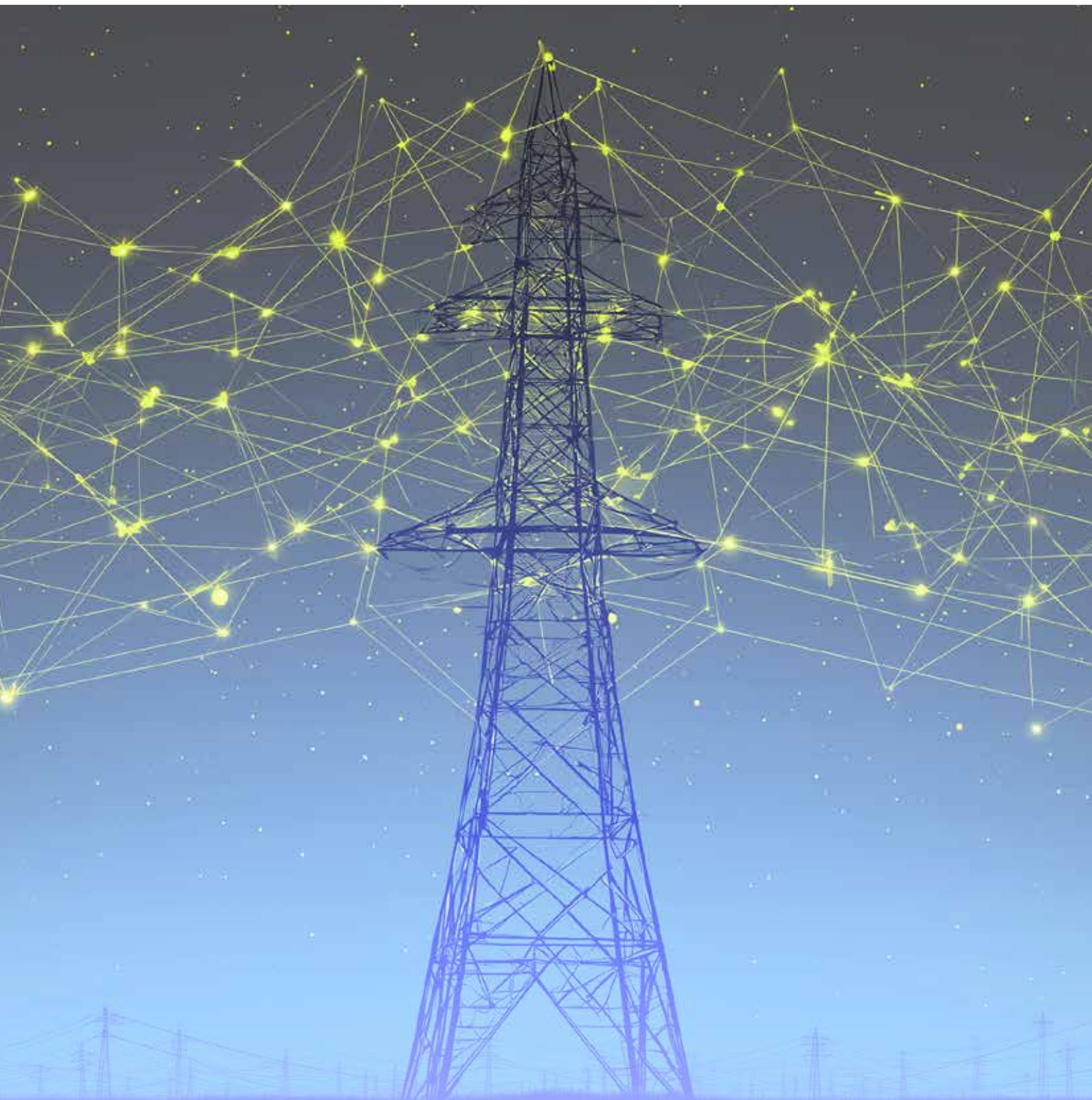


FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 19 - numero 183 - aprile 2026



ELETTRIFICAZIONE,
UNA CRESCITA VORTICOSA GRAZIE ALL'AI
FOCUS BOND, TROVARE VALORE ANCHE IN TEMPI DIFFICILI



LA DETERMINAZIONE TRASFORMA IL TALENTO IN RISULTATI.

I successi non sono un episodio: sono l'esito di una visione portata avanti nel tempo.
Noi di Banca Generali sosteniamo Federica Brignone da oltre 16 anni,
perché crediamo in un percorso fatto di metodo e dedizione.
E i suoi traguardi internazionali ne sono la conferma.
Complimenti, Federica.

Seguici su     

Per saperne di più: www.bancagenerali.com



MANTENERE IL PATTO COL CLIENTE di Giuseppe Riccardi



Ammiro molto la posizione di Stephan Fritz, di Flossbach von Storch: «Per noi la gestione di fondi multi-asset non era altro che gestione patrimoniale in senso classico. L'obiettivo era preservare il patrimonio e ottenere nel tempo rendimenti adeguati. In questa logica rientra anche...la nostra preferenza per modelli di business piuttosto "noiosi", come quelli delle aziende che producono beni di consumo quotidiano. Ultimamente ci è stato chiesto spesso se non sarebbe opportuno adeguare la nostra strategia d'investimento ai trend che il mercato di volta in volta premia. La nostra risposta è no. Affidabilità e prevedibilità sono il nostro bene più prezioso che ci guida fin dalla fondazione della società» (a pagina 22).

In pratica in un momento difficilissimo per l'in-

tera umanità e nel quale i mercati sembrano totalmente disorientati, c'è un money manager che ha il grande coraggio di muoversi con una bussola che ha verificato nel corso degli anni e alla quale rimane fedele. Niente stress, né per sé, né per i suoi clienti, ma l'attesa fiduciosa che può fornire un'allocazione costruita per dare discreti guadagni in ogni situazione. Attualmente molti gestori sono tormentati dal dubbio: scegliere i titoli più arrembanti, come la difesa, l'AI e, oggi, i petroliferi, oppure cercare di diminuire al massimo il rischio, con il pericolo, però, che i concorrenti che hanno osato di più alla fine ottengano risultati migliori? Il vecchio dilemma: ho paura di perdere l'occasione, ma ho anche paura di perdere.

Non sempre sono totalmente d'accordo con

Fritz, ma indubbiamente avere dei gestori che si muovono con la sicurezza di un capitano di lungo corso nelle tempeste più terribili è importantissimo. È vero che la storia della finanza è fatta da operatori che al momento giusto hanno saputo osare, ma raramente si parla di coloro che hanno osato e hanno perso. Poi tocca all'investitore scegliere a chi dare i propri risparmi: magari punta un po' sul vero "coraggioso" Fritz e un po' sui money manager che giocano sempre in attacco. Ma avere chi offre certezze nell'attuale fase è una grandissima opportunità, soprattutto se rispetta il patto.



LA CRESCITA DEL COMMERCIO GLOBALE di Pinuccia Parini

Si sta affrontando una fase di transizione repentina che sta sconvolgendo gli equilibri del mondo. L'aspetto tragico è che ciò sta avvenendo con dinamiche inaspettate e, soprattutto per noi occidentali, con una presenza della guerra sempre più incombente, oramai diventata una normalità.

In base a quanto riportato nell'aggiornamento di aprile redatto da United Nations Trade & Development, nel 2025 il commercio mondiale è cresciuto di 2,5 trilioni di dollari, registrando un aumento di circa il 7,5% e raggiungendo il livello record di 35 trilioni di dollari. Questa tendenza è stata diffusa e si

è rivelata più forte per le economie in via di sviluppo dell'Asia orientale e dell'Africa, tanto che il commercio Sud-Sud ha superato la media globale, espandendosi di circa il 9%. L'andamento positivo di inizio 2026 appare però fragile, tanto che è atteso un rallentamento nel corso del 2026 a causa delle persistenti tensioni e dell'aumento dei costi commerciali. La guerra in Medio Oriente avrà una serie di conseguenze: anche se nel breve periodo lo Stretto di Hormuz dovesse essere riaperto, non è ancora chiaro quali saranno le nuove condizioni di transito per le navi cargo e i tempi per una normalizzazione del traffico, ma è difficile pensare che vi saranno ricadute positive per le attese inflazionistiche e il possibile impatto sulla crescita economica. Ciò nonostante, sottolinea il report, la forte domanda globale di beni legati all'AI, alle tecno-

logie digitali e ad alcuni prodotti dell'industria verde dovrebbe rimanere robusta e potrebbe contribuire a sostenere la performance complessiva del commercio.

In questo scenario, ciò che emerge è che, nonostante l'interscambio tra le due più grandi economie al mondo, Stati Uniti e Cina, sia diminuito di un quarto, gli scambi globali hanno trovato nuove vie di espansione attraverso le cosiddette "economie di collegamento". E il ruolo della Repubblica Popolare all'interno di questo sviluppo è fondamentale. La creazione di nuovi equilibri in un mondo caratterizzato da più sfere d'influenza è un dato di fatto che si riflette nel tessuto economico. L'auspicio è che tutto ciò avvenga senza che il protagonismo e il narcisismo dei singoli abbia il sopravvento. Ma, alla fine, tutto dipende da noi.

SOMMARIO

Numero 183
aprile 2026
anno 19

editore
Giuseppe Riccardi

direttore
Giuseppina Parini

vice direttore
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**

L'equilibrio precario dell'Egitto: riforme, debito e shock geopolitico

8 **OSSERVATORIO ASIA**

Cina, le variabili sulla crescita

10 **FACCIA A FACCIA**

Lisa Wang, head of Emea investment strategy, Franklin Templeton Investment Solutions
Pierluigi Ansuinelli, portfolio manager, Franklin Templeton, Investment Solutions
«Una strategia "core" per ancorare il portafoglio»

David Kohl, chief economist, Julius Baer
«Verso uno scenario più complesso»

14 **LA VERA SFIDA DELLA TECNOLOGIA**

Alla guerra mondiale degli elettroni

AGRICOLTURA A RISCHIO

Il ritorno della fame anche in Occidente

26 **FLOSSBACH VON STORCH**

Mai mettere tutte le uova in un paniere

28 **LOMBARD ODIER INVESTMENT MANAGERS**

All Roads, una risposta efficace per il contesto attuale

30 **LAZARD ASSET MANAGEMENT**

Giappone, il cambiamento continua

32 **INVESCO**

Più difensivi nello scenario attuale

35 **FOCUS BOND**

Obbligazioni, cercare valore in tempi complessi

46 **OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE**

Crescita vorticoso, ma tante incognite

50 **KELONY**

Il rischio digitale ridisegna rischi e opportunità

52 **OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA**

La conversione di Mr. Keynes

56 **LA FINANZA E LA LEGGE**

Lmt per gestire gli stress della liquidità

58 **GENERALI ASSET MANAGEMENT**

Private credit, un mercato dinamico in Italia

61 **VOCI DEI MERCATI**

La guerra porta l'ennesima sorpresa

63 **CONSULENTI&RETI**

Ferruccio Riva e Luigi Conte

69 **COPERNICO SIM**

Con l'inflazione in salita, il vero pericolo è lasciare i soldi fermi

70 **INCHIESTA**

Quando il cliente dice: «Mi fido ciecamente di te»

74 **ARTE**

Van Dyck, il viaggio di un genio nell'Europa del Seicento



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.

