbe restare solida e pensiamo che la Fed punterà ad abbassare il tasso di riferimento, probabilmente più avanti quest'anno, per portarlo intorno al 3%. Ciò detto, il percorso resta molto dipendente dai dati che sopraggiungeranno. A fronte di questo quadro, il nostro posizionamento si presenta più bilanciato, mantenendo flessibilità per sfruttare fenomeni di volatilità circoscritta».

In un contesto di allentamento monetario, pressioni fiscali e quadro globale in evoluzione per gli investimenti, che cosa si attende dal dollaro?

«Il dollaro tratta tra un valore equo e una lieve sopravvalutazione; pertanto manteniamo un modesto sottopeso sul biglietto verde. Con cicli sempre più asincroni a livello globale, posizionamenti basati sul valore relativo appaiono più convincenti. Valute locali e tassi al di fuori degli Stati Uniti continuano a offrire opportunità interessanti in termini di diversificazione e potenziale di rendimento».

Come affrontare, di conseguenza, il mercato obbligazionario per l'anno in corso?

«Con la nostra "strategia income" abbiamo optato per un posizionamento incentrato su resilienza e flessibilità, soprattutto considerando che alcuni segmenti del mercato, il credito societario e l'azionario, in particolare, continuano a riflettere nelle valutazioni scenari ideali. Diamo priorità alla diversificazione e ci adoperiamo per mantenere alta la liquidità in modo da potere rispondere con rapidità in caso di movimenti di mercato particolarmente accentuati. Ciò implica rimanere prudenti rispetto ad ambiti in cui gli spread non offrono adeguata remunerazione agli investitori a fronte della sensibilità al ciclo economico, conservare una chiara predi-

lezione verso attivi di maggiore qualità e usare tutti gli strumenti del nostro armamentario a livello globale per puntare a rendimenti interessanti. Sui tassi, manteniamo un posizionamento di duration lievemente inferiore rispetto al benchmark obbligazionario aggregato ma focalizzato sulla parte intermedia della curva (5-10 anni), che riteniamo offra un migliore bilanciamento tra rendimenti interessanti e flessibilità. Restiamo meno costruttivi sulla porzione della curva con scadenze molto a lungo termine. In termini geografici, abbiamo ampliato l'esposizione a Regno Unito, Australia e a determinati mercati emergenti (Em), tra i quali Colombia, Sudafrica, Brasile e Messico. Si tratta di allocazioni improntate alla prudenza, ma volte a rafforzare, sia i rendimenti, sia la diversificazione. L'irripidimento della curva dei rendimenti è stato uno dei temi sui quali abbiamo nutrito maggiore convinzione lo scorso anno e, con l'evolvere delle valutazioni, le scadenze più lunghe stanno cominciando ad apparire più interessanti. Ci aspettiamo che possano svolgere un ruolo maggiore nel 2026 con la continua evoluzione dell'insieme di opportunità».

Qual è il suo orientamento sul credito, sia strutturato, sia societario, in questa fase?

«Nel credito strutturato continuiamo a porre enfasi sui segmenti di maggiore qualità, ambiti sostenuti da underwriting robusto e bilanci solidi delle famiglie. Ciò comprende esposizioni focalizzate sul segmento del credito ai consumatori come quello basato su mutui residenziali, Abs di finanziamenti auto, Abs di prestiti studenteschi sui mercati privati, e finanziamenti a mutuatari con reddito medio/alto. Siamo anche attivi sui mercati delle cartolarizzazioni nel Regno Unito e in Australia, dove le tranches senior offrono tuttora potenziale di rendimento interessante su base corretta per il rischio. Siamo, invece, più selettivi su operazioni che riguardano infrastrutture per le tecnologie e quelle energetiche correlate. Possono essere opportunità allettanti ma tendono a implicare maggiore volatilità e a essere più assimilabili al credito societario in

termini di comportamento. Nel credito societario, sui mercati sia pubblici sia privati, gli spread restano compressi. La performance è stata robusta dalla crisi finanziaria globale, ma si cominciano a vedere i primi segni di deterioramento, tra i quali alcuni default di rilievo. In questo contesto, restiamo prudenti sul beta del credito societario generico e continuiamo a privilegiare esposizioni di maggiore qualità all'obbligazionario governativo e agli Mbs. Questo posizionamento contribuisce a mantenere il portafoglio difensivo e al contempo preservare ampia liquidità, dotandoci di flessibilità per sfruttare inversioni tecniche o episodi di volatilità che potrebbero offrire punti di ingresso più interessanti».

E per quanto riguarda il debito dei mercati emergenti?

«I mercati emergenti hanno messo a segno risultati vigorosi lo scorso anno e presentano tuttora valutazioni interessanti rispetto ad aree di investimento più affollate. Usiamo l'esposizione ai mercati emergenti per rafforzare i rendimenti e la diversificazione attraverso posizioni in valute locali di alta qualità, in determinate opportunità nel debito sovrano e in special situations selezionate reperite dal nostro team Em. Le allocazioni sono misurate, ma forniscono un valido contributo alla diversificazione complessiva della strategia».

Quindi una strategia che punta sulla diversificazione?

«In generale, la "strategia income" mira a sfruttare tutti gli strumenti a disposizione per costruire e gestire attivamente un portafoglio molto diversificato che generi flussi reddituali. Giova ricordare che i rendimenti obbligazionari di partenza tendono a essere fortemente predittivi dei risultati a lungo termine e i rendimenti attuali depongono a favore di valide prospettive a tre e a cinque anni. Mentre i tassi monetari sono previsti calare e le valutazioni azionarie restano elevate, crediamo che l'obbligazionario continui a offrire solido valore sostenuto dalla diversificazione globale e dalla flessibilità».

«Nell'incertezza, rimaniamo sul segmento medio-breve della curva»



GIULIANO PALUMBO
lead fixed income
Euromobiliare
Asset Management Sgr

EUROMOBILIARE
ASSET MANAGEMENT SGR

Nel 2026 vedremo ancora le banche centrali tagliare i tassi d'interesse?

«È doveroso fare una premessa. Dato il contesto attuale di conflitto in corso in Medio Oriente, penso sia molto difficile fare delle previsioni. Le dinamiche economiche in atto vanno inevitabilmente a intersecarsi con quanto sta succedendo non solo in Iran, ma nell'intera regione. Ritengo che il sentiero di allentamento monetario degli Stati Uniti potrebbe avere raggiunto una fase di potenziale stasi: la domanda interna è solida, il mercato del lavoro mostra una discreta tenuta, ma l'attuale scenario bellico introduce alcune variabili che, potenzialmente, complicano ulteriormente i piani della Fed. Ci sono tutte le premesse perché la Banca centrale decida di assumere una posizione attendista in materia di riduzione dei tassi: il prezzo del petrolio che sale e l'impossibilità, di fatto, di attraversare lo stretto di Hormuz sono due fattori che rischiano di vanificare i risultati raggiunti dal processo disinflativo iniziato dalla Banca centrale americana. In Europa, il panorama riflette una situazione di cauta osservazione, accentuata dalla vulnerabilità di un continente

più sensibile agli shock energetici e da un contesto di crescita fragile. Ciò potrebbe fare sì che la stessa Bce assuma un atteggiamento improntato alla massima prudenza e, quindi allontani, almeno per il momento, qualsiasi tentazione di misure a sostegno dell'economia».

Se non ci fosse stato l'attacco all'Iran, dal suo punto di vista, come avrebbero agito la Bce e la Fed?

«Partendo dalla Banca centrale americana, il mercato scontava già due tagli e mezzo circa nella seconda metà dell'anno. Attualmente, però, le attese nei prezzi sono scese a meno di due

tagli (1,75 al 4 marzo). Per quanto riguarda la Bce, pur non nutrendo particolari aspettative, sarei stato propenso a considerare le misure espansive, data la debolezza della crescita del Vecchio continente rispetto a quella americana, con tassi reali più bassi e un processo disinflativo più sostenuto. La situazione attuale è tale da non potere escludere un riprezzamento del quadro economico globale e dell'inflazione: l'esito dipenderà interamente dalla durata e dalle ricadute del conflitto.

E per quanto riguarda le politiche monetarie delle banche centrali di altri paesi?

«Il contesto appare frammentato e con-



dizionato dalla situazione contingente. Dobbiamo pensare che vi potranno essere alcune divergenze di comportamento da parte delle autorità monetarie, in quanto le economie coinvolte potrebbero risentire in modo asimmetrico dell'instabilità mediorientale. In alcuni paesi dell'Asia, la necessità di stabilizzazione valutaria, di fronte a un possibile e già evidente rafforzamento del dollaro come bene rifugio, potrebbe suggerire alle banche centrali forte prudenza, mentre per i paesi importatori di beni energetici, le dinamiche dei prezzi rischiano di essere messe sotto pressione dall'aumento dei costi del carburante. Tutto ciò comporta un rallentamento delle manovre espansive che erano state ipotizzate solo qualche settimana fa».

Prima delle tensioni in Medio Oriente, era sotto-stimato il ritorno dell'inflazione negli Usa?

«Il mercato ha sottovalutato il potenziale impatto inflazionistico derivante da un aumento del costo della vita a causa dello stimolo fiscale, delle misure per sostenere l'affordability e dai dazi, nonostante il mercato stimasse un basso impatto di queste misure sui prezzi, visti gli sforzi fatti dall'amministrazione americana per combattere l'inflazione. L'intervento degli Stati Uniti in Venezuela dovrebbe essere letto come un approvvigionamento di riserve petrolifere con l'intento di tenere sotto controllo i prezzi del carburante. Il contesto attuale, inevitabilmente, comporta una complessità che mette in discussione il percorso di rientro dei prezzi verso i livelli desiderati, causando resistenze significative dalle quali potrebbero emergere una maggiore vischiosità dei prezzi e un cambio di percezione delle dinamiche relative in atto. Non è da escludere che l'amministrazione americana decida ulteriori misure di stimolo qualora lo scontro in Medio Oriente dovesse acuirsi nel tempo. L'escalation militare potrebbe comportare un allungamento dei tempi di stabilizzazione dell'inflazione a livelli ancora più elevati».

La nomina del nuovo presidente della Fed sembra

che sia piaciuta ai mercati e che li abbia rassicurati. Cambierà qualcosa?

«Al centro del dibattito globale e alla base della fiducia degli investitori, risiede un tema cruciale: l'indipendenza della Banca centrale. Credo che con la nomina di Kevin Warsh si entri in un territorio un po' inesplorato, visto che la decisione suggerisce che possa nascere una dialettica interna ricca di sfumature. Seppure Warsh sia riconosciuto come "falco", la sua nomina potrebbe sottendere a un accordo tra Tesoro e Fed per evitare frizioni operative sulla necessità di finanziamento del debito pubblico e del sistema. Potremmo essere alla vigilia di una nuova era di cooperazione, sollevando una serie di interrogativi sulle priorità dell'Istituzione centrale nell'affrontare shock esogeni (vedi la guerra con l'Iran), o il sostegno all'economia o la riaffermazione della propria indipendenza. Il mercato non sembra credere a una Fed dipendente da Washington, ma non possiamo totalmente escludere che col tempo si possa assistere a una leggera erosione della libertà di azione».

L'aumento dei costi dell'energia in Europa ha un impatto forse ancora più forte che negli Usa?

«La mancanza di indipendenza energetica europea è un problema e lo abbiamo già chiaramente visto con l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, insieme alle relative conseguenze. L'aumento delle bollette tocca direttamente il consumatore, sia sul lato delle spese discrezionali, sia sul costo della vita, e si riflette nell'inflazione complessiva, che viene così spinta al rialzo. Nell'attuale contesto ciò complica ulteriormente la politica della Bce».

Come si gestisce la duration di portafoglio in queste fasi di mercato?