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.

Per approfondimenti
scansiona il QR code



L'equilibrio precario dell'Egitto: riforme, debito e shock geopolitico

a cura di Mark William Lowe

La crisi iraniana rappresenta un grave problema in tutto il Medio Oriente, ma per l'Egitto è una questione più immediata e rilevante. Non si tratta solo di uno shock, bensì di una situazione che mette in luce quanto la stabilità del Paese dipenda da condizioni che sfuggono al suo controllo. Non si tratta semplicemente di un altro episodio di instabilità regionale. I prezzi dell'energia stanno aumentando, le rotte commerciali sono sotto pressione e le condizioni finanziarie si stanno inasprendo. Per l'Egitto, questi cambiamenti non rimangono indolori a lungo. Si propagano rapidamente attraverso il sistema e si manifestano in costi più elevati, in decisioni politiche caute e nel comportamento degli investitori, pronti a rivalutare il rischio. L'adeguamento è già iniziato. Il governo ha rallentato i progetti ad alto consumo energetico, ridotto l'uso di carburante in alcune parti del settore pubblico e introdotto misure per contenere l'aumento dei costi. Non si tratta di riforme strutturali, ma di risposte immediate a un sistema messo a dura prova.

Allo stesso tempo, una delle fonti di valuta estera più affidabili del Paese è finita sotto pressione. I ricavi del Canale di Suez, che nel 2023 hanno superato 10 miliardi di dollari, sono crollati drasticamente: secondo alcune stime di oltre la metà, poiché l'instabilità delle principali rotte marittime ha deviato il traffico. Una situazione che viene spesso descritta come una crisi globale è, in questo caso, una perdita diretta di entrate. L'Egitto non

subisce gli shock a distanza, ma li assorbe rapidamente e spesso su più fronti contemporaneamente.

FONDAMENTA FRAGILI

Fino a poco tempo fa, il contesto egiziano sembrava avesse iniziato a cambiare. Dopo un lungo periodo caratterizzato dalla debolezza della valuta e da un'inflazione elevata, si intravedevano segnali di consolidamento delle riforme. All'inizio del 2026 l'inflazione era scesa a circa il 12%, in calo rispetto ai picchi vicini al 40%, e si prevedeva che la crescita del costo della vita si stabilizzasse tra il 4% e il 5% circa.

Tuttavia, questo miglioramento si è sempre basato su fondamenta fragili. La sterlina egiziana ha perso gran parte del suo valore negli ultimi anni e le finanze pubbliche rimangono condizionate da un pesante fardello di debito. Ancora più importante: gran parte dei progressi è dipesa dal sostegno esterno più che da un ampio rafforzamento dell'attività economica interna. Questa distinzione è importante, perché una ripresa guidata da una dinamica interna è maggiormente in grado di assorbire gli shock, mentre una ripresa sostenuta dall'esterno è più esposta ai traumi provenienti da oltre confine. La stabilizzazione raggiunta dall'Egitto è quindi reale, ma condizionata. Essa regge

fin tanto che il contesto circostante rimane gestibile.

IL PREZZO DI TENERE DURO

Al centro di questa struttura c'è un bisogno costante di finanziamenti. Il sostegno internazionale, guidato dal Fondo Monetario Internazionale attraverso un programma rafforzato di circa 8 miliardi di dollari, insieme ai capitali provenienti dai partner del Golfo, ha permesso all'Egitto di fare fronte ai propri obblighi e di mantenere l'accesso alla valuta estera. Ma la stabilità ottenuta in questo modo presenta dei limiti. L'indebitamento con l'estero è salito a circa 155 miliardi di dollari e il servizio del debito assorbe una quota consistente della spesa pubblica. Allo stesso tempo, i rimborsi futuri sono concentrati nei pros-

“ L'Egitto non sta affrontando una crisi di solvibilità; la questione è più complessa e scomoda ”

simi anni, creando una finestra ristretta in cui è necessario mantenere la stabilità. L'Egitto non sta affrontando una crisi di solvibilità; la questione è più complessa e scomoda. Si tratta di capire se il sistema potrà continuare a funzionare qualora le condizioni esterne diventassero meno favorevoli. Finché la fiducia regge, il modello



funziona. Se questa fiducia si indebolisse, anche solo parzialmente, l'adeguamento difficilmente avverrebbe in modo graduale.

LE PRESSIONI CONVERGONO

L'esposizione dell'Egitto agli sviluppi geopolitici non è teorica, ma è insita nella struttura della sua economia. Le importazioni energetiche, i proventi del Canale di Suez, il turismo e le rimesse risentono tutti direttamente delle condizioni regionali. Presi singolarmente, questi fattori di pressione possono essere gestiti, ma sorgono gravi difficoltà quando iniziano a combinarsi tra loro. L'aumento dei prezzi dell'energia fa lievitare i costi delle importazioni e mette sotto pressione le finanze pubbliche. Le interruzioni del traffico marittimo riducono le entrate del Canale e il turismo reagisce rapidamente a qualsiasi percezione di instabilità, mentre le rimesse dipendono dalle condizioni economiche degli stati confinanti. Quando questi fattori si indeboliscono contemporaneamente, l'effetto non è graduale, ma immediato. Tutto ciò sta cominciando a emergere nell'attuale crisi. La pressione sull'Egitto non proviene da un'unica fonte, ma è il risultato di diversi canali che trasmettono lo

stesso shock contemporaneamente.

È per questo motivo che il Paese viene spesso descritto come un "canarino nella miniera di carbone" per gli shock globali. Non perché sia particolarmente fragile, ma perché registra la pressione prima e in modo più visibile rispetto a molte altre economie.

TASSI VICINI AL 20%

In questo contesto, le scelte politiche risultano sempre più limitate. I tassi di interesse rimangono vicini al 20%, limitando l'efficacia di un'ulteriore stretta monetaria. La flessibilità fiscale è vincolata dagli obblighi di debito e dalla necessità di mantenere la credibilità nei confronti dei partner internazionali. Allo stesso tempo, misure di riforma, come la riduzione dei sussidi, comportano implicazioni sociali e politiche. Non si tratta di preoccupazioni astratte: circa il 30% della popolazione vive vicino o al di sotto della soglia di povertà, il che pone chiari limiti alla portata e alla rapidità con cui l'aggiustamento può procedere.

Il risultato è uno spazio operativo ristretto. I responsabili politici devono agire, ma ogni decisione comporta conseguen-

ze sempre più difficili da gestire. La sfida non è solo economica, ma riguarda anche la tempistica, la sequenzialità e il mantenimento dell'equilibrio in un sistema che offre scarso margine di errore.

NÉ IN CRISI, NÉ TRANQUILLO

L'Egitto non è in crisi, ma non si trova nemmeno in una situazione di tranquillità. Opera in uno stato di continuo adeguamento, in cui la stabilità dipende dall'interazione tra sostegno esterno, politica interna e fiducia degli investitori. La situazione attuale non ha introdotto nuove vulnerabilità, ma ha reso più evidenti quelle già esistenti. Quando le condizioni esterne peggiorano, le pressioni che altrimenti potrebbero rimanere contenute iniziano a manifestarsi. L'effetto non è graduale, ma immediato e spesso più concentrato del previsto. Ecco perché il momento attuale è importante. Non si tratta di una rottura con il passato, ma di una dimostrazione più chiara di come il sistema si comporta sotto stress.

UN PAESE TALORA ATTRAENTE

Per gli investitori, l'Egitto rappresenta un equilibrio ben conosciuto, ma sempre più delicato. Il quadro di riforme fornisce una struttura e un sostegno esterno, che favoriscono la stabilità e creano opportunità; allo stesso tempo, però, l'economia rimane altamente sensibile ai cambiamenti del contesto esterno.

La variabile chiave è la fiducia, ma non in senso generico. Si tratta della fiducia che i finanziamenti continueranno, che le riforme saranno portate avanti e che le pressioni esterne non si intensificheranno più rapidamente di quanto il sistema riesca ad adattarsi. Finché questi elementi rimangono allineati, l'Egitto resta un paese in cui investire e, talora, attraente. Ma, se iniziano a divergere, è improbabile che l'adeguamento avvenga senza intoppi.

L'Egitto è quindi più di una semplice storia di mercato emergente, è un segnale di allarme precoce. Mostra quanto velocemente le tensioni globali possano tradursi in tensioni interne e quanto possa diventare limitato il margine di adeguamento quando il sostegno esterno e le riforme interne devono procedere di pari passo. Questo è l'equilibrio da mantenere e sta diventando sempre più difficile da sostenere.

Cina, le variabili sulla crescita

a cura di **Pinuccia Parini**

Secondo i dati ufficiali, il commercio estero della Cina ha registrato un inizio d'anno robusto, con un valore totale degli scambi che è cresciuto a doppia cifra, pari al 18,3% su base annua nel periodo gennaio-febbraio; con l'Europa è salito del 27,8%, mentre le esportazioni verso i paesi dell'Asean sono aumentate di quasi il 30% e diminuite del 10% verso gli Stati Uniti, a causa dell'imposizione di dazi e altre misure da parte dell'amministrazione americana. L'export è cresciuto del 19,2% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, raggiungendo 4.620 miliardi di yuan, mentre l'import ha avuto un incremento del 17,1%, arrivando a 3.110 miliardi di yuan. Nei primi due mesi del 2026, le esportazioni di prodotti meccanici ed elettrici ad alta tecnologia e ad alto valore aggiunto hanno registrato un aumento del 24,3% su base annua. Il dato dovrebbe preoccupare i partner commerciali di Pechino, che temono di vedere i loro mercati inondati da beni cinesi, e gli stessi Stati Uniti, che non riescono a contenere la presenza del Dragone sui mercati esteri.

GLI SQUILIBRI AUMENTANO

Sulle elevate esportazioni cinesi, c'è uno studio interessante fatto da **Tamim Bayoumi**, visiting scholar del **King's College** presso il Peterson Institute for International Economics, e **Joseph E. Gagnon**, senior fellow dello stesso istituto, che credono che il surplus commerciale cinese, in forte espansione, «sia destinato a crescere ulteriormente e a sottrarre sempre più quote di mercato ai produttori del resto del mondo,

soprattutto nelle economie avanzate di Europa e Asia»⁽¹⁾. Secondo gli studiosi, le tensioni commerciali sono probabilmente destinate ad aumentare ulteriormente, anche se la crescita globale rimanesse sostenuta. Addirittura, un rallentamento «potrebbe fare precipitare il mondo in un conflitto commerciale di proporzioni mai viste dagli anni '30, con i paesi che adotteranno politiche protezionistiche per difendere i propri produttori a scapito degli altri»⁽¹⁾.

In pratica, si potrebbe cadere in una situazione in cui le diverse economie perseguirebbero politiche di «impoverimento del vicino», dando in questo modo un colpo fatale all'attuale ordine economico internazionale. Bayoumi e Gagnon, andando contro il consenso, pensano che gli squilibri esterni e le relative tensioni commerciali

non si ridurranno nei prossimi due anni, mentre il Fondo Monetario Internazionale prevede una contrazione del surplus cinese e del deficit statunitense nel 2026 e nel 2027, con avanzi commerciali stabili nelle altre principali regioni.

UN EXPORT COMPETITIVO

L'attuale surplus cinese è trainato da «esportatori ultra-competitivi», sia nei

settori tradizionali come l'elettronica e gli elettrodomestici, sia in quelli dei nuovi prodotti come automobili, robot e pannelli solari. Inoltre, i due autori dello studio ritengono che questo fenomeno sia amplificato da un ampio squilibrio finanziario «incipiente»: i risparmiatori cinesi cercano opportunità di investimento all'estero, ma gli stranieri non sembrano così desiderosi di portare capitali nella Repubblica Popolare. A fare le spese di un export cinese, che dai beni a bassa tecnologia è passato a manufatti a media e alta tecnologia, sono l'Europa e l'Asia avanzata. E tutto ciò non farà altro che esacerbare

“ “ *La Cina si è prefissata un obiettivo di crescita del Pil compreso tra il 4,5% e il 5% per quest'anno: saranno implementate politiche macroeconomiche «più proattive ed efficaci»* ” “

le tensioni commerciali. Ma lo scenario più controverso si verificherebbe, sempre in base allo studio del Peterson Institute, se scoppiasse la bolla dell'AI e gli Usa cadessero in recessione. In tal caso, il deficit statunitense si ridurrebbe, causando uno shock deflazionistico globale e, anche in questa circostanza, un forte aumento delle tensioni commerciali.

Ufficialmente, la Cina promuoverà una cre-

scita bilanciata del commercio nel 2026, «stabilizzando le esportazioni e al contempo condividendo maggiori opportunità nel mercato interno»⁽²⁾. Il Paese, ha dichiarato Pan Gongsheng, capo della Banca centrale cinese, non ha bisogno, né intenzione, di cercare vantaggi competitivi nel commercio estero attraverso la svalutazione della propria divisa. Inoltre, le autorità preposte si impegneranno a creare un ambiente di mercato più trasparente, stabile e prevedibile per soddisfare al meglio la domanda degli investitori globali di asset cinesi.

NUOVE STIME DI CRESCITA

I leader cinesi, nel frattempo, hanno ancora una volta dichiarato a parole di volere raggiungere l'obiettivo di una crescita trainata dai consumi, tanto da farne uno dei pilastri del nuovo piano quinquennale, ma le loro politiche, sinora, «hanno di fatto consentito un massiccio afflusso di investimenti in nuove industrie orientate all'esportazione, mantenendo al contempo i costi in Cina ben al di sotto dei livelli globali. Le conseguenze di queste scelte si stanno ora riversando su un mondo impreparato a un secondo shock cinese», sostengono di rimando Bayoumi e Gagnon.

Ma che cosa succederà alla seconda economia mondiale che ha visto negli ultimi anni aumentare la sua dipendenza dalle esportazioni e, dallo scoppio della pandemia in poi, ha dovuto affrontare una pesante crisi immobiliare e il calo dei consumi, ai quali si è aggiunto anche quello demografico? In occasione della quarta sessione della XIV Assemblea popolare nazionale, in cui è stato anche presentato il XV Piano quinquennale, è stato illustrato il pacchetto di politiche che il Paese adotterà quest'anno. La Cina si è prefissata un obiettivo di crescita del Pil compreso tra il 4,5% e il 5% per quest'anno: saranno implementate politiche macroeconomiche «più proattive ed efficaci», pacchetti di misure che combinano interventi fiscali, monetari, di investimento, sull'occupazione e sui consumi. Per sostenere queste misure, come dichiarato dal ministro delle finanze Lan Fo'an, «la spesa pubblica cinese, l'emissione di nuovi titoli di stato e i trasferimenti centrali agli enti locali raggiungeranno livelli record quest'anno. Si prevede che gli investimenti totali in infrastrutture, servizi pubblici e altri settori chiave, tra cui reti elettriche, potenza di calcolo, istruzione e sanità, su-

pereranno i 7 trilioni di yuan (circa 1 trilione di dollari Usa) nel 2026».⁽²⁾

Tuttavia, è stato sottolineato durante l'Assemblea nazionale del Partito comunista, che sarà l'espansione della domanda interna la priorità assoluta, con una serie di provvedimenti a supporto dei consumi e a sostegno degli investimenti privati. Fondamentali anche l'autosufficienza tecnologica, con l'applicazione dell'AI in diversi settori industriali, e con le tecnologie emergenti, come il calcolo quantistico e i robot umanoidi.

IL PIANO AI+

Quanto affermato nell'Assemblea di marzo, è la reiterazione del ruolo che il piano Ai+, presentato lo scorso anno dallo State Council, dovrebbe avere per fare vincere a Pechino la corsa all'intelligenza artificiale. Si tratta di un programma molto ambizioso, con obiettivi concreti da raggiungere nei prossimi cinque anni, periodo entro il quale dovrebbe essere avviata una serie di applicazioni legate all'AI nel 90% dell'economia del Paese. Per raggiungere questo risultato è necessario che il contesto che si è creato per fare crescere le prime aziende di intelligenza artificiale continui: un allineamento di interessi tra imprese e governo, pronto a elargire incentivi, e una normativa emanata per favorire lo sviluppo di questa tecnologia. Secondo uno studio di Morgan Stanley⁽³⁾, l'industria cinese dell'AI e i settori correlati potrebbero raggiungere un valore di mercato di 1.400 miliardi di dollari entro il 2030, con gli investimenti che potrebbero raggiungere il punto di

pareggio entro il 2028 e generare un ritorno sul capitale investito del 52% entro il 2030.

Il capitale paziente è essenziale per la creazione di un tessuto di startup innovative e in questo senso si inquadra, probabilmente, l'iniziativa del governo, lo scorso dicembre, di lanciare il Fondo nazionale di orientamento al capitale di rischio per mobilitare maggiori capitali a lungo termine per i settori innovativi e del futuro. Almeno il 70% della disponibilità del fondo sarà destinato a imprese in fase di avviamento e all'inizio dell'attività. Ora bisognerà vedere come i fondi saranno allocati e con quale continuità e quale sarà la partecipazione degli investitori privati. Tuttavia, secondo i dati di Preqin Pro, i fondi focalizzati sulla Cina continentale hanno raccolto 12,79 miliardi di dollari, in calo rispetto ai 52,17 miliardi di dollari dell'anno precedente e in diminuzione da quattro anni.

CONCLUSIONE

La gestione della crescita della Repubblica Popolare sarà cruciale in anni che si presentano già molto turbolenti e non alimentano aspettative per un futuro diverso. In questo senso, decidere piani programmatici di lungo termine è sicuramente vantaggioso, ma le variabili in gioco sono molteplici. E non solo per la Cina.

1. <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/2026/fasten-your-seat-belts-next-china-shock>

2. https://english.www.gov.cn/news/202603/07/content_VVS69ab67b3c6d00ca5f9a09ad5.html

3. <https://www.morganstanley.com/insights/articles/china-ai-becoming-global-leader>



FACCIA A FACCIA

LISA WANG

HEAD OF EMEA INVESTMENT STRATEGY
FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENT SOLUTIONS

PIERLUIGI ANSUINELLI

PORTFOLIO MANAGER
FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENT SOLUTIONS

Una strategia “core” per ancorare il portafoglio

a cura di Pinuccia Parini

La volatilità è ritornata sui mercati a causa della guerra in Medio Oriente. Avete cambiato l'esposizione nei vostri portafogli multi-asset?

Lisa Wang: «Siamo in un contesto in cui il costo del rischio che si assume è più elevato e ciò ci ha condotti a ridurre la nostra esposizione al mercato azionario portandola a neutrale. Le ragioni sono da ricercare in un aumento della volatilità, con i timori di una ripresa dell'inflazione che non fanno altro che alimentare le tensioni. Il mercato, probabilmente, non sta considerando gli effetti a macchia d'olio che la guerra potrebbe avere. Oltre all'impennata del greggio, infatti, bisognerebbe considerare anche le ricadute che il conflitto nel Golfo ha provocato. Una tra queste riguarda i prodotti alimen-

tari. Molti fertilizzanti passano per lo Stretto di Hormuz e nell'emisfero Nord si è entrati nella stagione della semina: se lo scontro si protrarrà, gli effetti sui raccolti saranno consistenti e il mercato potrebbe non esserne al momento consapevole».

Pierluigi Ansuinelli: «Quando gli Usa e Israele hanno attaccato l'Iran, lo scenario economico e degli utili aziendali era molto favorevole. Noi crediamo che questa condizione di fondo non cambi in modo significativo, ma ci saranno alcuni effetti del conflitto che si faranno sentire in ritardo. In aggiunta, non va dimenticato che si ha di fronte uno scenario binario: da un lato la politica fiscale rimane espansiva, dall'altro quella monetaria è controversa. Ciò non significa che le banche centrali alzeranno subito (aprile) i tassi d'interesse perché stanno affrontando



uno shock di offerta, ma ci potrebbe essere un effetto secondario sulla domanda che deve essere attentamente monitorato».