«Penso che la Federal Reserve si trovi stretta tra le morse di una nuova tenaglia: allo slancio dell'economia domestica si è aggiunto lo shock dell'offerta energetica causato dal conflitto nel Golfo. Questo evento non ha solo innescato una fiammata del petrolio, ma ha agito come un

acceleratore dei rischi di reflazione. Finché la volatilità legata al greggio alimenterà il timore che l'inflazione rimanga ancorata sopra il target, credo che la Banca centrale resterà in una pausa prudenziale, costringendoci a una gestione della duration decisamente più difensiva e tattica. I tassi a breve stanno già risentendo degli eventi in corso e si sono disancorati dalle precedenti attese di taglio della Banca centrale americana, provocando un appiattimento della curva, mentre quelli a lungo termine si sono alzati, perché sono aumentati il rischio geopolitico e le aspettative d'inflazione. Quindi, la parte da preferire è il segmento medio-breve della curva. In Europa, la strategia non cambia molto, anche se le ragioni sono differenti. Prima della guerra all'Iran la situazione era di calma relativa, ora il tema della sicurezza energetica torna al centro del dibattito, complice la persistente condizione dell'Europa come importatrice netta di energia. Ciò cui si sta assistendo è un irrigidimento della curva governativa per un calendario molto ricco di emissioni e che ha prodotto un atteggiamento attendista degli investitori sulle scadenze più lunghe. Ne consegue che il valore risk-adjusted dei bond, anche in questo caso, si trova nei tratti intermedi della curva».

Il debito della "periferia europea" si è comportato molto bene. Che cosa ne pensa?

«Riflette sempre più un quadro di relativa stabilità, che ha permesso il contenimento degli spread. In questi paesi la domanda degli investitori retail domestici continua a fungere da fattore di sostegno ed emerge anche la fiducia nei confronti della Bce di avere gli strumenti per intervenire contro la frammentazione della periferia. C'è stato un netto mutamento della percezione del rischio nei confronti della Francia, manifestatosi in un allargamento dello spread nei confronti del Bund, che ha portato la stabilizzazione del differenziale a livelli strutturalmente più elevati. Tuttavia, il quadro geopolitico attuale potrebbe mettere in discussione gli equilibri nella periferia che, peraltro, ha un calendario di emissioni molto affollato ed è lecito chiedersi se l'offerta incontrerà la domanda e quali livelli dei tassi».

«Fase di pausa dello steepening della curva dei rendimenti»



MARIO ROMANO
amministratore delegato
Sella Sgr

Sella
SGR

Quali sono le sue attese sulle decisioni che le banche centrali potrebbero prendere nel 2026?

«Alla fine dello scorso anno, nella stesura delle nostre prospettive per il 2026, eravamo sostanzialmente in linea con il consenso di mercato: due tagli dei tassi d'interesse da parte della Fed (nel delineare alcuni scenari addirittura avrebbero potuto essere tre) e forse uno della Bce. Lo scoppio della guerra nel Golfo sta ovviamente cambiando gli scenari e le reazioni degli investitori, con alcuni che in questi giorni hanno argomentato che la prossima mossa della Banca centrale americana potrebbe essere addirittura al rialzo. Credo che si sia ancora troppo nella notizia per potere offrire una lettura analitica di quanto sta succedendo. Tuttavia, è plausibile che, se il conflitto durasse pochi giorni, anche le tensioni sul mercato obbligazionario scemerebbero e si ritornerebbe a parlare di crescita, di eventuali tagli dei tassi e non solo d'inflazione. Infatti, ciò che ritengo sia stato diverso dal solito è che, subito dopo l'attacco, il mercato ha iniziato immediatamente a scontare il ritorno



dell'inflazione. Probabilmente, l'insegnamento di ciò che è successo in occasione dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, che provocò l'impennata del carovita, è la ragione di fondo che spiega questa reazione».

Pensa che la situazione di quattro anni fa possa ripetersi?

«L'auspicio, da un punto di vista umanitario, è che tutto finisca in tempi brevi. Le dinamiche in corso presentano caratteristiche strutturalmente differenti rispetto al conflitto russo-ucraino. In particolare, il posizionamento dell'Iran appare sensibilmente più isolato

sul piano delle alleanze, con risorse e capacità operative che rendono difficile sostenere un confronto prolungato con gli Stati Uniti. In questo contesto, uno scenario di progressiva de-escalation appare tra le ipotesi plausibili, con possibile stabilizzazione dell'inflazione a un livello leggermente superiore alle precedenti attese. Poi, certo, ci sono le reazioni del mercato: nell'arco di pochi giorni si è passati da una fase di risk off per le preoccupazioni legate alla riduzione dei posti di lavoro e all'obsolescenza di alcuni settori che l'Ai potrebbe causare, attribuendole un effetto deflativo che ha visto la discesa dei rendimenti obbligazionari (un "fli-

ght to quality" molto evidente) a un'altra diametralmente opposta funzione dell'incremento repentino dei prezzi. Ritengo che se gli eventi in corso fossero temporalmente contenuti, allora gli eccessi, in entrambi i sensi, dovrebbero rientrare e il mercato ricomporsi dinnanzi a una crescita sostenuta e un'inflazione in attenuazione. Forse negli ultimi giorni si è innescata una sorta di corto circuito e per disinnescarlo bisogna, metaforicamente, abbassare l'interruttore».

Alcune reazioni che si erano viste sulle piazze finanziarie prima della guerra del Golfo sono state anche il risultato di posizioni affollate, non crede?

«È probabile che alcuni trade abbiano visto un affollamento che ha amplificato la reazione in senso opposto e, uno di questi, penso abbia riguardato le posizioni corte sul dollaro, cui aggiungerei un peso ridotto di liquidità a disposizione che ha portato gli investitori a prendere profitto sulle esposizioni dove avevano accumulato i guadagni maggiori, come nel caso dell'oro».

Si è dato una spiegazione del perché gli Stati Uniti abbiano attaccato l'Iran?

«Si tratta di una decisione che ha suscitato interrogativi, sia sul piano strategico, sia su quello militare, in merito alla proporzionalità e alla valutazione dei rischi sottesi. Le motivazioni ufficiali hanno generato un ampio dibattito all'interno degli Stati Uniti e a livello internazionale rispetto alla giustificazione dell'intervento, ma è temporalmente collocata all'inizio dell'anno e potrebbe lasciare il tempo per affrontare la campagna delle elezioni di medio termine e riguadagnare consenso. Forse, però, i conti non sono stati fatti molto bene, perché permane il rischio inflazione che tocca il consumatore: se il greggio rincarà, sale anche il prezzo alla pompa del carburante per il cittadino americano. Ed è noto che questo è un aspetto cui gli statunitensi sono molto sensibili. Forse l'intento era di dirimere la questione iraniana in tempi

brevi, un'ipotesi che per le dimensioni del Paese, geografiche e demografiche, e per la sua storia potrebbe rivelarsi più complessa del previsto».

Senza volere fare alcuna dietrologia, pensa che il nuovo presidente della Fed, persona estremamente competente e seria, possa essere più vicino alle esigenze del Tesoro?

«Se dovessimo riavvolgere il nastro dei primi due mesi dell'anno, che valgono un decennio se si pensa a quanto è successo, le premesse su chi sarebbe stato l'uomo a capo della Banca centrale americana destavano qualche preoccupazione. La scelta di Kevin Warsh è stata rassicurante e salutata positivamente dalle piazze finanziarie: un candidato rigoroso e, di conseguenza, percepito come colui cui sarebbe stata più a cuore l'indipendenza dell'istituzione. Detto ciò, una banca centrale ha molti strumenti a disposizione per fare fronte alle situazioni, come ad esempio garantire la liquidità all'interno del sistema. Non ci sono solo i tassi d'interesse tra le misure monetarie che si possono adottare. C'è poi certamente la necessità di guardare alle esigenze del Tesoro e tenerle in considerazione. Il nostro auspicio è che ciò avvenga nel rispetto dei reciproci ruoli. E mi si permetta una chiosa: negli Stati Uniti le istituzioni sono forti e il sistema funziona, con i suoi pesi e contrappesi e la decisione presa sui dazi da parte della Corte Suprema ne è la chiara testimonianza».

Per quanto riguarda la Bce, invece, che cosa si attende?

«Penso che, visto il contesto, lo scenario più probabile sia il mantenimento dello status quo da parte della Bce, senza particolari variazioni, né sul piano decisionale, né su quello comunicativo. Va tuttavia sottolineato che il quadro è molto fluido e complesso. Nella Ue, inoltre, siamo ancora in attesa di vedere una serie di investimenti acquistare vigore per valutarne le ricadute sui tassi d'interesse. Per quanto riguarda, invece, le altre banche centrali, nello

specifico in America Latina, ma anche in altri paesi emergenti più in generale, vedo la possibilità di una riduzione dei tassi dagli elevati livelli del momento. In Giappone, infine, la Bank of Japan appare attenta alle esigenze del governo e, in questo senso, collaborativa».

Quindi come gestireste la duration nella componente obbligazionaria?

«Prima i nostri investimenti erano posizionati per beneficiare dell'irripidimento della curva dei rendimenti, considerando anche la situazione dei conti pubblici di alcuni paesi. Oggi il portafoglio è stato rimodellato e la duration è stata portata più vicina alla neutralità, visto che la curva potrebbe leggermente appiattirsi e si potrebbe trarre vantaggio dell'aumento dei rendimenti su alcune scadenze più lunghe. Va ricordato, inoltre, che le correzioni cui si è assistito hanno fatto salire i rendimenti reali, rendendo l'investimento più attrattivo».

Cosa pensa dei titoli della "periferia" europea?

«Per quanto riguarda i titoli governativi europei, sono molto tranquillo e, di conseguenza, anche nei confronti della "periferia", dove si sta attraversando un momento d'oro».

Si attende delle ricadute sul mercato del credito vista la situazione in Medio Oriente?

«Continuiamo a essere positivi, non è successo nulla di particolare e la recente stagione degli utili aziendali, questa volta anche in Europa, ha offerto l'ennesima riconferma dello stato di salute delle imprese. Stiamo ancora assistendo a uno spostamento di risorse dal pubblico al privato, in un contesto di economia che comunque cresce, anche se a tassi più contenuti di quelli americani, ma mostra la propria resilienza. Occasioni come quelle che si verificano sui mercati di correzione dei corsi sono da cogliere per incrementare l'esposizione a questa asset class, come nel caso del debito subordinato. Comprendo che il restringimento dello spread faccia emergere qualche perplessità, ma il carry offerto rimane attrattivo».

Ai, un nuovo driver di crescita, ma anche rischi

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

Il mercato dei semiconduttori sta attraversando una fase in cui la tradizionale ciclicità (Pc/smartphone, memoria, industria) convive con un driver strutturale molto più persistente: l'accelerazione degli investimenti in infrastrutture per intelligenza artificiale. Emerge chiaramente che l'adozione della GenAi sta spostando il baricentro della domanda verso componenti ad alte prestazioni (Gpu/acceleratori, memoria avanzata, networking e packaging), rendendo "non discrezionale" una parte crescente della spesa It e, a cascata, della spesa in hardware.

All'interno della catena del valore, il potere competitivo tende a concentrarsi dove esistono colli di bottiglia tecnologici e industriali: nodi avanzati e resa produttiva (leading-edge foundry), strumenti e know-how di processo, nonché advanced packaging. Bloomberg intelligence sottolinea, ad esempio, che la domanda legata all'AI favorisce player con leadership nei nodi avanzati e nella capacità di packaging ad alta densità (ad esempio, chip-on-wafer-on-substrate), evidenziando che la "gara" non è solo sul

chip, ma sull'intero stack produttivo e di integrazione.

Un secondo elemento strutturale è la vulnerabilità geopolitica della supply chain: l'industria è globale per definizione, ma la produzione è distribuita in modo asimmetrico tra segmenti e paesi, con dipendenze commerciali che si sono intensificate. L'Oecd rileva che il numero di "trade dependencies" nel comparto semiconduttori è più che raddoppiato tra il 2012-14 e il 2020-22 e che molte economie mostrano una dipendenza crescente dalla Cina per vari prodotti/intermedi. In parallelo, il quadro europeo rimane complesso: la Corte dei Conti Ue afferma che, pur con progressi, è molto improbabile che il Chips Act basti per raggiungere il target della "Digital Decade" (20% della catena del valore globale in termini di ricavi), citando anche fattori come costi energetici e vincoli di mandato/risorse.