Come descriverebbe l'attività di questi giorni sul mercato azionario?

Lisa Wang: «C'è una componente di hedge fund, Cta e trading guidati da algoritmi, investitori che rientrano più nella categoria dei "trend follower" e che possono amplificare alcuni movimenti sul mercato. Le correzioni che abbiamo visto sinora, se si prende in considerazione l'indice MsciWorld, non sono così significative. Forse ciò è successo per il contesto globale benigno in cui il conflitto è scoppiato, che fa pensare a un ritorno immediato alla normalità una volta che venga posta una fine alle operazioni di guerra. Ciò cui stiamo assistendo non è paragonabile a quanto accaduto il 2 aprile 2025, con l'annuncio delle tariffe: oggi si stanno perdendo delle vite umane, ci sono impianti di produzione che vengono distrutti, infrastrutture compromesse».

Pierluigi Ansuinelli: «Non si ripristina il tutto in un batter d'occhio. Mi sembra che i mercati attualmente siano più guidati dalla narrazione che dalle valutazioni: vista la difficoltà nel fare previsioni future, non si tratta esattamente di una guida affidabile nel breve periodo».

Lisa Wang: «Per quanto ci riguarda, siamo gestori attivi e le nostre strategie perseguono obiettivi specifici per i nostri clienti; ciò impone una solida consapevolezza di quanto ci viene richiesto e una disciplina nell'applicare le strategie d'investimento. E riteniamo che proprio in momenti come questi assuma sempre più valore avere una "core strategy" all'interno di un portafoglio».

Quali sono le ragioni?

Pierluigi Ansuinelli: «Crediamo che, in un portafoglio multi-asset, avere una posizione "core" permetta sempre di partecipare al beta del mercato, ma anche di evitare errori di finanza comportamentale, ossia reagire ai rumori di breve periodo. È una componente centrale cui se ne aggiungono altre definite come "satellite" e caratterizzate da un'elevata gestione attiva e magari dal focalizzarsi su stili (value, growth) o fattori particolari».

Lisa Wang: «Il portafoglio "core" viene costruito attraverso un'allocatione del rischio rispetto a un benchmark di riferimento con l'obiettivo di sovraperformarlo e generare costantemente un rendimento addizionale.

Per fare ciò, all'interno di un tracking error di 125 punti base, si pensa in termini di rischi compensati, che sono i rischi sistematici e inevitabili (come la volatilità dei mercati) che gli investitori si assumono in cambio di un rendimento atteso a lungo termine più elevato o di un risk premium, e di rischi non compensati. I primi sono quelli che crediamo produrranno risultati durante i diversi cicli di mercato e in aree geografiche differenti. Con questa finalità si identificano i "systematic alpha factor" suddivisi in quattro categorie: quality, value, sentiment e "alternative". In altre parole, l'obiettivo è trovare aziende con una buona generazione di cassa, che abbiano valutazioni relativamente basse e che beneficino di qualcosa che permetta di sfruttarne il potenziale (price momentum). Con "alternative", invece, si intendono fattori che mirano a identificare azioni interessanti senza utilizzare dati finanziari (è il caso della percentuale di titoli venduti allo scoperto), ma che servono a spiegarne la performance o certi tipi di comportamento. Si forma così un universo di società che viene filtrato attraverso questa griglia e a ciascuna viene attribuito un punteggio. Finito questo processo, viene applicato un altro fattore che chiamiamo "conviction", che integra e potenzia i tradizionali fattori quantitativi di Franklin Templeton e che permette di fare leva su tutto ciò che le società del gruppo Franklin Templeton producono in termini di capacità di selezionare i titoli azionari (stock picking). In pratica con questo nuovo strumento siamo riusciti a tradurre in termini sistematici le loro opinioni fondamentali e a identificare le migliori qualità che le caratterizzano. Ci poniamo l'obiettivo di fare meglio del benchmark pur mantenendo un contenuto livello di rischio attivo: è la strategia "core enhanced"».

Qual è il vostro attuale posizionamento nei portafogli?

Pierluigi Ansuinelli: «La nostra politica è di guardare alle singole asset class e valutarne l'esposizione in base al rischio attivo assunto rispetto al benchmark di riferimento. Per quanto riguarda la componente obbligazionaria, manteniamo un sottopeso di duration, ma il rimbalzo dei rendimenti nelle ultime settimane sta iniziando a offrire livelli attrattivi per le scadenze più lunghe, come nel caso del Treasury decennale, che stiamo monitorando. Sul lato tassi, sovrappesiamo i governativi pensando alla divisa di riferimento dell'investitore: se è in dollari preferiamo i Treasury, se è in euro privilegiamo i titoli di stato in euro, anche perché l'eventuale coper-

tura del biglietto verde sarebbe molto costosa (circa 1,7% all'anno). Sul mercato del credito la compressione degli spread pre-attacco all'Iran aveva fatto diminuire l'eventuale protezione di fronte a shock potenziali e abbiamo scelto di mantenerci neutrali; preferiamo prendere rischi, sul debito governativo dei mercati emergenti, con preferenza per quelli in valuta locale.

E per quanto riguarda le azioni?

Lisa Wang: «All'interno di un'allocatione neutrale nella componente azionaria, come già anticipato, abbiamo un sovrappeso sugli Stati Uniti, dove pensiamo ci sia più qualità, sicurezza e, alla luce delle incertezze di natura geopolitica, maggiore indipendenza energetica. Inoltre, riteniamo che, nella situazione attuale, ci sia più crescita negli Usa che in Europa, dove siamo sottopesati. Prediligiamo le grandi capitalizzazioni perché forniscono una maggiore protezione nel caso di aumento della volatilità rispetto alle piccole e medie, che sono anche meno liquide».

Pierluigi Ansuinelli: «In merito in particolare alle small cap americane (il segmento più rappresentato), siamo consapevoli del ritorno dell'interesse degli investitori per questa tipologia di azioni, ma vale la pena di ricordare che circa il 70% dell'universo rappresentato negli indici non genera utili. Per quanto riguarda i mercati emergenti, invece, abbiamo ridotto un po' il sovrappeso perché l'aumento del prezzo dell'energia e le ricadute della guerra nel Golfo potrebbero intaccare la crescita globale, cui l'andamento di questi paesi è molto legato. Inoltre, non è escluso teoricamente che la Banca centrale americana aumenti i tassi, anche se consideriamo nell'immediato improbabile una simile decisione da parte del nuovo presidente della Fed: comunque non è auspicabile per le economie emergenti che ciò accada. Tuttavia, rimaniamo ancora positivi, perché pensiamo che, all'interno delle diverse aree geografiche, si possano fare scelte di gestione che permettano di cogliere le opportunità più interessanti. Certamente, l'Asia è più colpita dal caro prezzi dell'energia, ma India e Cina si potrebbero trovare in una condizione migliore rispetto a quella media del continente, mentre l'America Latina tendenzialmente ne uscirebbe meno colpita, con paesi come il Messico e il Brasile che ne potrebbero addirittura beneficiare. Infine, pensiamo che il recente rafforzamento del dollaro sia temporaneo e che, a conflitto chiuso, il biglietto verde torni ai livelli pre-crisi o addirittura più debole. Se ciò accadesse, sarebbe un altro fattore a favore dei mercati emergenti».

DAVID KOHL
CHIEF ECONOMIST
JULIUS BAER

Verso uno scenario più complesso

a cura di Pinuccia Parini

Come giudica l'attuale situazione geopolitica?

«Guardando all'evoluzione del conflitto, ci sono state diverse sorprese. Sul fronte dell'intensificazione, lo scontro militare sta durando più a lungo di quanto inizialmente previsto. Alcuni paesi asiatici si sono rivelati più vulnerabili del previsto, registrando fin dall'inizio carenze di carburante. Sul versante dell'attenuazione, finora si registrano pochi danni significativi alle infrastrutture energetiche e pochissimi attacchi alle navi. Le rotte di approvvigionamento alternative si sono rapidamente potenziate, in particolare le esportazioni saudite attraverso il Mar Rosso. Il commercio attraverso lo Stretto di Hormuz sta riprendendo gradualmente, con un numero sempre maggiore di acquirenti asiatici disposti a concludere accordi con l'Iran per salvaguardare le proprie navi.

Ipotizziamo tre diversi scenari. Al primo (rapido e intenso) attribuiamo una probabilità superiore al 70% e prevede una impennata dei prezzi dell'energia nel mese di aprile, con picchi pari o leggermente superiori ai massimi registrati, seguiti da un allentamento prima dell'estate. Le interruzioni dell'approvvigionamento iniziano ad attenuarsi nel mese di aprile. I danni economici sono minori ma duraturi, particolarmente evidenti a livello regionale in Asia, e c'è un orientamento restrittivo da parte delle banche centrali. Nel secondo (prolungato e caotico), i prezzi dell'energia registrano un picco oltre i massimi osservati, per poi attenuarsi lentamente nel corso dell'anno. L'impatto economico è duraturo a livello globale, le banche centrali adottano politiche restrittive e c'è una tendenza al rischio più marcata sui mercati finanziari. A questo sce-



nario attribuiamo una probabilità inferiore al 25%. L'ultimo scenario (<5%) è invece di una crisi petrolifera che innesci una recessione e un reset sui mercati finanziari, i prezzi del petrolio dovrebbero superare i 175 dollari per diversi mesi.

La tesi comune rimane valida per il momento: la guerra in Iran sta molto probabilmente seguendo il consueto schema geopolitico, causando un picco dei prezzi dell'energia di breve durata ma molto intenso. Detto questo, lo scontro militare si è rivelato più duraturo e le conseguenze economiche sono più marcate a livello regionale».

Ma se anche ciò accadesse, non pensa che occorrerà tempo prima che la situazione si normalizzi e il prezzo del petrolio rientri dai livelli attuali?

«Prima della guerra eravamo in una situazione di fatto di eccesso di offerta, con consistenti scorte accumulate. Le infrastrutture energetiche sono ancora risparmiate da danni significativi. L'impatto sul terminale di esportazione del gas del Qatar sembra gestibile quando gli scambi commerciali attraverso Hormuz si riattiveranno. L'interruzione segnalata corrisponde a un terzo dell'espansione di capacità prevista per quest'anno. Il blocco delle forniture di petrolio si è stabilizzato sotto 10 milioni di barili al giorno, cioè il 10% delle forniture globali. Il passaggio a rotte commerciali alternative sembra avere più successo del previsto, soprattutto per quanto riguarda le esportazioni saudite attraverso il Mar Rosso. Crediamo che se le circostanze rientrassero, si potrebbe tornare molto velocemente alla situazione precedente lo scoppio del conflitto».

Crede che la geopolitica peserà sulle strategie delle banche centrali?

«Dipenderà da come evolverà la situazione, ma al momento non rilevo alcuna decisione presa recentemente dalle autorità monetarie che sia stata influenzata dalla geopolitica. Quasi tutte le principali banche centrali dei mercati sviluppati hanno mantenuto i tassi invariati, ma si sono dimostrate molto attente a monitorare l'evoluzione dell'inflazione e si sono dichiarate pronte a intervenire. La Fed ha lasciato i tassi di interesse invariati nell'ultima riunione, astenendosi dall'impegnarsi in un percorso specifico dei tassi di interesse futuri. Lo stesso ha fatto la Bce. Entrambe le istituzioni stanno monitorando da vicino i rischi di inflazione e hanno chiarito la loro determinazione a impedire il ripetersi degli

sviluppi osservati nel 2022, quando l'inflazione è salita verso il 10%. Allo stesso tempo, la presidente della Bce, Christine Lagarde, ha sottolineato che l'autorità monetaria si trova attualmente in una posizione decisamente migliore rispetto al 2022 per affrontare i rischi di inflazione derivanti dall'impennata dei prezzi del petrolio. È un commento che ho molto apprezzato per la chiarezza e la trasparenza, visto che si è passati da uno scenario positivo, caratterizzato da inflazione e crescita moderate, a uno più complesso, che comporta rischi al rialzo per l'inflazione e rischi al ribasso per la crescita. Dall'altro lato, la Reserve Bank of Australia ha alzato i tassi di 75 punti base, ma è il secondo incremento dell'anno e l'avrebbe fatto comunque per contrastare l'aumento dei prezzi al consumo e non perché spinta dalla situazione geopolitica. I rischi di inflazione legati al petrolio hanno contribuito a fare pendere l'ago della bilancia a favore della mossa, pur non costituendone la causa principale. Sono possibili ulteriori rialzi per ancorare le aspettative di inflazione, con i mercati che scontano un altro aumento a maggio».

Il costo dell'energia, tuttavia, è molto importante per un continente come l'Europa, che non è indipendente energeticamente, e la situazione attuale potrebbe rallentare ulteriormente la chiusura del differenziale di crescita con gli Usa. Che cosa ne pensa?

«Credo che l'Europa abbia iniziato ad affrontare la questione energetica attraverso una diversificazione delle fonti energetiche e dei fornitori che ha avuto ricadute positive anche sul tessuto industriale del Vecchio continente. Infatti, non solo si sta procedendo a una progressiva elettrificazione delle reti, ma anche a una graduale rimodulazione del settore manifatturiero, dove la direzione è verso un efficientamento energetico e una maggiore concentrazione su attività a più alto valore aggiunto e innovative. Tuttavia, c'è un fattore che spiega per circa il 50% il differenziale con gli Stati Uniti: lo stimolo fiscale. Nell'Unione Europea, impegnata a rispettare i parametri sulla gestione dei conti pubblici, non c'è stato alcun piano di stimolo paragonabile a quelli approntati negli Usa e, a differenza di questi ultimi, la regolamentazione è sempre stata stringente, a volte complessa, a volte eccessiva, in alcuni casi forse un ostacolo per investimenti e attività imprenditoriali. La necessità di innovare

e rinnovare il proprio tessuto industriale è ancora più impellente nel momento in cui il Vecchio continente si trova a contrastare la sempre maggiore presenza di beni cinesi nei confronti dei quali è sempre più difficile competere. E non è un problema di produttività. Dal 2022 i prezzi in Europa sono saliti del 20%, in Cina del 5%: colmare questo gap è praticamente impossibile, se non attraverso un rafforzamento della divisa cinese, auspicata anche dalle autorità di Pechino, ma che deve ancora avvenire».

La Germania, però, ha approvato un emendamento costituzionale storico alla propria regola di bilancio nazionale, il cosiddetto "freno all'indebitamento"...

«Sì, ma sono emerse subito le critiche perché al momento non è stato speso ancora a sufficienza per gli investimenti, dimenticando, ad esempio, che per realizzare infrastrutture occorre tempo per progettarle e pianificarle. È fondamentale, infatti, che quando le risorse vengono allocate si sappia esattamente a che cosa sono destinate. Faccio un altro esempio, per spiegare che cosa intendo. Si è spesso parlato dell'emissione di eurobond garantiti in solido da tutti gli stati membri dell'area euro e di come sia difficile avere un ampio consenso sul tema. Io sono del parere che prima o poi sarà possibile raggiungere l'obiettivo, ma vanno cambiate le regole fiscali e, soprattutto, occorre verificare che il finanziamento sia utilizzato per conseguire le finalità dichiarate».

A proposito di conti pubblici e considerando anche gli eventuali impatti del conflitto nel Golfo, pensa che il mercato stia ignorando il peggioramento della situazione negli Stati Uniti?

«Penso che il mercato ne sia pienamente consapevole e lo dimostrano i rendimenti dei Treasury che si sono allargati rispetto alla curva degli swap dall'inizio della guerra in Iran. È possibile che ciò sia avvenuto perché gli investitori stanno prezzando un deterioramento delle finanze pubbliche, derivante dal costo del conflitto, nonché dalle misure per mitigare la traslazione dei costi energetici sui consumatori. Questa resta un'eventualità nel caso in cui il conflitto dovesse prolungarsi più del previsto, ma in linea generale credo che il tema dei conti pubblici americani continuerà a essere presente sul mercato».

Alla guerra mondiale degli elettroni

Di Boris Secciani

La guerra nel Golfo si trova in una fase di completa incertezza e alimenta le preoccupazioni sulle ricadute sociali ed economiche. In questo contesto, l'energia elettrica emerge come uno dei protagonisti del XXI secolo. Ciò è dimostrato dal sempre più diffuso processo di elettrificazione dell'economia globale e da un crescente utilizzo di fonti alternative, che rispondono alle esigenze di un costo dell'energia più contenuto per le imprese. A spingere in questa direzione è anche la diffusione dell'AI, con i suoi energivori data center. Per soddisfare questa necessità e, soprattutto, garantirsi la sicurezza energetica, è fondamentale investire grandi capitali, anche là dove le risorse abbondano, ma le infrastrutture versano in uno stato di degrado, come avviene negli Usa. Inoltre, in un'era di laicità delle fonti, continuano a crescere le rinnovabili e si assiste nello stesso tempo al ritorno del nucleare

Gli occhi di tutti gli investitori sono in queste settimane puntati sull'evoluzione della guerra fra il duo Israele e Stati Uniti da una parte e il regime degli ayatollah dall'altra. Resta indub-

bio che riuscire a interrompere questo obbrobrio indurrebbe l'intero pianeta a tirare un sospiro di sollievo. Sarebbe però sbagliato considerare quanto è avvenuto un'aberrazione generata da circostanze bizzarre: essenzialmente, la mera collisione tra un'amministrazione americana che è (per usare un eufemismo) un outlier geopolitico e gli spasmi di un regime teocratico che ormai fa fatica anche a sfamare la propria ampia (e istruita) popolazione e, quindi, come tale, è destinato a esaurirsi.

Gli sviluppi attuali, infatti, non hanno portato a uno sconvolgimento delle dinamiche più profonde di questi anni, bensì a una loro accelerazione. Il conflitto scoppiato a fine febbraio sostanzialmente rappresenta l'ennesimo, e finora più brutale, capitolo dello scontro frontale fra gli Usa e suoi alleati e il blocco dei Brics. Non è infatti un mistero che l'Iran è una nazione vicina a Cina e Russia, così come appare sempre più chiaro che attualmente si sta giocando una partita pericolosissima. Una competizione epocale incentrata sul controllo dei rispettivi punti di strozzatura delle filiere da una parte e sul predominio tecnologico dall'altra.

UN FATTORE CHIAVE

In questo contesto, a parte il cibo (vedere inchiesta a pagina 22), nessuna risorsa oggi riveste l'importanza dell'elettricità. Questa



forma di energia oggi è protagonista dei dossier più importanti del XXI secolo. Innanzitutto, l'elettrificazione diffusa, combinata con il passaggio all'uso di fonti alternative ai fossili, rappresenta un fattore chiave per non rimanere alla mercé di forniture di greggio e gas sulle quali non si può più fare affidamento. Inoltre, non va dimenticato che il comparto manifatturiero necessita in maniera pressoché assoluta di energia a prezzi accettabili. E il ragionamento assume contorni ancora più estremi nel caso dell'AI, che per il momento è soprattutto una grande storia industriale, con al centro la corsa ai data center. A ciò si aggiunge, infine, la questione della transizione verso la sostenibilità, anche se quest'ultima ha assunto contorni molto diversi rispetto a come il problema veniva affrontato nel recente passato. Infatti, si è molto affievolita la querelle politica fra il campo a favore delle rinnovabili e i sostenitori di altre fonti più tradizionali: è stata sostituita dalla corsa alla produzione di elettricità a ogni costo e con qualsiasi risorsa possa fornire energia. Il risultato è un totale ribaltamento rispetto al paradigma comune fino a pochi anni fa.

VORACI DI ELETTRONI

In un passato relativamente recente cronologicamente, ma che oggi sembra lontanissimo nella pratica, i consumi elettrici apparivano

stagnanti, se non in declino. Sostanzialmente, l'ennesimo caso che dimostrava che ormai la crescita del Pil dipendeva sempre più dall'intelletto umano e meno dall'utilizzo di materie prime e dei loro derivati. Il 2026, invece, indica chiaramente la crescita di un appetito di elettroni sempre più vorace. I mutamenti che stanno ridisegnando gli equilibri globali e creano un connubio di sfide e opportunità per quasi tutte le economie vengono enumerati in maniera vivida da **Maxi Rohm**, gestore di **Neuberger Berman**: «Storicamente, investire nel settore energetico non era particolarmente interessante. La domanda di elettricità è cresciuta pochissimo negli ultimi decenni. Ma negli ultimi anni tutto è cambiato e il nuovo conflitto in Medio Oriente ci ricorda ancora una volta quanto sia importante dare la priorità alla sicurezza delle fonti di energia.