ANALISI SWOT

Punti di forza - Il settore beneficia di barriere all'ingresso eccezionalmente ele-

vate: scale economy, proprietà intellettuale, curve di apprendimento, ecosistemi Eda e disponibilità di capacità produttiva avanzata. Inoltre, l’Ai sta creando una domanda “a gradini” in cui la performance per watt e la densità di interconnessione diventano parametri chiave, spostando valore verso acceleratori e memorie ad alte prestazioni. Bloomberg Intelligence osserva che la diffusione dell’Ai può sostenere la domanda di Gpu/acceleratori e Dram, con un ruolo crescente delle memorie ad alta banda (Hbm) per alimentare la crescita di performance.

Debolezze - La ciclicità non scompare: resta il rischio di disallineamento tra capex e domanda, soprattutto quando la capacità entra a regime con ritardo rispetto ai segnali di mercato. Inoltre, la specializzazione estrema crea “single points of failure”: alcuni input (wafer, chimica, equipment) e alcune fasi (manufacturing equipment, wafer fabrication) possono diventare fragili in presenza di shock logistici o restrizioni commerciali.

Opportunità - La prossima frontiera non è solo il technology node, ma l’integrazione: chiplet, packaging avanzato e co-design hardware/software. In parallelo, la crescita dell’Ai “fuori dai data center” (inferenza su device/edge) può ampliare il mercato indirizzabile, creando spazio per architetture specializzate e Asic (Application-specific integrated circuit).

Minacce - Le principali derivano da geopolitica e normativa: export controls, frammentazione degli standard e duplicazione inefficiente della supply chain possono ridurre la produttività del capitale e comprimere i margini. In Europa, la difficoltà nel raggiungere obiettivi ambiziosi senza scala industriale sufficiente e con costi energetici più elevati è un rischio competitivo esplicito nel report della Corte dei Conti.

RISCHI GEOPOLITICI E IMPATTO SUL MERCATO

Tre dinamiche dominano e vanno lette come “forze di sistema” che agiscono contemporaneamente su domanda, offerta e rischio. La prima è l’aumento delle dipendenze commerciali lungo la catena del valore. Negli ultimi 10 anni la specializzazione internazionale si è approfondita: design, wafer,

FIGURA 1 - VENDITE GLOBALI SEMICONDUTTORI (2022-2026, CONSUNTIVO + FORECAST)

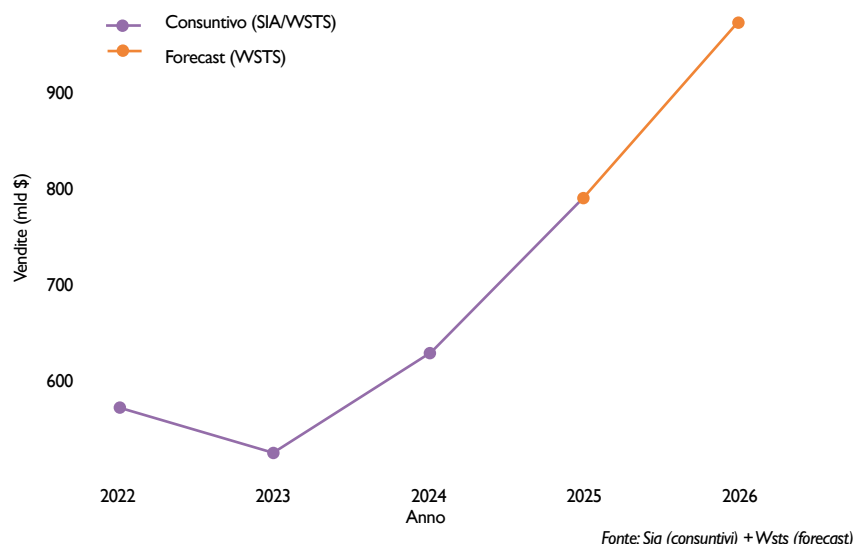


FIGURA 2 - MIX 2025 PER CATEGORIE (LOGIC, MEMORIA, ALTRI)

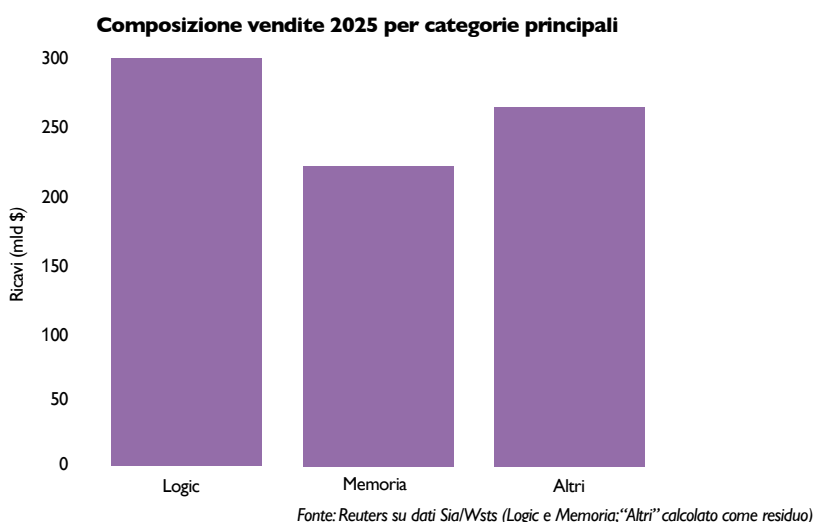
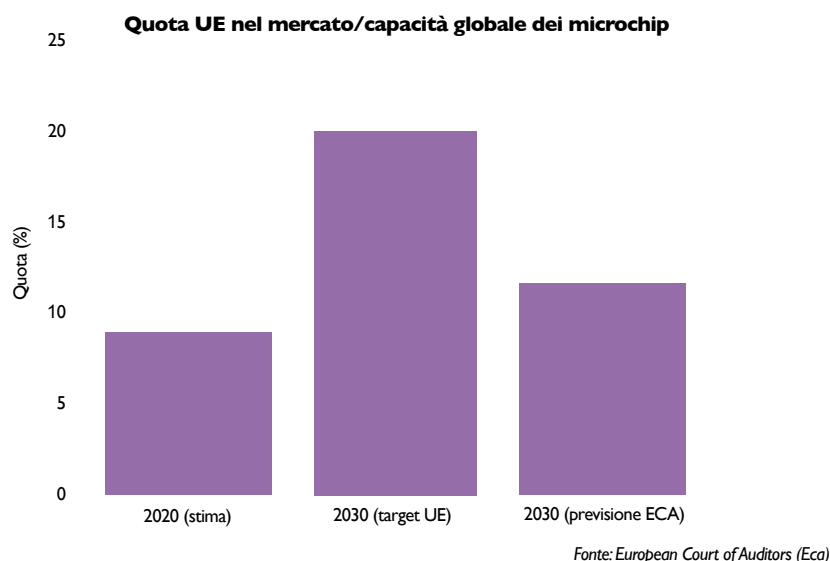


FIGURA 3 - QUOTA UE (2020 STIMA VS TARGET 2030 VS PREVISIONE ECA)



chimica, equipment, assemblaggio e test sono distribuiti su geografie diverse e spesso concentrate. Tutto ciò ha migliorato l'efficienza, ma ha anche alzato l'esposizione a misure restrittive (export controls, sanzioni, licenze) e a shock "fisici" (logistica, strozzature portuali, incidenti su fornitori critici). L'Oecd documenta che le dipendenze negli scambi di semiconduttori sono aumentate sensibilmente dal 2012-14 al 2020-22, segnalando un sistema più interconnesso ma anche più vulnerabile a rotture improvvise. In termini di mercato, ciò si traduce in maggiore volatilità: anche quando la domanda finale è stabile, basta un vincolo su un input specifico per generare ritardi, rialzi di prezzo e razionamento su intere famiglie di prodotti.

La seconda dinamica riguarda la concentrazione del "leading edge" (nodi più avanzati) e, sempre più, di alcune capacità di packaging avanzato. Qui il punto non è solo "chi sa produrre a 5/3/2 nm", ma chi possiede la combinazione di capacità produttiva, rese (yield), supply chain dei materiali e competenze per integrare chip complessi (Hbm, interposer, chiplet). Quando questi colli di bottiglia sono localizzati in pochi hub industriali, la continuità operativa diventa un tema strategico: un singolo evento (geopolitico, naturale, energetico) può propagarsi rapidamente su prezzi, tempi di consegna e piani di investimento di clienti globali. Bloomberg intelligence, nel contesto della corsa ai chip per l'AI, mette in evidenza quanto l'ecosistema produttivo, e non solo il design, condizioni la capacità di "scalare" l'offerta, implicando che il rischio non è limitato ai produttori finali, ma si distribuisce su Osat (outsourced semiconductor assembly and test) e fornitori di tool/materiali. Dal punto di vista finanziario, que-

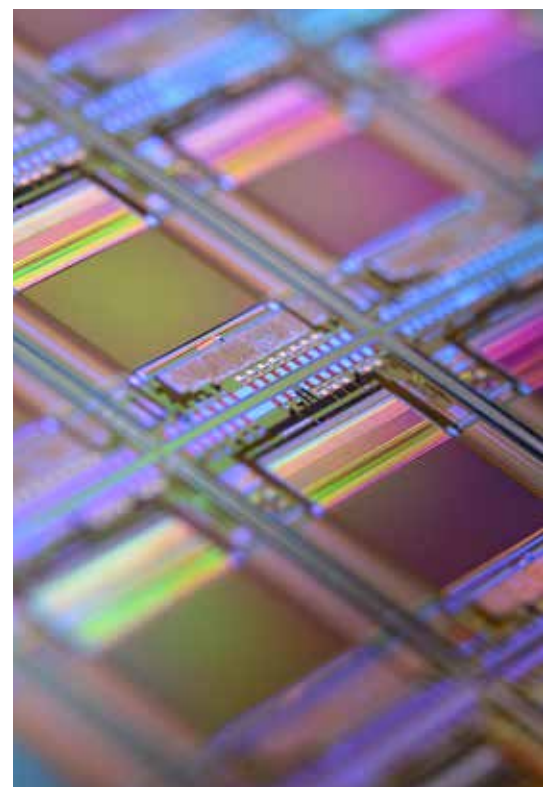
sta concentrazione tende a generare "premi al rischio" (risk premium) lungo la catena: contratti più rigidi, costi di assicurazione e di inventory buffer più alti, maggiore valore attribuito a capacità garantita e a relazioni di fornitura di lungo periodo.

La terza dinamica è l'effetto delle politiche industriali. In teoria, sussidi e programmi di re-shoring servono a ridurre la vulnerabilità e a creare ridondanza. In pratica, però, possono introdurre inefficienze: duplicazione di capacità su nodi non competitivi, allocazione del capitale guidata dalla politica più che dal mercato, tempi lunghi di execution, e un possibile aumento strutturale dei costi unitari. Il caso europeo è emblematico: la Corte dei Conti Ue osserva che, pur con avanzamenti, la combinazione di limiti di governance, risorse e costi (inclusi quelli energetici) rende poco probabile un raggiungimento rapido degli obiettivi di quota globale fissati per il 2030. In altri termini, l'intervento pubblico può migliorare la resilienza, ma spesso lo fa pagando in efficienza e competitività, con impatti potenziali su prezzi, margini e velocità di innovazione.

SCENARI DI EVOLUZIONE (ACH – IPOTESI IN COMPETIZIONE)

Scenario A – Super-ciclo Ai con riallocazione ordinata della capacità

In questa ipotesi la domanda Ai resta forte e "diffonde" su cloud, enterprise e progressivamente edge. L'effetto è un mix di crescita e miglioramento della qualità dei ricavi: acceleratori, memoria avanzata e networking sostengono margini, mentre Osat avanzati catturano valore grazie a capacità e know-how difficili da replicare.



Scenario B – Regionalizzazione/decoupling accelerato

Qui l'elemento dominante è la politica industriale e la frammentazione: più fab "sovrapposte", supply chain duplicata, standard e toolchain meno interoperabili. I volumi possono crescere, ma l'efficienza cala e la volatilità aumenta. Lo scenario trova supporto considerando le dipendenze elevate e crescenti e nella spinta dei governi a ridurre vulnerabilità, anche a costo di ridondanze.