La crisi energetica è però antecedente a questa guerra: ad esempio, l'elettrificazione dell'economia globale, per l'adozione dei veicoli elettrici, accelera la domanda di energia già da tempo ed è solo l'inizio. Nel corso dell'ultimo anno, l'intelligenza artificiale ha ulteriormente spinto la necessità di elettricità a livelli senza precedenti e negli Usa la richiesta è aumentata del 2% nel corso del 2025, dopo un decennio di crescita zero. Guardando al futuro, si prevede che questo tipo di consumo salirà di oltre il 30% nei prossimi cinque

anni. Anche diversi paesi europei, come Spagna, Portogallo, Francia e persino la Germania, hanno registrato un aumento della necessità di energia, in molti casi dopo anni di calo sostenuto della domanda».

DEGRADO, MA TANTE RISORSE

Anche a Washington hanno tutti ben presente l'importanza che la questione energetica e quella industriale rivestono. Nel comparto elettrico made in Usa si trova sostanzialmente un punto di incontro tra i problemi di degrado pluridecennali della capacità installata e delle reti e l'impressionante abbondanza di risorse naturali unita alla voglia di tornare a competere nell'hardware, invece che continuare a dominare solo nel software. Il sistema locale, infatti, si trova sicuramente avvantaggiato dall'epocale rivoluzione del gas naturale di scisto, portata a termine negli ultimi due decenni. Si tratta di un settore che rende il Paese l'altro grande pilastro globale dell'elettricità a basso costo, la cui espansione si deve non solo alle ricchezze del sottosuolo, ma soprattutto alle capacità tecnologiche e all'intraprendenza del capitalismo statunitense.

D'altro canto, le griglie di trasmissione sono ai limiti dell'ingestibilità, tanto da mettere in pericolo la fattibilità dei fantasmagorici piani di capex da parte dei signori dell'AI. Gli Stati Uniti, peraltro, non possono certo contare su un'azione della mano pubblica coerente e in tempi rapidi, a causa di una struttura federale fisicamente e politicamente alquanto disunita. Sarebbe però un errore madornale sottovalutare la competitività e il talento di un Paese che da sempre stupisce il resto del mondo: ciò che manca a livello di sistemica rapidità tecnocratica è compensato da un possente e ultra-innovativo settore privato, che sta già muovendosi in proprio per costruire il futuro.

UNA RETE USA VECCHIA

Un quadro della rapidità con cui l'elettricità è passata da segmento sonnacchioso e declinante a diventare una delle aree più vitali della nazione, viene fornito da **Pierre Schang**, gestore, e **Jisia Ranaivosoa**, gestore/analista, ambedue di **La Financière de l'Échiquier**: «La domanda di energia e di elettrificazione continua a crescere a causa, soprattutto, dello sviluppo dell'intelligenza artificiale. Se il consumo di elettricità negli Stati Uniti è aumentato tra il 2009 e il 2024 dello 0,6% all'anno, si attesta oggi al 2-4%. La

rete elettrica americana, una delle più vecchie del mondo occidentale, non è stata pensata per un carico del genere. Gli hyperscaler, i giganti del cloud e dell'elaborazione dati su larga scala, sono unanimi al riguardo: è fondamentale avere accesso a un'energia abbondante e affidabile e a infrastrutture in grado di resistere ai picchi estremi di consumo elettrico per mantenere la leadership strategica del Paese nel settore tecnologico. I giganti si stanno già proiettando in questa dinamica. E così, alla fine del 2025, Alphabet ha acquisito Intersect, società specializzata in infrastrutture energetiche per i data center, per raggiungere il suo obiettivo: consumare il 100% di energia proveniente da fonti rinnovabili».

Dalle parole di Schang e Ranaivosoa si può intuire che è il caso di partire dagli Usa per cercare occasioni di investimento facilmente accessibili e dalle elevate potenzialità di crescita. Infatti, le magagne del sistema locale a livello di pianificazione e infrastrutture fisiche sono compensate da un mondo corporate iper-attivo cui si accompagna un mercato dei capitali ineguagliato. Il risultato più visibile è la grande velocità nei mutamenti strutturali e nelle prospettive di business di diverse utility americane. Qualche dettaglio al riguardo è fornito da **Aldo Martinale**, senior portfolio manager di **Symphonia Sgr**: «Sicuramente la domanda di elettricità legata ai data center è in forte e strutturale crescita: lo dimostra il numero crescente di accordi Ppa (Power

purchase agreement) sottoscritti dai grandi operatori tecnologici con i produttori di energia, con l'obiettivo di assicurarsi volumi certi, maggiore visibilità sui ricavi e prezzi bloccati su orizzonti molto lunghi (10-20 anni, con meccanismi di escalation). Questo trend appare destinato a proseguire anche nel 2026 e oltre, e sostiene, in particolare, i produttori di elettricità negli Stati Uniti. Le opportunità migliori si concentrano sui player con esposizione al nucleare e al gas naturale, che offrono una produzione più stabile, minore stagionalità e maggiore affidabilità rispetto alle rinnovabili intermittenti: si tratta di caratteristiche molto apprezzate dai data center. Lungo la filiera, la parte a monte resterà probabilmente la più volatile, fortemente influenzata da regolamentazione e prezzi dell'energia. Tuttavia, in uno scenario di domanda strutturalmente in aumento e offerta relativamente rigida, le prospettive di prezzi più elevati nel medio termine potrebbero tradursi in extra-marginalità per gli operatori meglio posizionati e con asset già installati».

UNA NUOVA ERA

In concreto, la logica statunitense si basa sul desiderio di continuare a sostenere il segmento più hot di questi anni e la ricerca costante di maggiori margini di profitto sta, non sorprendentemente, spingendo anche a cercare soluzioni che garantiscano un contenimento a consumi che altrimenti rischiano di diven-



ALDO MARTINALE
senior portfolio manager
Symphonia Sgr



Le opportunità migliori si concentrano sui player con esposizione al nucleare e al gas naturale



Addio eccessi ideologici

È interessante notare che anche in America si stanno abbandonando gli eccessi ideologici sull'energia da una parte e dall'altra: si usano il nucleare, il gas, le rinnovabili e qualsiasi altra fonte a seconda della disponibilità e dei costi. Commenti piuttosto espliciti sulla ormai raggiunta neutralità delle fonti, al di là delle posizioni dei politici su questo tema, vengono forniti da **Roman Boner**, senior portfolio manager del fondo **Robeco Smart Energy**: «Sotto l'amministrazione Trump, le politiche energetiche e geopolitiche hanno virato verso la messa in sicurezza delle risorse fossili e la tutela dei consumi basati sulla combustione. Il presidente Usa ha ampliato le concessioni per petrolio e gas, ha allentato le norme sulle emissioni di metano e le centrali elettriche e ha abrogato le norme sull'efficienza dei veicoli. Oltre a ciò, ha emanato una serie di ordini esecutivi per dare priorità alla produzione di combustibili fossili e alla capacità di esportazione degli Usa».

UNO SCANTRO CON LA REALTÀ

Ma non sempre le politiche hanno un andamento lineare, soprattutto quando si scontrano con la realtà. Roman Boner prosegue: «Nonostante tutti gli sforzi compiuti da Trump per ostacolare la crescita dell'energia pulita, gli Stati Uniti continuano a beneficiare delle politiche energetiche lungimiranti delle amministrazioni precedenti, in particolare dell'Inflation reduction act di Biden, che ha innescato un'ondata di investimenti nelle rinnovabili e nell'elettrificazione che si stanno rivelando fondamentali per raggiungere l'obiettivo propugnato dallo stesso Trump: una leadership degli Stati Uniti nell'AI e nelle infrastrutture dei data center, settori che richiedono enormi quantità di elettricità. Il modo più rapido ed economico per soddisfare questa domanda è rappresentato dall'energia solare su larga scala, dall'accumulo in batteria e da connessioni di rete moderne, ed è per questo motivo che, secondo l'Eia statunitense, il 93% di tutta la nuova capacità di generazione aggiunta alla rete nel 2026 proverrà da eolico, solare e batterie».



L'innovazione nelle tecnologie dei data center sta portando a un uso più efficiente dell'energia



NATALIA LUNA
analista senior investimenti
tematici, ricerca globale
**Columbia Threadneedle
Investments**



tare insostenibili. **Natalia Luna**, analista senior investimenti tematici, ricerca globale di **Columbia Threadneedle Investments**, sottolinea l'importanza dell'ottimizzazione energetica dei database come tema di investimento: «Gli hyperscaler stanno stipulando un numero record di accordi per l'acquisto di energia (Ppa) da fonti rinnovabili adottando un "approccio di portafoglio" per alimentare l'AI, il che significa che si stanno espandendo anche nello stoccaggio su scala di rete e stanno favorendo una nuova ondata di investimenti nella capacità nucleare. Tuttavia, per affrontare il problema dell'energia, non bastano fonti energetiche nuove e più pulite: è fondamentale anche migliorare l'efficienza energetica dei data center. Le aziende produttrici di chip per l'AI, come Nvidia, si stanno concentrando su progressi che garantiscano, sia una maggiore potenza di calcolo,

sia una maggiore efficienza energetica. Nvidia osserva che il passaggio dai chip delle unità di elaborazione centrale a quelli delle unità di elaborazione grafica nei data center potrebbe fare risparmiare oltre 40 terawattora all'anno. Ciò equivale ad alimentare quasi 5 milioni di abitazioni statunitensi. Altrettanto importante è il fatto che l'innovazione nelle tecnologie dei data center sta portando a un uso più efficiente dell'energia. Questi progressi includono tecnologie di raffreddamento avanzate, progettazione di sistemi modulari e controlli basati sull'intelligenza artificiale. Prevediamo che questo settore dell'innovazione porterà a incrementi significativi dell'efficienza energetica».

UNA PRESSIONE SULLE RETI

Come accennato, generazione e uso efficiente rientrano in una nuova grande avventura tec-

no-industriale, che, date anche le dimensioni continentali degli Usa, crea opportunità in un oceano di nicchie industriali, di cui fornisce un elenco **Darwei Kung**, head of investment strategy liquid real assets di **Dws**: «Gli Stati Uniti ospitano il più grande parco di data center al mondo e il boom dell'AI sta trasformando i mercati elettrici regionali. I nuovi siti dedicati all'intelligenza artificiale richiedono potenze non più misurate in singole decine di megawatt, ma in centinaia di megawatt ed esercitano una pressione significativa sulle reti. Questo scenario apre prospettive di crescita pluriennali molto solide per l'intera filiera elettrica. Le opportunità più interessanti negli Stati Uniti includono società impegnate nella modernizzazione delle reti di trasmissione e delle sottostazioni, operatori mid-stream del gas naturale, dato il ruolo chiave delle centrali a gas nel soddisfare la crescente domanda di base, produttori di apparecchiature elettriche, come trasformatori, quadri, cavi e sistemi di raffreddamento, utility attive in regioni come Texas, Virginia, Midwest e Pacific Northwest, dove l'espansione dei data center è più rapida. Infine, hanno un ruolo importante anche gli sviluppatori di energie rinnovabili che beneficiano di contratti di fornitura di lungo periodo con le grandi aziende tecnologiche, sempre più orientate verso l'elettricità clean». In pratica un "ce n'è per tutti" e in questo fenomeno sono coinvolte anche le aziende europee. Inoltre, tutto ciò si configura come il terreno ideale per un mercato stock picking, vista la complessità tecnica del comparto.

I RISCHI POLITICI

Va ancora ricordato che, per quanto queste prospettive possano indurre all'euforia, le incognite, soprattutto di natura extra-economica, non mancano. Gli Stati Uniti oggi si presentano, infatti, come un luogo dall'incredibile efficienza manageriale, ma anche corrosivo da rischi politici pesanti. In particolare modo, l'AI, l'ultima grande avventura nazionale verso la frontiera tecnologica, gode attualmente di un consenso tutt'altro che unanime. Decenni di progressiva concentrazione della ricchezza, un fenomeno peraltro accelerato dalla digitalizzazione, hanno portato una buona parte degli elettori a guardare con sospetto (a essere benevoli) all'espansione del segmento dei data center. Interessante al riguardo appare l'analisi di **Enguerrand Artaz**, strategista di **La Financière de l'Échiquier**:

Un ruolo anche per il nucleare

In quest'era, definita di laicità delle fonti che porta alla continua crescita delle rinnovabili anche nell'America trumpiana, trova spazio il grande ritorno del nucleare persino nell'Europa sensibile all'ecologia, tanto che nel 2022 l'Ue ha fatto rientrare le centrali a uranio nella tassonomia degli investimenti verdi. Per non parlare degli enormi capitali messi in campo dalla Cina in questo settore. Quindici anni dopo il terribile incidente di Fukushima, che molti ritenevano che avesse messo una pietra tombale sull'intero comparto, si trova per i titoli legati a questa industria un panorama borsistico euforico i cui termini sono riassunti da **Alexis Bienvenu**, fund manager di **La Financière de l'Échiquier**: «Il settore è in piena espansione: l'indice Mvnucl dei titoli legati al nucleare Marketvector global uranium and nuclear energy infrastructure segna un aumento del 123% in dollari su base annua e il doppio su base triennale». Viene dunque spontaneo chiedersi se tali movimenti siano caratterizzati da razionalità finanziaria. Per rispondere alla domanda sarebbe forse necessario impegnarsi in un confronto fra i due estremi opposti dello spettro ideologico delle politiche energetiche. Nel qual caso troveremmo un panorama apparentemente non favorevole all'uso dell'uranio.

NECESSARI TEMPI LUNGI

Infatti, i fattori elencati da **Pierre Schang**, co-head polo impatto & ambiente e gestore sempre di **La Financière de l'Échiquier**, restituiscono un quadro impietosamente favorevole alle rinnovabili: «La diffusione massiccia dei data center negli Stati Uniti provoca una crescita esponenziale della domanda di energia elettrica e un consistente aumento dei prezzi, spingendo il Paese ad accrescere la capacità di produzione di elettroni. Una situazione che spargia le carte e apre nuove prospettive per le energie rinnovabili (Brookfield Renewables, Hasi), i cui vantaggi si moltiplicano nel contesto attuale: sono a buon mercato, sono prontamente disponibili e si installano velocemente. Il completamento di un parco eolico o di una solar farm richiede meno di due anni per un prezzo di vendita che varia da 40 a 80 dollari, mentre la costruzione di una centrale nucleare necessita di 10-20 anni, per un prezzo di vendita degli elettroni di 80-140 dollari; in questo quadro hanno un ruolo anche le centrali a gas, che hanno bisogno di sei anni, a causa della penuria mondiale di turbine a gas, per un prezzo di vendita che varia da 50 a 110 dollari».

APPROVVIGIONAMENTI CERTI A COSTI RAGIONEVOLI

Ma allora perché investire quantità colossali di denaro in un ambito che presuppone una domanda in crescita costante per molti anni a venire e che offre una serie di potenziali grattacapi non di poco conto? La risposta più logica è che oggi immaginare consumi elettrici in aumento strutturale non è certo un assunto folle e, dall'altra parte, l'atomo presenta una caratteristica enormemente appetibile: la stabilità, annoso problema di solare ed eolico. Gli hyperscaler dell'AI stanno puntando su questa risorsa per garantirsi approvvigionamenti certi a costi ragionevoli sul lungo periodo. L'intelligenza artificiale è però solo il driver più vistoso di uno stesso modo di ragionare che interessa un po' tutto il complesso produttivo occidentale e cinese. Oggi, non ci si può permettere di rinunciare a nulla: tutte le tecnologie hanno il loro ruolo in questo grande ritorno della centralità degli elettroni.

«Con l'avvicinarsi delle elezioni di midterm, l'aumento dei prezzi dell'elettricità si è trasformato in una questione politica di primo piano negli Stati Uniti. Si osserva, in particolare, il rischio di un'impennata dei prezzi a causa del forte rialzo della domanda dovuto a uno sviluppo accelerato dei data center per l'intelligenza artificiale. Violente critiche sono state espresse da diversi esponenti del Partito democratico, con il senatore Bernie Sanders che si è persino spinto a chiedere una pausa a livello nazionale. Questa preoccupazione si è fatta strada anche nel campo repubblicano, attraverso la voce stessa di Donald Trump, che ha esplicitamente invitato le aziende tecnologiche a sostenere i sovraccosti energetici generati dai loro consumi in modo che non si ripercuotano sui cittadini americani. Alcuni stati dell'Unione non si sono però accontentati di queste dichiarazioni e hanno già adottato dei provvedimenti: sei di essi, tra i quali la Georgia, la Virginia e l'Oklahoma, hanno proposto moratorie sulla co-

struzione di data center in modo da potere disporre del tempo necessario per definire un quadro regolatorio. Di conseguenza, il numero dei progetti di costruzione di data center rinviati o cancellati è fortemente aumentato a livello nazionale».

Dall'altra parte, però, l'elettricità costituisce uno dei rari segmenti destinato a crescere

molto e a lungo in ogni scenario. Un collasso dell'AI, infatti, innescherebbe sicuramente una fase difficile, ma gli obiettivi di autosufficienza energetica e di sostenibilità sono ormai qualcosa cui di fatto nessuno vuole rinunciare. L'eventualità di un deterioramento e cronizzazione della crisi del Golfo andrebbe a offrire un ulteriore turbo al tutto.



Il Celeste Impero dell'elettricità

Sono la Cina e gli Stati Uniti a emergere come i più importanti produttori di energia elettrica, ma la prima attualmente consuma una quantità di elettricità pro capite molto maggiore rispetto a quasi tutte le economie avanzate. La Repubblica Popolare ha conquistato la leadership nel solare e nell'eolico non solo nella capacità installata, ma anche nella filiera manifatturiera che ne è alla base e ha fatto ingenti investimenti nell'idroelettrico. Per di più è anche un temuto player nel nucleare

Non sorprende che la battaglia sull'elettricità veda torreggiare i soliti due giganti che dominano quasi tutti i settori: la Repubblica Popolare Cinese e gli Stati Uniti d'America, che sono i due ineguagliati titani della produzione elettrica. Il Dragone, infatti, ha prodotto nel 2025 10.500 Twh, mentre gli Usa si sono fermati intorno a 4.430. Tanto per inquadrare queste cifre, il gradino più basso del podio è stato occupato dall'In-

dia con circa 2.200, mentre la Germania ha consumato (incluso le importazioni) grosso modo 470 Twh.

Questi dati raccontano una realtà impressionante: innanzitutto la Cina ormai consuma elettricità a livello pro capite più di quasi ogni nazione avanzata, con una progressione impressionante negli ultimi anni: nel 2021 il totale si era infatti fermato poco sopra 5.800 Twh. La seconda o prima economia del pianeta, a seconda dei metodi di misurazione, rappresenta il paradigma perfetto di quel passaggio alla laicità delle fonti che ha caratterizzato il decennio in corso. Infatti, Pechino ha assunto la posizione di leadership nel campo del solare e dell'eolico, non solo per quanto riguarda la capacità installata, ma anche nella filiera manifatturiera che ne è alla base. A ciò si accompagnano enormi investimenti nelle gigantesche potenzialità idroelettriche locali.

DIMENSIONI PAZZESCHE

La competitività e le dimensioni pazzesche delle filiere locali in questo ambito vengo-

no spiegate in maniera nitida da **Roman Boner**, senior portfolio manager del fondo **Robeco Smart Energy** con numeri che restituiscono il quadro di un dominio pressoché totale: «La Cina si conferma chiaramente il leader globale negli investimenti per la transizione energetica: ha speso 800 miliardi di dollari nel 2025 (il 35% circa dei 2.300 miliardi di dollari di spesa globale complessiva). Questi investimenti, inoltre, si stanno accumulando rapidamente, tanto che i diversi segmenti delle tecnologie pulite hanno quasi raddoppiato il loro valore reale tra il 2022 e il 2025. Se tali settori fossero una nazione, oggi sarebbero l'ottava economia al mondo. Nel primo semestre del 2025 la Cina ha costruito il 67% delle installazioni globali di impianti fotovoltaici. A livello nazionale, l'eolico e il solare sono sulla buona strada per rappresentare la metà della capacità di generazione installata entro la fine del 2026».