Scenario C – Ritorno della ciclicità con normalizzazione dell'AI capex e pressione sui costi

In questa ipotesi il capex dei grandi operatori rallenta, la domanda di alcuni segmenti non-Ai resta debole e l'industria torna a sperimentare overcapacity in specifiche categorie. In Europa, costi energetici e vincoli regolatori possono amplificare la perdita di competitività relativa.

Nel confronto Ach, A appare più coerente con le evidenze di breve periodo sulla "non-discrezionalità" della spesa Ai e sulla crescita dell'infrastruttura; B resta un rischio strutturale (più politico che tecnologico); C è il classico scenario di inversione ciclica che si materializza quando investimenti e domanda si disallineano.

TABELLA 1- MATRICE DI INCOERENZA
(+1 coerente, 0 indifferente, -1 contrario)

Indicatore	Scenario A	Scenario B	Scenario C
Capex su infrastruttura Ai e acceleratori resta elevato	+1	+1	-1
Packaging avanzato e nodi leading-edge restano colli di bottiglia	+1	0	-1
Aumento barriere commerciali / export controls	-1	+1	0
Dipendenze commerciali e concentrazione input restano alte	-1	+1	0
Pressione costi energetici (soprattutto Ue)	-1	0	+1
Normalizzazione domanda non-Ai (Pc/smartphone)	0	0	+1
Aumento volatilità e duplicazione inefficiente capacità	-1	+1	+1



FIXED INCOME⁴

Capital Group Multi-Sector Income fund

Uniamo la potenza di quattro diversi fattori per
conseguire un reddito più resiliente



Scopri capitalgroup.com/msi

SOLO PER INVESTITORI PROFESSIONALI

Comunicazione di marketing

Il capitale investito è a rischio. Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono sia aumentare che diminuire e l'investitore potrebbe perdere parte o tutto il capitale inizialmente investito. Il fondo è offerto solo tramite Prospetto, insieme al Documento contenente le informazioni chiave sui PRIIP in Europa, all'indirizzo capitalgroup.com/europe

Per l'Italia: l'elenco completo degli agenti pagatori e dei distributori è disponibile sul sito web indicato.

Per gli investitori europei, una sintesi dei diritti degli azionisti del fondo è disponibile all'indirizzo www.capitalgroup.com/eacg/entry-page/shared/summary-of-investor-rights.html

Il presente materiale è pubblicato da Capital International Management Company Sàrl ("CIMC").

© 2026 Capital Group. Tutti i diritti riservati.

Il Rinascimento dell'Europa: è la nuova frontiera degli investimenti

Negli ultimi anni una quota crescente di capitali ha ricominciato a guardare all'Europa, dopo oltre un decennio in cui i listini statunitensi sono stati la destinazione quasi naturale di ogni nuova allocazione. Non è una fuga dall'America, ma un riequilibrio all'interno del blocco delle economie avanzate. Se da un lato i capitali stanno tornando a guardare all'Europa, dall'altro quest'ultima deve farsi trovare pronta e non solo come mercato di de-

stinazione, ma anche come produttore di strumenti di gestione avanzati. Oggi nessun gestore patrimoniale, fondo o istituto bancario, può più fare a meno dell'intelligenza artificiale nella costruzione e nel controllo dei portafogli e del rischio: i mercati sono sistemi dinamici, influenzati da fattori geopolitici, climatici e comportamentali che si intrecciano e cambiano in tempo reale. Gli sguardi degli investitori sono rimasti per anni incollati quasi



esclusivamente a Occidente, verso i grattacieli di Manhattan e i campus in vetro della Silicon Valley.

Non è difficile capirne il motivo: l'economia dell'innovazione, l'high-tech, i giganti della rete che hanno plasmato il nostro modo di fare business e di vivere il tempo libero hanno tutti, o quasi, il passaporto a stelle e strisce. Ma i venti stanno cambiando. Sotto i nostri occhi, in modo quasi silenzioso, ma inarrestabile, l'Europa sta tornando al centro della scena. Non è solo una questione di nostalgia o di orgoglio continentale; sono i numeri, la storia e la tecnologia a dirlo.

UNA NUOVA PRIMAVERA

Dopo un lungo periodo in cui le borse americane hanno dominato incontrastate, spingendo le valutazioni di aziende come Apple, Microsoft e Nvidia a livelli stratosferici, come si è manifestato nel 2025, molti investitori istituzionali e piccoli risparmiatori anche quest'anno stanno riscoprendo il valore intrinseco delle aziende europee. Ma perché proprio ora? La risposta risiede in un mix equilibrato di prudenza e visione strategica.

Mentre il valore delle "big tech" americane è spinto da attese di crescita future spesso altissime e talvolta rischiose, molte eccellenze europee operano in settori solidi, concreti, con bilanci sani e dividendi generosi. È la rivincita del "value" sul "growth", della sostanza sulla speculazio-

ne. In un mondo che teme l'inflazione e l'incertezza, l'Europa offre una stabilità che molti avevano dimenticato.

NON SOLO LUSSO

Consideriamo i pilastri della nuova economia. Se un tempo l'Europa era sinonimo quasi esclusivo di moda, automobili di prestigio e turismo, oggi è la capofila di una trasformazione epocale che tocca i pilastri stessi della nostra società. Tre sono i settori chiave che stanno attirando nuovi flussi di capitale: l'energia, la difesa e le infrastrutture.

LA TRANSIZIONE ENERGETICA

L'Europa è un attore leader della rivoluzione "green". Le infrastrutture verdi, l'energia rinnovabile e le tecnologie per l'efficienza energetica sono il nuovo motore del continente. In un mondo che viaggia spedito verso la decarbonizzazione, le aziende europee, dai produttori di turbine eoliche ai leader nel riciclo dei materiali, hanno un vantaggio competitivo accumulato in decenni di politiche lungimiranti. Investire in Europa oggi significa scommettere sul futuro del pianeta con strumenti concreti.

SICUREZZA E DIFESA

Il mutato scenario geopolitico ha riportato l'attenzione sulla necessità di proteggere i nostri confini e i nostri dati. Non si tratta solo di produzione indu-

striale pesante, ma di una complessa rete di cybersecurity, protezione delle infrastrutture critiche e indipendenza tecnologica. L'Europa sta accelerando per colmare i ritardi del passato, creando un ecosistema di aziende innovative che garantiscono la nostra sicurezza quotidiana.

INFRASTRUTTURE STRATEGICHE

Dai trasporti veloci alle reti digitali, l'Europa sta investendo massicciamente per modernizzare il proprio tessuto connettivo. Questi investimenti non solo creano lavoro, ma rendono il continente più efficiente e attrattivo per i capitali globali.

L'AI È LA NUOVA BUSSOLA

In questo scenario così dinamico e complesso, come fanno i grandi gestori a orientarsi? La risposta è nell'intelligenza artificiale (Ai). Ma attenzione: non ci riferiamo ai chatbot che scrivono testi o generano immagini, ma di "motori" matematici sofisticati capaci di analizzare miliardi di dati in tempo reale per prevedere i movimenti dei mercati. Oggi, nessun fondo d'investimento o istituto bancario può più permettersi di navigare a vista. Noi pensiamo che l'Ai sia diventata la bussola indispensabile per gestire i rischi e individuare le opportunità prima degli altri. Tuttavia, sorge un problema fondamentale: non tutte le Ai sono uguali, e scegliere quella sbagliata può essere pericoloso quanto non averne affatto.

IL CUORE HI-TECH DA SCEGLIERE

La matematica fa la differenza. Molte soluzioni di Ai oggi sul mercato sono costruite su modelli “open source”, ovvero codici aperti e accessibili a tutti. Sebbene utili per compiti generici, questi strumenti presentano diversi limiti quando applicati alla finanza di alto livello. Spesso sono “scatole nere”: non sappiamo esattamente come arrivino a una certa conclusione e, soprattutto, non sono progettate specificamente per la complessità dei mercati finanziari. Il vero salto di qualità avviene quando l’Ai si fonde con la matematica avanzata, in particolare con concetti come la topologia differenziale e l’algebra combinatoria.

Per un investitore non esperto, questi termini possono sembrare astratti, ma il loro impatto è estremamente concreto. Per avere un’idea della tecnologia che è stata costruita negli anni partendo dall’analisi del rischio algoritmico, occorre immaginare il mercato non come una linea che sale o scende, ma come una superficie curva, simile a una sfera. Ogni punto su questa sfera rappresenta una possibile configurazione del mercato: un momento in cui si incrociano ordini di acquisto, vendita, coperture e attese.

UN ESEMPIO PRATICO

Un esempio pratico di ciò di cui è capace la tecnologia è la rappresentazione dei possibili scambi di un titolo sulla superficie di una sfera immaginaria: ogni punto rappresenta una combinazione di operazioni – acquisto (B), vendita (S), copertura (H), mantenimento (D) – e da ogni punto iniziale (A) ci si può muovere in quattro direzioni, generando a ogni passo tre nuove alternative valide, mentre le rotazioni opposte si annullano.

In questo modo, si costruisce una mappa dinamica delle decisioni, che non si sviluppano solo lungo una linea temporale, ma si avvolgono in uno spazio decisionale complesso. La modellizzazione si appoggia a concetti di topologia differenziale e algebra combinatoria, gli stessi che descrivono sistemi distribuiti complessi, come i flussi di particelle o le interazioni in sistemi quantistici.

Un’Ai basata sulla matematica avanzata, come, ad esempio, quella citata prima,

non si limita a guardare cosa è successo ieri per indovinare cosa accadrà domani. Essa calcola tutte le rotazioni e i movimenti possibili su questa “sfera delle decisioni”, identificando segnali invisibili all’occhio umano o agli algoritmi tradizionali. È la differenza tra leggere le previsioni del tempo e avere un radar meteorologico di ultima generazione.

UN’AI SOVRANA ED EUROPEA

Per l’Europa, la sfida non è solo economica, ma tecnologica. Dipendere esclusivamente da tecnologie americane o cinesi per gestire i nostri risparmi e i nostri mercati è un rischio che non possiamo più correre. Abbiamo bisogno di un’Ai “sovrana”, che sia sviluppata da team europei, basata su modelli proprietari trasparenti e verificabili e progettata per rispondere alle esigenze specifiche dei nostri mercati e delle nostre normative. Un’Ai prodotta in Europa non è solo un vanto tecnologico; è una garanzia di sicurezza. Significa avere il controllo totale sull’architettura del sistema, evitando er-

rori sistemici e garantendo che i dati rimangano protetti. È il motore originale sotto il cofano di un’auto elegante: senza di esso, la carrozzeria resta immobile.

CONCLUSIONI

Stiamo assistendo a un vero e proprio Rinascimento finanziario europeo. Qui nasce l’urgenza: non tutte le Ai sono uguali, e scegliere “in fretta” non significa scegliere “alla cieca”. Fondi e banche devono decidere rapidamente quali strumenti adottare, perché chi arriva tardi rischia di trovarsi con processi più lenti, minore capacità predittiva e un vantaggio competitivo difficilmente recuperabile rispetto a chi avrà già integrato piattaforme robuste. L’Europa non è più solo il museo del mondo, ma deve diventare il laboratorio dove si sta costruendo il futuro dell’investimento consapevole. Chi saprà cogliere questa opportunità, supportato da una tecnologia che mette la matematica al servizio della sicurezza, potrà guardare al domani con rinnovata fiducia.



Sella
SGR

IMMAGINARE
IL DOMANI È
LA NOSTRA STORIA

PUNTARE OLTRE
PER ANTICIPARE I CAMBIAMENTI.

Guardiamo alla gestione del risparmio
da punti di vista sempre diversi, perché
crediamo nel cambiamento e nell'innovazione.

Per questo, da sempre siamo al fianco
di chi cerca nuove prospettive e investimenti
responsabili per il proprio patrimonio.



sellasgr.it



La (ri)scoperta dell'argento

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

Il 13 agosto 1521 Tenochtitlán, la capitale azteca, era un cumulo di morti e macerie. Al loro primo arrivo, due anni prima, i 600 spagnoli capitanati da Hernán Cortés, colpiti dai suoi templi e canali, l'avevano ribattezzata "la Venezia del Sudamerica". Non avendo mai visto prima europei, cavalli o armi da fuoco, il sovrano Montezuma li aveva accolti come emissari di Quetzalcóatl, il Dio "serpente piumato". Ben presto, però, i conquistadores si erano impadroniti del suo immenso tesoro, lo avevano ucciso, fondendo i metalli preziosi in lingotti da spedire in Spagna. La reazione dei nativi li costrinse a una fuga notturna in cui persero i lingotti nel lago che circondava la città. Rifugiatisi nelle foreste, gli invasori escogitarono un espediente ingegnoso: costruirono 13 brigantini (navi ibride a vela e remi armate di un cannone) che trasportarono smontati per 80 chilometri fino al lago.

Quando li riassemblarono per metterli in acqua, Tenochtitlán non ebbe scampo: isolata, affamata, con le piroghe azteche ridotte in pezzi dai cannoni spagnoli, dopo un lungo assedio venne definitivamente espugnata. Sulle sue rovine fu fondata l'attuale Città del Messico. Moriva un impero ma, paradossalmente, ne nasceva uno nuovo: quello dell'argento.

DALLE ANDE ALLA CINA

Intuite le potenzialità del territorio, gli spagnoli alla ricerca di filoni metalliferi si spinsero fino all'odierno Sudamerica. Tra le più importanti miniere va ricordata soprattutto Potosì, sperduto villaggio a quasi 4 mila metri d'altezza in Bolivia, da cui si arrivò nel

tempo a estrarre quasi la metà dell'argento mondiale. La sua fama era tale che perfino Cervantes la menziona nel "Don Chisciotte"; da allora, l'espres-

sione «Vale un Potosì» indica qualcosa di enorme o incalcolabile valore.

Da questi luoghi remoti le barre e le monete venivano trasportate a dorso di lama verso i porti del Pacifico, da cui salpavano i celebri galeoni. Le due rotte principali erano quella delle Indie, che da Veracruz o Panama portava a Siviglia, e il famoso Galeone di Manila, che collegava Acapulco alle Filippine, dove il prezioso metallo veniva scambiato con seta, porcellane e spezie cinesi. Poi ripartiva su una flotta di giunche in di-

Pur rimanendo un metallo prezioso e raro, l'argento si è trasformato oggi da bene da investimento a metallo critico per la transizione energetica

rezione di Guangzhou, giacché l'argento spagnolo era l'unica "moneta" che la Cina, allora la più grande economia del mondo, accettava per gli scambi. Anche

* 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



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario



perché attorno al 1570 la dinastia Ming aveva varato una riforma che obbligava al pagamento di tutte le tasse esclusivamente in argento: milioni di cittadini, dunque, dovevano reperirlo a ogni costo pagandolo il doppio rispetto all'Europa e favorendo, così, importanti

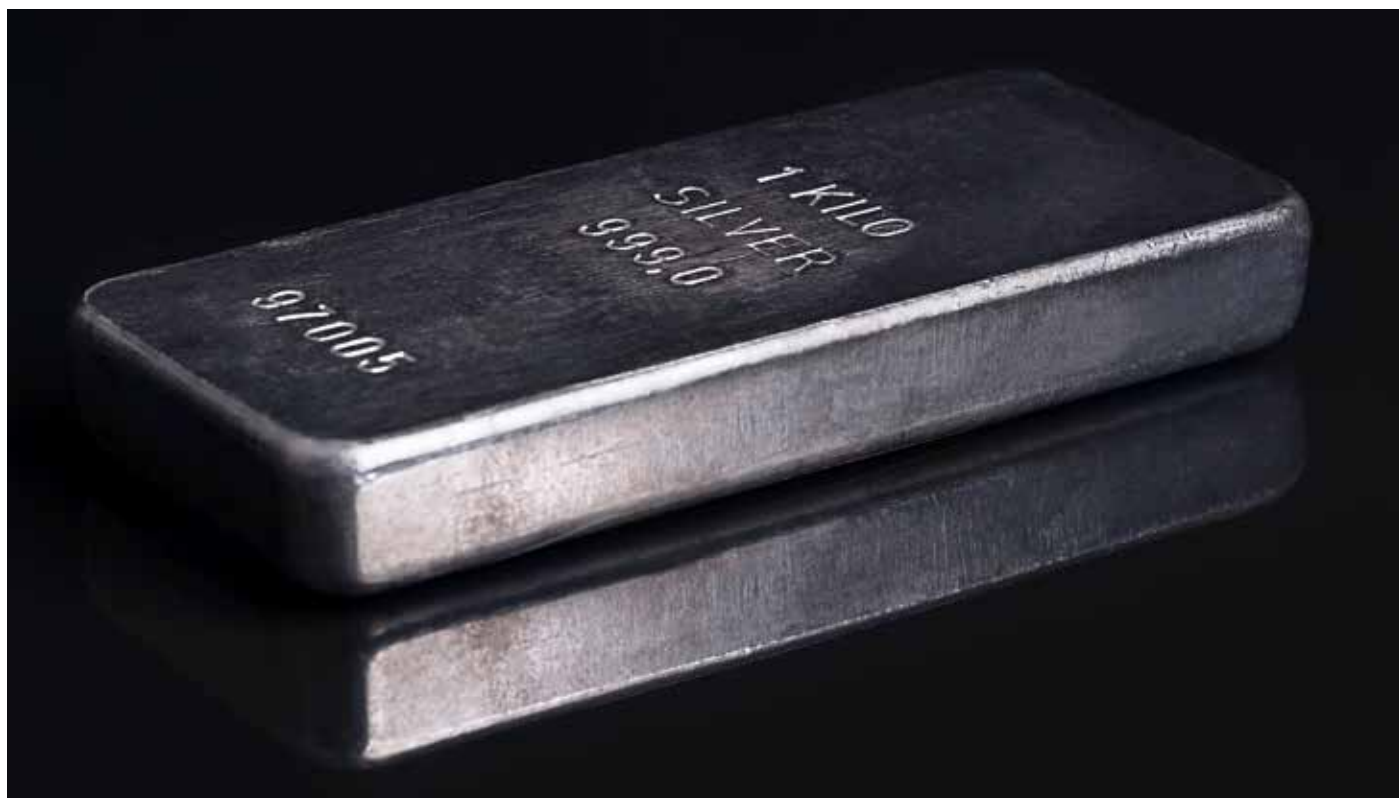
speculazioni. Si calcola che la sola Cina assorbì il 40% dell'offerta di argento sudamericano, mentre sappiamo che in un secolo e mezzo arrivarono in Spagna da oltreoceano 150 mila tonnellate d'argento! Che appena sbarcate sulle coste iberiche si dirigevano verso le princi-

pali piazze commerciali del continente, provocando un aumento dei prezzi. L'immissione di questa enorme massa monetaria favorì un rialzo generalizzato del costo della vita e dei beni, diminuì i salari reali, il potere d'acquisto e fece aumentare l'inflazione del 300% nell'Europa del sedicesimo secolo. Ironia della sorte, la Corona spagnola, che tassava al 20% quanto estratto (il Quinto Real), in quel medesimo periodo finì più volte in bancarotta per ripagare i suoi debiti di guerra contratti con banchieri tedeschi e genovesi.

LA SITUAZIONE ATTUALE

Pur rimanendo un metallo prezioso e raro, l'argento si è trasformato oggi da bene da investimento a metallo critico per la transizione energetica. Nel 2026, il fabbisogno industriale assorbe oltre il 50% della domanda globale. Grazie alla sua insuperabile conducibilità elettrica, esso è essenziale nel fotovoltaico per la costruzione delle celle solari; è vitale nell'elettronica avanzata, per i semiconduttori necessari all'intelligenza artificiale, ai sensori 5G e alla microelettronica e nel settore automotive, poiché un veicolo elettrico richiede circa il doppio dell'argento rispetto a uno termico per i suoi circuiti. Si stima che entro il 2030 la domanda crescerà del 15-20%, trainata dall'elettrificazione globale. L'offerta, però, rimane "rigida": gran parte del metallo, infatti, è estratto come sottoprodotto di piombo e zinco, rendendo difficile aumentarne la produzione. Il rischio che la sua eventuale carenza possa bloccare intere filiere industriali o la sicurezza nazionale lo fa definire dagli esperti di geopolitica un "metallo critico". Questo fatto spiega l'enorme incremento delle sue quotazioni, che nel 2025 hanno raggiunto i loro massimi storici.

I mercati principali in cui si negozia l'argento sono tre. Londra è il "caveau" del mondo: qui un gruppo di grandi banche d'affari (le cosiddette Bullion bank), banche centrali e raffinatori del materiale fissano un unico prezzo giornaliero che funge da riferimento mondiale. Si scambia prevalentemente argento fisico (il cosiddetto "spot"), che poi viene stoccato nei forzieri della City. È il mercato più grande in



termini di valore con volumi giornalieri che superano 8-9 mila tonnellate. La seconda piazza è il Comex di New York, che tratta maggiormente contratti con consegna futura: i principali operatori sono speculatori, hedge fund, ma anche aziende industriali che vogliono assicurarsi (hedging) contro le variazioni di prezzo. Su questa borsa si negozia sostanzialmente "argento di carta", in quantità molto superiori a quello che esiste fisicamente. La terza piazza, in forte crescita, è Shanghai, concentrata sull'argento fisico con consegna immediata: vi operano grandi industrie tecnologiche, gioiellieri e operatori cinesi che vogliono la consegna reale del metallo. Gli scambi annui ammontano a circa 800 mila tonnellate, per un controvalore stimato di oltre 500 miliardi di dollari.

INCIDENTI DI PERCORSO

Due recenti "incidenti" hanno portato all'attenzione del mondo questi mercati. Il 25 novembre scorso, un blocco della piattaforma ha paralizzato le contrattazioni dell'argento al Comex per 16 ore. Ufficialmente il blackout fu attribuito a un "surriscaldamento dei server", ma si fecero insistenti le voci che parlavano di una sospensione pilotata per evitare

che una Bullion Bank, che aveva venduto allo scoperto grandi quantità di metallo prezioso, si trovasse nell'impossibilità di fare fronte alle richieste delle controparti, rischiando di fallire e trascinare con sé tutto il sistema. Un "buco" potenziale di diversi miliardi di dollari. Tecnicamente si è trattato di un "physical squeeze", una "stretta fisica". Mentre le quotazioni erano congelate, gli operatori coinvolti hanno potuto reperire i quantitativi necessari "fuori mercato" (si narra di aerei cargo decollati da Londra alla volta degli Usa con preziosi carichi di lingotti), e sanare la situazione evitando il disastro. Nel frattempo le contrattazioni in Asia continuavano indisturbate a prezzi sensibilmente diversi. Le autorità reagirono aumentando i margini di garanzia richiesti agli operatori e salvarono le quotazioni.

Che da novembre sono ulteriormente cresciute, raddoppiando di valore, fino al 29 gennaio 2026 col record storico assoluto a 121,78 dollari per oncia. Il giorno dopo, però, l'argento è crollato in una sola seduta a 78,5. Cos'è successo? Liu Bing, un magnate cinese che opera da Gibilterra, aveva accumulato un'enorme posizione al rialzo del valore di circa 150 milioni di once; quando

i prezzi hanno toccato i 121 dollari, le autorità di borsa hanno realizzato che se Bing avesse chiesto la consegna fisica del metallo anziché regolare in contanti i contratti, i magazzini di New York sarebbero stati svuotati! Con una raffica di aumenti dei margini necessari a mantenere le posizioni, il 30 gennaio sostanzialmente lo hanno forzato a vendere massicciamente per non andare in default: ovviamente il mercato è crollato. Da allora, fino al momento in cui esce questo giornale, i prezzi sono risaliti di 10 dollari, ma nessuno può dire se le sorprese siano finite. Una cosa, tuttavia, sembra evidente: che sia in atto una "guerra fredda finanziaria" tra Oriente ed Occidente, tra argento "fisico" e argento "di carta". Come dicemmo tre anni fa su queste colonne a proposito dell'oro (sui massimi di allora), ci occupiamo del fenomeno non già per dare consigli operativi, che esulano dagli intenti di questa rubrica, ma per ricordare a tutti che, visto che oggi si hanno a disposizione numerosi strumenti di acquisto, quando si maneggia una risorsa rara in un mercato oligopolistico come l'argento, l'attenzione, la cautela e un'attenta pianificazione degli acquisti non solo è necessaria: è indispensabile.

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

Sono arrivati i chiarimenti di Esma

di **Francesco Donadei**, associate di **Advant Nctm**



Il 18 febbraio 2026 la European securities and markets authority ("Esma") ha emesso un public statement con il quale ha fornito indicazioni pratiche per l'applicazione delle modifiche introdotte dal Regolamento (Ue) 2809/2024 (cosiddetto "Listing act") al Regolamento (Ue) 1129/2017 (cosiddetto "Regolamento Prospetto" o "Rp") in tema di prospetto informativo.

INDICAZIONI ALLE AUTORITÀ NAZIONALI

Le indicazioni fornite dall'Esma sono rivolte alle autorità nazionali e agli emittenti e riguardano, in particolare:

(i) le modalità di applicazione, da parte delle autorità nazionali, delle disposizioni transitorie di cui all'art. 48-bis del Regolamento Prospetto a prospetti informativi, documenti di registrazione e documenti di registrazione universali;

(ii) l'oggetto dell'obbligo di comunicazione degli emittenti alle autorità nazionali in relazione ai Prospetti Ue della ripresa (di cui all'art. 14-bis del Regolamento Prospetto, cosiddetti Follow-on) e ai Prospetti UE della crescita (di cui all'art. 15 del Regolamento Prospetto, cosiddetti Eu Growth), utilizzabili a partire dal 5 marzo 2026, tenuto conto del previsto ritardo nell'applicazione del Regolamento Delegato della Commissione ("Atto Delegato") che andrà a modificare il Regolamento Delegato (Ue) 980/2019 su formato, contenuto, controllo e approvazione del prospetto.

In relazione al primo argomento, l'art. 48-bis, par. 1 del Rp prevede che «i prospetti approvati fino al 4 giugno 2026 continuano a essere disciplinati fino al termine del loro periodo di validità dalla versione del presente regolamento in vigore il giorno della loro approvazione». L'Esma è consapevole del fatto che l'assenza, nella norma di un riferimento esplicito ai documenti di registrazione e ai documenti di registrazione universali crea una lacuna normativa non intenzionale, che deve essere colmata per garantire l'introduzione omogenea delle modifiche apportate dal Listing act al Rp.

Pertanto, l'Esma chiarisce ora che l'articolo 48-bis, par. 1, del Rp non dovrebbe essere applicato in modo restrittivo e che, di conseguenza, anche i documenti di registrazione e i documenti di registrazione universali rientrano nel suo ambito di appli-

“ L'approccio seguito dall'Esma è coerente con gli obiettivi del Listing act, che mira a ridurre i costi e gli oneri per gli emittenti che attualmente impediscono alle imprese, incluse le Pmi, di accedere ai mercati pubblici dell'Unione ”

cazione, dal momento che il periodo di validità di 12 mesi di tali documenti dalla data della loro approvazione, previsto dall'art. 12, par. 2 e 3, del Rp, non è stato modificato dal Listing act.

APPROCCIO COERENTE

L'approccio seguito dall'Esma è coerente con gli obiettivi del Listing act, che mira a ridurre i costi e gli oneri per gli emittenti che attualmente impediscono alle imprese, incluse le Pmi, di accedere ai mercati pubblici dell'Unione, come indicato anche nel Considerando 5 del provvedimento.

Pertanto, l'Esma si aspetta che le autorità nazionali consentano l'utilizzo dei documenti di registrazione e dei documenti di registrazione universali approvati o depositati fino al 4 giugno 2026 nei prospetti tripartiti approvati successivamente, fino alla scadenza della loro validità.

In relazione al secondo argomento, l'Esma ricorda che a partire dal 5 marzo 2026 sarà possibile utilizzare i Prospetti Ue della ripresa e i Prospetti Ue della crescita per raccogliere capitale sui mercati finanziari: l'Esma si aspetta che, da tale data, le autorità nazionali esaminino i Prospetti Ue della ripresa e i Prospetti Ue della crescita conformemente agli articoli 14-bis e 15-bis del Rp.

Tuttavia, l'Esma prevede ragionevolmente che l'Atto Delegato, sebbene formalmente adottato prima della scadenza del 5 marzo 2026, non troverà applicazione fino al termine del periodo di

controllo di tre mesi da parte del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'Unione Europea.

DISPOSIZIONI GIÀ APPLICABILI

A tal proposito, l'Esma osserva che nel periodo precedente l'applicabilità dell'Atto Delegato, le disposizioni degli articoli 14-bis e 15-bis del Rp sono già applicabili e, pertanto:

- (i) i Prospetti Ue della ripresa dovranno essere presentati secondo una sequenza standardizzata basata sull'ordine di informativa previsto negli allegati IV o V del Rp; mentre
- (ii) i Prospetti Ue della crescita dovranno essere presentati secon-

do una sequenza standardizzata basata sull'ordine di informativa previsto negli allegati VII o VIII del Rp.

Per tutta la durata del periodo antecedente l'applicabilità delle disposizioni modificative, l'Esma raccomanda di includere le informazioni previste dall'Atto Delegato: sebbene tale raccomandazione non sia vincolante, poiché l'Atto Delegato non sarà ancora entrato in vigore, i requisiti di informativa contenuti nell'Atto Delegato possono aiutare le parti interessate e le autorità nazionali competenti a determinare quali informazioni più dettagliate siano necessarie per soddisfare i requisiti previsti dagli allegati IV,V,VII e VIII nonché dagli articoli 14-bis, par. 2, e 15-bis, par. 2, della nuova versione del Rp.



Innovazione e selezione sono i motori di crescita

a cura di Arianna Caviglioli

Selezione e innovazione. Sono questi i due pilastri della crescita della fabbrica prodotto di Banca Generali, **Bg Fund Management Luxembourg**. Negli anni, Bg Fml ha ampliato il suo ventaglio di attività, diventando al contempo l'epicentro di competenze nelle strategie attive tematiche. Nell'ultimo biennio le masse gestite dall'asset manager del gruppo Banca Generali sono cresciute di oltre il 24%, superando 25 miliardi di euro. A parlarne è **Luigi Capezzone**, co-chief investment officer, head of investment strategies and solutions di **Bg Fund Management Luxembourg**.

La Sicav Lux Im è il pilastro più distintivo del business di Bg Fml con oltre 21,5 miliardi di asset in gestione. Qual è la sua strategia?

«In un mercato molto ampio come quello del risparmio gestito, Lux Im vuole mettere a disposizione di consulenti e clienti le migliori strategie di gestione attiva a livello globale, selezionate in base a trasparenza, diversificazione e costanza nella generazione di alpha. Un processo di selezione sempre più efficace: a fine 2025 i fondi nei primi due quartili per performance sono oltre il 70%. I comparti della Sicav si comportano come "building block" da usare per costruire portafogli completi e diversificati. A questo ruolo di catalizzatore delle migliori competenze globali dell'asset management affianchiamo un'expertise d'eccellenza in un selezionato gruppo

di fondi azionari tematici e strategie innovative, come la nuova famiglia Equity a Scadenza Protetto, che permettono di puntare sulle opportunità a lungo termine dell'azionario senza rinunciare alla prudenza».

Restando in tema di azionario e, nello specifico, in quello delle soluzioni tematiche, quali sono gli ambiti più promettenti al momento?

«Non possiamo non partire da quella che riteniamo sarà una delle principali rivoluzioni dei prossimi anni, cioè l'AI fisica, ovvero l'unione della robotica con l'intelligenza artificiale: robot polifunzionali, capaci di operare in autonomia e di svolgere una vasta gamma di compiti. Nel lungo periodo tutti i settori industriali saranno trasformati da questo megatrend. Con Lux Im Robotics, lanciata nel 2025, puntiamo in modo diversificato non solo sui robot, ma su tutta la catena del valore. E lo facciamo, come in tutte le nostre strategie tematiche, con un'advisory industriale: partner tecnici provenienti dal mondo dell'industria che danno un valore aggiunto alla gestione azionaria e supportano, tanto nell'identificazione dei trend fondamentali, quanto nella selezione di aziende leader in termini di posizionamento di mercato».

Nel 2025 avete lanciato Lux Im Space & Defence. La difesa è un tema ampiamente dibattuto, ma perché l'industria spaziale è importante?



LUIGI CAPEZZONE
co-chief investment officer,
head of investment strategies
and solutions
Bg Fund Management Luxembourg

«In un mondo sempre più interconnesso, l'infrastruttura satellitare è sempre più cruciale. Già oggi rappresenta un'economia da 350 miliardi di dollari, con stime che parlano di un aumento delle dimensioni di questo settore fino a 1.800 miliardi di dollari entro il 2035. Uno dei principali motori di crescita dell'economia spaziale è la drastica riduzione dei costi di accesso allo spazio. Grazie alla riutilizzabilità dei lanciatori introdotta da attori privati come SpaceX, portare un chilogrammo in orbita bassa costa oggi tra i 2.500 e i 3.000 dollari, contro le decine di migliaia richieste nell'era dello space shuttle. A questa svolta si affianca la miniaturizzazione dei satelliti, che ha reso possibile la produzione in serie di nanosatelliti accelerando così la diffusione di costellazioni di satelliti a costi contenuti. Le mega-costellazioni in orbita bassa stanno rivoluzionando la connettività globale: Starlink ha già superato i 4 mila satelliti operativi, mentre OneWeb e Amazon Kuiper stanno seguendo la stessa direzione. Questo settore è poi cruciale per tutto il mondo della difesa, che è l'altra componente della strategia. Anche su questo fondo, ad affiancare la gestione di portafoglio c'è un comitato scientifico, presieduto dall'ex Capo di Stato Maggiore dell'Esercito italiano, il generale Pietro Serino. Per noi, puntare su questo comparto significa investire su un ampio ventaglio di industrie e tecnologie all'avanguardia, anche non strettamente militari».

Il Barocco come patrimonio condiviso: a Forlì il “Gran Teatro delle Idee” unisce i grandi musei europei

a cura di Emanuela Zini

Forlì torna a interrogare la storia dell'arte con un progetto espositivo di ampio respiro, capace di coniugare rigore scientifico e capacità narrativa. “Barocco. Il Gran Teatro delle Idee”, inaugurata al Museo Civico di San Lorenzo, si presenta come una mostra che non intende semplicemente illustrare una stagione stilistica, ma restituire la complessità di un'epoca in cui l'immagine divenne strumento privilegiato per pensare, persuadere, conoscere.

Il Barocco, suggerisce il percorso, è prima di tutto un sistema di relazioni: tra arte e fede, tra scienza e meraviglia, tra potere e rappresentazione. In questa trama si inserisce con forza la presenza di Michelangelo Merisi, detto Caravaggio, fulcro ideale dell'esposizione. Tra le opere più significative spiccano l’“Incoronazione di spine” e il “San Francesco in meditazione”, testimonianze esemplari della sua rivoluzione linguistica: una pittura che abbandona ogni idealizzazione per farsi esperienza concreta, dramma umano colto nell'attimo della sua massima intensità. La luce tagliente, la verità dei corpi, la tensione emotiva che attraversa le scene segnano l'avvio di quella nuova visione del reale destinata a orientare l'intero '600 europeo.

PROTAGONISTI A CONFRONTO

Attorno a questo nucleo si dispiega il dialogo con altri protagonisti fondamentali della cultura figurativa, chiamati a confrontarsi oltre i confini geografici e le tradizionali distinzioni di scuola. La teatralità narrativa di Pietro da Cortona, l'intensità devozionale di Guido Reni, la forza plastica di Guercino convivono con la voce potente di Artemisia Gentileschi che introduce

una declinazione nuova e consapevole del naturalismo seicentesco, capace di coniugare verità drammatica e profondità psicologica.

La mostra riunisce circa 200 capolavori tra dipinti, sculture, disegni, incisioni e arti decorative, configurandosi come una delle più ampie ricognizioni recenti dedicate alla civiltà barocca. Un numero così significativo di opere non rappresenta soltanto un dato quantitativo, ma restituisce la misura di una cultura visiva totalizzante, nella quale ogni forma espressiva partecipava alla costruzione di un medesimo orizzonte simbolico.

Determinante è la qualità dei prestiti, provenienti da numerose istituzioni nazionali e internazionali che hanno collaborato alla realizzazione del progetto, dando vita a una rete virtuosa di scambi e condivisione scientifica. Tra queste figurano le Gallerie Nazionali di Arte Antica di Palazzo Barberini, l'Albertina di Vienna, il Museo del Prado di Madrid, i Musei Vaticani, le Gallerie degli Uffizi di Firenze e il Museo e Real Bosco di Capodimonte. La convergenza di realtà museali così autorevoli non risponde a una logica meramente organizzativa, ma testimonia una precisa volontà culturale: mettere in circolazione opere, studi e competenze per costruire progetti capaci di superare i confini istituzionali.

UN FENOMENO EUROPEO

Questo dialogo tra musei diventa parte integrante del messaggio della mostra. Il Barocco fu infatti un fenomeno intrinsecamente europeo, alimentato da viaggi, committenze incrociate, mobilità di artisti e circolazione di modelli figurativi. La



Installation view, BAROCCO. Il Gran Teatro delle Idee, Museo Civico San Domenico, 2026. ph. Emanuele Rambaldi

collaborazione odierna tra istituzioni rievoca simbolicamente quella stessa trama di relazioni e dimostra che la tutela e la valorizzazione del patrimonio possono trovare nuova forza nella cooperazione internazionale.

Il percorso insiste anche sul rapporto tra immagine e conoscenza, altro nodo cruciale del '600. Accanto alle grandi composizioni religiose e celebrative emergono testimonianze della nuova curiosità scientifica e della volontà di osservare e comprendere il mondo.

L'allestimento rinuncia a ogni enfasi scenografica per privilegiare la leggibilità delle opere e delle loro relazioni. Le sale del San Lorenzo diventano così uno spazio di concentrazione visiva, dove la successione dei lavori costruisce un ritmo narrativo che invita a soste attente, quasi a replicare l'esperienza di una rappresentazione teatrale.

Con “Il Gran Teatro delle Idee” Forlì conferma una linea progettuale ormai riconoscibile: mostre che non si limitano all'esibizione del capolavoro, ma propongono chiavi di lettura ampie, capaci di intrecciare storia, estetica e attualità. Ne emerge un Barocco lontano dagli stereotipi di pura ridondanza decorativa e restituito, invece, come laboratorio della modernità, stagione in cui l'immagine imparò a parlare a pubblici diversi, a emozionare e convincere.

Il teatro del '600 continua così a vivere non solo nelle opere esposte, ma nella rete di dialoghi che le ha rese nuovamente visibili, riaffermando l'arte come patrimonio dinamico, condiviso e profondamente europeo.



Al centro della consulenza finanziaria

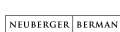
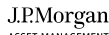
3 giorni di dialogo tra società e finanza

17 18 19 marzo 2026

Auditorium Parco della Musica - Roma

Seguici su [f](#) [in](#) [@](#) [v](#) #consulentia | [consulentia.com](#)

In collaborazione con



CONSULENTI & RETI



«Il consulente finanziario da venditore è diventato consulente, quindi molto focalizzato su attività tecniche di gestione del portafoglio, forse anche un po' gestore, ma domani dovrà essere meno gestore e più educatore del cliente e orchestratore di un gruppo di specialisti al servizio dell'investitore. Quindi si va verso un mestiere proprio, diverso. Uno dei fenomeni che si stanno sviluppando sempre di più nel mondo dei social è l'attività di questi esperti (alcuni sono pseudo-esperti), che fanno academy su come muoversi nel mondo finanziario. Ecco, qual è il futuro del consulente finanziario. Deve essere uno che è capace di educare il cliente»

MAURIZIO PRIMANNI
ceo
Gruppo Excellence

Consulenti, un futuro da psicologi e da maestri

a cura di **Alessandro Secciani**

Maurizio Primanni, dopo la laurea in economia all'Università di Roma, ha iniziato la sua carriera in McKinsey. Nel 2005 è diventato ceo di una boutique di private equity e nel 2007, insieme a Renato Ferri Pacini, ha fondato **Excellence Consulting** a Milano, con l'obiettivo di creare una società italiana di consulenza di alta qualità. Oggi il gruppo Excellence è una realtà multi-boutique attiva nella consulenza strategica, nel change management, nella digital disruption e nella transizione Esg, con sedi in Italia e all'estero, inclusa la Cina. Il gruppo è diventato un punto di riferimento nel settore delle istituzioni finanziarie, in particolare per le banche reti di consulenti finanziari.

Tra i temi centrali che affronta anche su diverse testate giornalistiche, ci sono la necessità per le banche di sviluppare nuovi motori di ricavo senza tagliare sportelli,

l'importanza della pianificazione finanziaria fin dai 50 anni per affrontare la "quarta età" e il ruolo crescente dell'intelligenza artificiale nella consulenza finanziaria. Ha pubblicato diversi libri, tra i quali "La banca del terzo millennio" e "La nuova consulenza finanziaria", scritto con Massimo Scolari.

L'11 febbraio, alla notizia che Altruist ha lanciato un nuovo servizio di pianificazione fiscale basato sull'intelligenza artificiale sulla sua piattaforma Hazel, sia in Italia, sia negli altri maggiori mercati, c'è stato un vero e proprio crollo delle quotazioni. Secondo lei è stata una reazione isterica, oppure c'è una razionalità dietro tutto ciò?

«Secondo me questo tema va affronta-



to su due piani. Il primo è la reazione sicuramente isterica del mercato: che i titoli di quel comparto siano scesi del 5-8% in un giorno è un fatto rilevante. Il secondo punto è che tutto ciò, secondo me, è successo perché ormai sui mercati c'è un problema di concentrazione delle decisioni: i corsi tendono sempre più a muoversi sulla base degli indirizzi che danno alcuni player. La ricchezza finanziaria è tanta, ma è concentrata su pochi grandi asset manager e sono loro spesso a determinare i movimenti dei listini. Questo aspetto è, secondo me, un fatto di cui dobbiamo tenere conto: quando i market maker decidono che i prezzi devono crescere, danno ossigeno, come è successo nel passato. Tuttavia, se

poi percepiscono che un settore o un'azienda possono trovarsi in una situazione di maggiore rischio, può succedere ciò che abbiamo visto. E questo è un tema che dovremo maggiormente tenere sotto controllo nel futuro: diventa sempre più rilevante avere una strategia di shareholder management che anticipi questi fenomeni».

Si è parlato molto, come causa scatenante, del rischio di redditività, che verrebbe messo in pericolo dalle piattaforme di intelligenza artificiale.

«Sì, è vero, nel caso specifico si è parlato molto del rischio di redditività, ma sulla base delle analisi che facciamo ormai da

20 anni, la redditività di questo settore è in contrazione da sempre, o quanto meno da quando io ho iniziato a fare questo mestiere. Ero ancora in McKinsey e mi ricordo che il portafoglio medio di un consulente finanziario che consentiva una vita agiata era di 5 milioni; nel tempo siamo passati da 5 a 10, adesso siamo a 20 milioni. La redditività, di conseguenza, è un tema strutturale. Ciò non vuole dire che non debba essere affrontato, ma non credo che l'uscita di una piattaforma digitale debba giustificare una reazione di quel tipo. Penso che ci sia dietro un ragionamento diverso, che ci sia il timore che lo sviluppo di piattaforme che con l'intelligenza artificiale diventano altamente efficienti possa creare le con-



dizioni affinché il mercato italiano intraprenda una strada simile a quella che si è sviluppata sul mercato americano, dove esistevano le grandi warehouse, che sono l'equivalente delle nostre banche-reti. A un certo punto, negli Stati Uniti si è sviluppato questo mondo fatto di piattaforme e tanti consulenti sono usciti dalle warehouse per creare le loro società di consulenza. L'assetto normativo esiste e gli studi evidenziano che il tema della consulenza indipendente è rimasto sempre sottotraccia in Italia, ma i dati dicono che è in crescita: quindi io credo che lì sia il rischio. Ciò che si è voluto comunicare è stato: "Attenzione banche reti, perché se dovesse emergere una piattaforma che chiaramente deve essere adeguata al contesto fiscale, alle specificità del sistema italiano e particolarmente efficiente, nulla vieta che i consulenti decidano di appoggiarsi su queste piattaforme e si mettano in proprio"».

In pratica lei sostiene che sta per partire in Italia la consulenza indipendente, svincolata dalle grandi reti.

«Ci sono diversi elementi che ancora ostacolano lo sviluppo della consulenza indipendente in Italia. Uno è sicuramente il modello di pricing per la consulenza, che è ancora basato sulle retrocessioni sul prezzo del prodotto. Ciò agevola i consulenti, perché non devono farsi pagare il loro onorario direttamente dal cliente ed è spesso il motivo per cui sono incentivati a continuare a rimanere dove sono. L'altro tema è il profilo generazionale: stiamo parlando di un settore che è caratterizzato da operatori con un'età media o medio-alta e a oltre 50 anni non è che sia forte la propensione a mettersi in proprio. Però il rischio che alcuni professionisti lascino le reti esiste, anche perché si tratta di un settore che deve rinnovarsi anche dal punto di vista generazionale. Guardiamo i dati del reclutamento: tutte le reti in Italia, soprattutto le più grandi, stanno investendo sull'ingresso dei giovani».

Ma le vere minacce non sono dovute soprattutto all'affermazione degli Etf, che hanno costi di ingresso e di gestione minimi,

che non lasciano spazio di remunerazione ai consulenti? Non è un problema anche la Ris, la legge comunitaria che impone una totale trasparenza delle commissioni e che in taluni casi evidenzia numeri che il risparmiatore solitamente non conosce?

«Il tema degli Etf noi l'abbiamo affrontato già sei-sette anni fa. Forse era un po' troppo in anticipo, però dicevamo: "Attenzione ragazzi, perché questa onda arriva". E se guardiamo ciò che è successo nel mercato americano, lo sviluppo della consulenza a pagamento è avvenuto in parallelo con la crescita del mercato degli Etf, perché è diventato il modo con il quale i consulenti hanno recuperato la redditività che perdevano sulle commissioni sul prodotto. Questo tema esiste e credo che in Italia, e in generale in Europa, sia ancora un po' attenuato, perché tipicamente lo sviluppo degli Etf è guidato più da un mercato istituzionale che retail: a comprare gli Etf oggi sono ancora le banche che li utilizzano all'interno dei loro prodotti, che possono essere gestioni patrimoniali o Sicav o comunque prodotti ombrello, unit linked o altro. Ciò consente al gestore di mettere in distribuzione prodotti più economici, ma anche attenua l'impatto degli Etf. Però, così facendo, il costo di questi strumenti, in termini di riduzione dei margini, viene ribaltato più sui gestori che sui distributori».

E tutto ciò che cosa comporterà per l'intera industria?

«Questa è un'industria che subirà nei prossimi 10 anni un passaggio generazionale, sia di operatori, sia di clienti, che sempre di più si abituano a utilizzare strumenti come gli Etf, più economici e più facili da liquidare, perché sono titoli negoziati. Sicuramente gli Etf arriveranno in Italia anche alla clientela retail e gli operatori dovranno attrezzarsi. Vedo infatti, da ultimo, un rinnovato interesse da parte dei distributori per l'offerta di servizi di trading online, di piattaforme di trading online, e credo che ciò sia collegato a questo fenomeno: attraverso queste piattaforme io come operatore mi preparo a gestire anche il fatto che c'è una clientela giovane che cresce sempre di più e che vorrà gestire almeno una parte del suo portafoglio in autonomia, andando a com-

prare anche gli Etf. Quindi cerco di recuperare redditività attraverso il servizio di trading online o la consulenza che posso dare per la scelta dei titoli da comprare e vendere sul mercato».

Di conseguenza si sta comunque andando verso una riduzione dello spazio per i consulenti...

«Bisogna sempre ricordare che gli Etf sono un prodotto meno costoso, ma non esente da rischio: sono collegati all'andamento del mercato e una gestione in Etf necessita di essere costantemente aggiornati sugli andamenti dei mercati, sulle correlazioni tra i diversi indici, etc. Il fai-da-te applicato agli Etf è ancora più rischioso del fai-da-te applicato ai fondi attivi e lo sviluppo di quest'asset necessita anche della crescita di un mercato della consulenza sui portafogli in Etf. Certo, dovrà essere una consulenza con un prezzo trasparente e gli operatori dovranno imparare a farsi riconoscere dai clienti il valore di questo servizio. Peraltro, sia lo studio che fa tutti gli anni la Consob sui comportamenti di investimento delle famiglie, sia un lavoro che recentemente ha fatto l'Aipb, ci dicono che i clienti sono sempre di più disposti a pagare una consulenza con costi chiari. Addirittura, è stato chiesto: "Per lei il costo di una consulenza intorno a 100 basis point è ragionevole?" Circa l'80% del panel ha risposto che si tratta di un costo accettabile. In questo caso, è chiaro che stiamo parlando di clientela privata, con un patrimonio superiore a 500 mila euro, però almeno su quel taglio di clientela esiste evidentemente la disponibilità a pagare una consulenza in chiaro. Io vedo una situazione dove nei prossimi 10 anni sicuramente avremo un trend simile a quello del mercato americano: più consulenza a pagamento con fee chiare, più Etf retail rispetto a oggi».

Quindi sempre più consulenti indipendenti.

«È ancora da capire se si svilupperà il mercato dei consulenti indipendenti, che è molto legato alle piattaforme. Teniamo conto che anche negli Stati Uniti il mercato degli advisor liberi sta subendo una concentrazione, perché comunque fare il consulente indipendente in forma societaria significa anche dovere sostenere da solo tutti i costi di compliance, di adegua-

mento regolamentare che oggi sono in capo al distributore o alla banca, che hanno forti economie di scala. Di conseguenza, più la normativa, come ad esempio la Ris, diventa forte, pesante, più disincentiva il consulente dal mettersi in proprio: gli conviene lavorare sotto l'ombrello della banca che ha esperti che fanno questo mestiere ormai da anni e quindi forniscono ai consulenti processi già Ris compliant. In caso contrario il consulente indipendente dovrebbe risolvere il problema da solo, pagarsi gli specialisti per farsi costruire dei processi conformi alla normativa. Ed è ciò che sta succedendo negli Stati Uniti, dove erano nate tante piccole società di consulenza indipendente che adesso si stanno fondendo, per avere una scala più grande e così potere sostenere questi crescenti costi di compliance».

C'è un altro fenomeno che è emerso: Intesa Sanpaolo ha lanciato una rete di consulenti telefonici rivolta agli investitori con portafogli limitati.

«Sì, Intesa Sanpaolo è effettivamente l'istituto di credito che sta innovando di più, costruendo modelli di consulenza differenziati per target di clientela diversa. Ora, in Italia è successo che i portafogli dei consulenti finanziari sono cresciuti dal punto di vista dimensionale in maniera significativa, oltre che in termini di valore e di numero dei clienti. Il modello del consulente che investe del tempo nel fare la consulenza, che va a casa del cliente, che lo educa e guida nelle scelte di come muovere il portafoglio, ha un limite: c'è una fascia di clientela meno rilevante che tendenzialmente il consulente fa fatica a seguire. Allora qual è l'idea? Che gli investitori più piccoli siano seguiti da un operatore che lavorando da remoto riesca a gestire una base di clientela più ampia. È chiaro che non è solo un tema di consulenza, ma anche di servizio a 360°: ci sono i prodotti e i servizi bancari, i pagamenti, volendo anche il credito. Quindi a questo modello del consulente remoto deve abbinarsi una piattaforma di banca digitale e di trading che siano altamente performanti. Negli Stati Uniti gli operatori che lavorano in questi termini si rivolgono a clienti che hanno investimenti inferiori a 10 mila dollari e a costoro viene messa a disposizione una piattaforma, ma se han-

no bisogno di un ragionamento un po' più sofisticato, c'è il consulente a distanza. Per i clienti nella fascia intermedia, invece, è a disposizione il consulente fisico e, comunque, c'è sempre la piattaforma digitale per tutte le operazioni di back office. Infine, al cliente oltre i 500 mila dollari, quello che definiamo private, viene offerto magari un vero e proprio team di consulenti, ognuno specializzato in una materia diversa. Inoltre, vi è anche la possibilità di realizzare un percorso di carriera per i consulenti: così, se sono un giovane, magari inizio la mia carriera facendo il remote advisor, successivamente, se questa esperienza si rivela di successo, posso passare alla rete dei consulenti fisici. Infine, se anche quell'esperienza funziona, i miei clienti crescono e diventano private, il passaggio successivo può essere di diventare parte di un team insieme ad altri consulenti».

In Italia a che punto siamo?

«Siamo all'inizio di questa evoluzione, di questi percorsi di carriera che sono presenti nel mercato americano già da un po' di anni e credo che il mercato italiano si muoverà in quella direzione. Peraltro, c'è un altro tema interessante: se si guardano i dati statistici dei consulenti attivi, non di quelli iscritti all'Albo, si vede che negli ultimi 20 anni erano sui 30-35 mila, poi a un certo punto sono scesi a 20 mila. Quindi, adesso, per questa industria la prima priorità strategica è rinnovarsi, perché se ciò non succede, alla fine il mercato andrà a concentrarsi in poche mani e allora poi diventerà veramente difficile dare un servizio di livello adeguato. Occorre costruire dei percorsi di carriera per questi giovani, cosa di cui magari negli ultimi 20 anni nessuno si è occupato, perché aveva una rete di quarantenni che funzionava. Non costavano molto, erano provvigioni pure collegate alla produzione commerciale dei consulenti. Il supporto che veniva fornito loro nel passato era limitato, perché non c'erano normative particolarmente stringenti, bastava un po' di comunicazione e di marketing di prodotto. Ora però le cose sono molto cambiate, ma davvero tanto».

Però l'Ai dovrebbe dare una bella mano a tagliare tempi e costi.

«Abbiamo visto tra i macrotrend di questa industria, da una parte, lo switch de-

mografico, che significa rinnovare le professionalità delle reti con nuove forze giovani, un lavoro lungo e dispendioso, all'interno del quale l'Ai può accelerare enormemente il cambiamento. Dall'altra parte, la spinta normativa, che implica un carico di verifiche di compliance crescente e che comporta la revisione dei processi, avere più attività di controllo; anche qui l'Ai può fornire un aiuto importante. In sostanza, rispetto ai macrotrend di cambiamento che vedo in questo settore, l'intelligenza artificiale può essere stabilmente un elemento di aiuto. Perciò, io non la vedo come una minaccia, ma come un grosso volano. In uno studio che abbiamo fatto con l'Università Cattolica, abbiamo intervistato 200 consulenti sull'impatto dell'Ai sulla loro attività e anche loro avevano questa visione: alcuni stimavano intorno al 30% l'incremento di produttività dovuto all'Ai».

In un mercato in cui tutta la parte di consulenza tecnica è sempre più detenuta dalle macchine, tutti rispondono che il consulente è insostituibile nel rapporto con il cliente, nel creare un dialogo empatico. Ma a questo punto non si rischia di creare un consulente ignorante, che ha come unico scopo di piacere al cliente? I consulenti ci hanno messo 20 anni per passare da promotori a consulenti. Oggi rischiano di tornare dei venditori. Non devono più pensare: a fare scelte di portafoglio preconfezionate ci pensa l'Ai.

«Il mondo della tecnologia evoluta, dell'Ai, è anche il mondo degli educatori. Sia ben chiaro, io sto cercando di vedere gli aspetti positivi, anche perché nel mio mestiere devo dare delle indicazioni ai clienti su come evolvere questa industria in modo costruttivo. Il consulente finanziario da venditore è diventato consulente, quindi molto focalizzato su attività tecniche di gestione del portafoglio, forse anche un po' gestore, ma domani dovrà essere meno gestore e più educatore del cliente e orchestratore di un gruppo di specialisti al servizio dell'investitore. Quindi si va



verso un mestiere proprio diverso. Uno dei fenomeni che si stanno sviluppando sempre di più nel mondo dei social è l'attività di questi esperti (alcuni sono pseudo-esperti), che fanno academy su come muoversi nel mondo finanziario. Ecco qual è il futuro del consulente finanziario. Deve essere uno che è capace di educare il cliente. È vero che l'Ai prepara tutta l'analisi tecnica, però poi serve una persona che sia capace di spiegarla e che trovi il registro giusto per l'interlocutore. E qui entriamo nei limiti dell'intelligenza artificiale, che ha un registro comunicativo standard. Da parte del professionista c'è del valore ulteriore ed è un valore importante: insegnare al cliente quali sono le strade giuste da percorrere. Per i clienti di fascia alta, invece, il consulente può svolgere anche un ruolo da orchestratore, ossia colui che sensibilizza il cliente sul fatto che per risolvere un dato problema serve un team multidisciplinare, che comprenda ad esempio, oltre al consulente finanziario, anche un commercialista e un legale. Alla fine nella gestione di

un portafoglio i problemi non sono solo finanziari».

Un'ultima domanda: se suo figlio le dicesse che vuole fare il consulente finanziario, che cosa risponderebbe?

«Se uno dei miei due figli, che peraltro sono ancora piccoli, mi dicesse così, non ci vedrei un problema, anzi lo stimolerei a farlo. Secondo me, infatti, pur nell'evoluzione delle fondamenta tecniche, questa rimane una professione che, se piace la gestione delle relazioni con i clienti di persona, può portare soddisfazioni. E, secondo me, un futuro c'è, anche se probabilmente sarà un futuro diverso da oggi».

Quindi uno psicologo e un maestro, più che un consulente finanziario.

«Esatto, comunque un professionista che aiuta il cliente a costruire in tutta la sua vita un percorso finanziariamente sostenibile, in cui potere realizzare liberamente i propri sogni e contribuire a fare in modo che ciò avvenga anche per quelli dei propri eredi».

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 solo
per investitori professionali.
Capitale a rischio.

Cercare una rendita stabile in mercati in evoluzione.

PIMCO Income Fund

SCOPRI DI PIÙ SU [PIMCO.IT/INCOME](https://pimco.it/income) ➤

PIMCO®

La performance dipende dal momento dell'investimento e può comportare rendimenti negativi. Questo documento non ha valore contrattuale e la sua emissione non è richiesta da alcuna legge o regolamento dell'Unione Europea o del Regno Unito. Questa comunicazione di marketing non include dettagli sufficienti per consentire al destinatario di prendere una decisione d'investimento informata. Il contenuto non costituisce una raccomandazione, consulenza d'investimento, né un'offerta di acquisto o vendita di alcun fondo PIMCO Global Investment Series (GIS). Questa pubblicità si basa su informazioni ottenute da fonti ritenute affidabili, ma non comporta alcuna responsabilità per PIMCO. Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. **PIMCO Europe GmbH - filiale italiana (società n. 192083)** è autorizzata e regolamentata da CONSOB. I servizi offerti da PIMCO Europe GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali come definiti nella Sezione 67, comma 2, della Legge sulla negoziazione di titoli tedesca (WpHG) e non sono disponibili per gli investitori individuali, i quali non devono fare affidamento sulla presente comunicazione. Secondo l'Art. 56 del Regolamento (UE) 565/2017, una società di investimento ha il diritto di presumere che i clienti professionali possiedano le conoscenze e l'esperienza necessarie per comprendere i rischi associati ai servizi di investimento o alle transazioni pertinenti. Poiché i servizi e i prodotti di PIMCO Europe GmbH sono forniti esclusivamente a clienti professionali, l'adeguatezza di tali servizi è sempre confermata. In caso di dubbi su qualsiasi investimento o sulla convenienza di una decisione d'investimento, gli investitori dovrebbero rivolgersi ai propri consulenti finanziari, legali e fiscali. Il valore dell'investimento e la redditività possono variare e l'importo dell'investimento iniziale non può essere garantito. Prima della sottoscrizione, leggere il Prospetto e il PRIIP KID disponibili su www.fundinfo.com. Il nome legale di PIMCO Income Fund è PIMCO GIS Income Fund, un comparto della PIMCO GIS Funds: Global Investors Series plc, domiciliato in Irlanda. ©2026 PIMCO. Tutti i diritti riservati.