IL DOMINIO NELLE BATTERIE

Ma il campo collegato all'elettricità nel quale ormai la Cina ha il più completo dominio, è le batterie. Prosegue Roman Boner: «Nessun paese si avvicina alla Cina in termini di capacità di accumulo e utilizzo delle batterie in attività. Data la sua padronanza delle tecnologie di batteria, non sorprende che, nel 2024, quasi la metà di tutte le nuove auto vendute in Cina fosse completamente elettrica, un dato che ne fa il più grande mercato nazionale per gli Ev. Il Paese vanta, inoltre, la più grande rete di ricarica al mondo, con quasi il 66% delle colonnine pubbliche globali. Il dominio del Dragone, peraltro, non è circoscritto al mercato interno: il Paese è anche un importantissimo fornitore globale di tecnologie pulite. Secondo le stime, attualmente la Cina produce tra il 70% e l'80% delle celle per batterie per veicoli elettrici a livello mondiale e nel 2024 ha prodotto circa 12,4 milioni di Ev, pari a oltre il 70% della produzione globale complessiva. Il Paese occupa anche una posizione dominante nella catena di fornitura dell'accumulo in batteria, poiché il 90% delle applicazioni in quest'area dipende da componenti di produzione cinese. La Cina è altresì il principale produttore mondiale di pompe di calore: a essa, infatti, è riconducibile il 40% di tutte le unità prodotte e il controllo del 95% del mercato dei compressori per pompe di calore».



Nel primo semestre del 2025 la Cina ha costruito il 67% delle installazioni globali di impianti fotovoltaici



ROMAN BONER
senior portfolio manager
del fondo
Robeco Smart Energy



PERSINO NUCLEARE E CARBONE

Al contempo, la Repubblica Popolare è ormai un player temutissimo anche nel nucleare, dove a una competitiva tecnologia domestica si accompagna, anche in questo caso, la più rapida espansione nella costruzione di centrali della storia. A completare il tutto, permane una sterminata industria del carbone. Non va dimenticato, infatti, che la Cina è praticamente l'unica nazione sulla terra che continua a costruire centrali elettriche alimentate da questa commodity. La logica che muove il tutto è abbastanza lineare: il Dragone si sta trasformando in

una fortezza sempre più autosufficiente in cui alla componente energetica si associa l'accumulo di scorte di cibo, il dominio su intere filiere produttive e la costruzione di un sistema finanziario alternativo basato sullo yuan.

Una cittadella idealmente inespugnabile che vede al centro l'azione delle strutture politiche locali, che da decenni stanno mobilitando grandi imprese di stato e produttori privati in quest'opera colossale di espansione infrastrutturale. La logica che sta dietro è, almeno parzialmente, lontana da ciò che si può considerare il perimetro



La Cina presenta opportunità significative nel fotovoltaico, nella produzione di batterie, nell'elettronica di potenza e negli elettrolizzatori grazie alle dimensioni, all'integrazione verticale e al continuo sostegno politico alle tecnologie pulite



JULIEN DAIRE
deputy cio di Cpr Am
(gruppo Amundi)



del libero mercato. Però, non si può fare a meno di notare la calma, degna del pensiero di Sun Tzu, mostrata dalla leadership di Pechino a fronte del rapido susseguirsi degli eventi da brivido negli ultimi mesi. Sviluppi nei confronti dei quali, invece, le varie potenze dell'Asia avanzata e dell'Europa stanno reagendo con evidente angoscia e modesta capacità di azione.

DIVERSIFICARE IN CINA?

In pratica l'eventualità che le mostruose quantità di denaro riversate sull'intelligenza artificiale possano non fornire i rendimenti attesi non è così peregrina e a volere essere un po' cinici non sembra incredibile che molte aziende del settore mirino a ottenere, in via più o meno indiretta, aiuti statali e federali. Una possibilità che fa inferocire (non a torto) una buona parte di americani, già meno inclini rispetto al passato ad ammirare e sostenere aprioristicamente i Paperoni del tech; inoltre, si tratta di persone sempre più interessate alla partecipazione politica attiva. Per questa ragione, nella costruzione di una strategia incentrata sul settore elettrico, vale sicuramente la pena diversificare cercando fra i player cinesi. Questi ultimi, peraltro, offrono alcuni driver non così differenti da quanto disponibile al di là del Pacifico. **Aldo Martinale**, senior portfolio manager di **Symphonia Sgr**, ricorda che anche da quelle parti l'Ai è una variabile importante: «In questo con-

testo, il sistema elettrico cinese assume un ruolo sempre più strategico come abilitatore della crescita tecnologica e industriale del Paese. Le opportunità di investimento si concentrano soprattutto lungo la filiera infrastrutturale, più che sulla generazione pura: operatori di engineering, costruzione e manutenzione sono direttamente esposti alla massiccia realizzazione di nuove centrali, reti e soprattutto data center. L'elevata intensità di capitale richiesta per lo sviluppo di queste strutture è un potente driver di crescita per tali società. Un ulteriore segmento chiave è rappresentato dai



fornitori di sistemi di cooling, componente critica per l'efficienza operativa dei data center, la cui domanda è destinata a crescere in modo esponenziale con l'aumento della capacità computazionale e della densità di calcolo».

INTERESSE STRATEGICO

Il problema dell'elettricità del Dragone, però, è che si tratta forse di uno dei casi più puri di prevalenza della logica dell'interesse strategico a lungo termine, rispetto all'incremento degli utili su un orizzonte temporale ragionevole. Di conseguenza, probabilmente la soluzione offerta da **Julien Daire**, deputy cio di **Cpr Am (gruppo Amundi)**, ossia focalizzarsi su quei titoli di società cinesi nei quali la lunga manus delle autorità è meno assoluta, assume i contorni di un elevato buon senso: «Nella nostra analisi, la Cina presenta opportunità significative nel fotovoltaico, nella produzione di batterie, nell'elettronica di potenza e negli elettrolizzatori grazie alle dimensioni, all'integrazione verticale e al continuo sostegno politico alle tecnologie pulite. Tuttavia, gli investitori dovrebbero considerare l'elevato coinvolgimento statale e il rischio regolamentare, privilegiando i leader di mercato e strutture (joint venture/partnership) che riducano l'esposizione sovrana e operativa».

In definitiva, appare evidente che i punti di domanda generati dappertutto dal complesso delle aziende che rientrano in questo macro-tema sono tanti e destinati a farsi sentire a lungo.

Il ritorno della fame anche in Occidente

L'andamento dei prezzi dei generi alimentari è diventato una questione sempre più politica anche nelle economie avanzate. L'aumento dei costi delle commodity agricole, iniziato prima del conflitto mediorientale, si sta riflettendo sui beni finali e lo scoppio del conflitto nel Golfo rischia di esacerbare la situazione. Inoltre, al cambiamento climatico si aggiunge la triade Brasile-Cina-Russia che si sta ponendo sui mercati come una superpotenza del cibo. È possibile che, in futuro, non ci sia più la ricchezza alimentare cui si è stati abituati sino al 2022, ossia dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia

In un momento contrassegnato dai conflitti armati, come quello attuale, qualsiasi considerazione sull'andamento e le prospettive dei mercati deve tenere conto della guerra. Ciò è ancora più vero quando si parla di commodity agricole e filiera agro-alimentare in genere: si tratta, infatti, di settori altamente energivori che presentano varie strozzature. In primis nella produzione

di fertilizzanti, che è concentrata in poche nazioni, tra le quali spiccano quelle del mar-toriatto Golfo, Russia e Cina, e che ha in un gas naturale sempre più scarso e costoso un input fondamentale. Non è un caso che i prezzi di tre derrate fondamentali per l'alimentazione moderna (semi di soia, mais e frumento) abbiano ripreso a correre da gennaio, dopo anni di mercato ribassista che hanno seguito i picchi post-invasione dell'Ucraina nel 2022.

UNO SVILUPPO TERRIFICANTE

Questo sviluppo appare semplicemente terrificante: la prospettiva di una destabilizzazione dei paesi poveri e di un uso militare della fame intorbida scenari geopolitici già da incubo. Inoltre, il caos generato da un possibile "bull run" delle risorse naturali alla base della produzione di cibo va a colpire un delicatissimo equilibrio che si è fatto politicamente incendiario un po' dappertutto. L'andamento dei prezzi dei generi alimentari, infatti, si è trasformato negli ultimi anni in un'autentica patata bollente a livello politico, non solo nei paesi in via di sviluppo, ma persino nelle economie più avanzate. A partire dalla seconda metà del 2021, si è sviluppato uno shock sul costo del cibo



che si stava riverberando sull'inflazione già prima del disastro mediorientale, anche se con una virulenza decrescente. Il fenomeno paradossalmente, finora, ha colpito più in Europa e negli Stati Uniti che in Asia: il paradosso sta nel fatto che il Far East generalmente mostra una maggiore dipendenza dalle importazioni di derrate, per il fatto che i nuclei familiari allocano una percentuale più elevata dei propri redditi per nutrirsi rispetto alle controparti occidentali.

La minore spinta generale sul costo della vita in Estremo Oriente ha però probabilmente aiutato non poco a tenere la situazione sotto controllo, mentre, ad esempio, negli Usa l'ascesa apparentemente inarrestabile delle spese per abitare e per la salute ha reso l'intera classe media e buona parte di quella medio-alta molto più sensibile all'andamento del carrello della spesa. In molti casi, il risultato è di trovarsi di fronte a un viscerale effetto immiserimento le cui conseguenze possono essere devastanti in un mondo sempre più colpito dall'instabilità. Sostanzialmente, anche in condizioni di pace, non passa giorno senza che sui media compaiano ricerche che denunciano un calo costante della qualità, e purtroppo spesso anche della quantità, di ciò che viene mangiato da ampi strati della popolazione.

Nell'ultimo quadriennio, infatti, il cibo è tornato a essere il benchmark più immediato e

viscerale del potere d'acquisto, già sotto assedio su altri fronti, con termini quali *shrinkflation* e *greedflation* che sono entrati nel gergo comune. Si tratta di espressioni che permettono di inquadrare un filo meglio una delle questioni potenzialmente più esplosive della nostra era. Da una parte l'inflazione dei beni alimentari spesso viene innescata dall'ascesa dei corsi delle commodity agricole, dall'altra queste ultime interagiscono con una serie estremamente variegata di fattori che contribuiscono a gonfiare quanto paga il consumatore finale ben oltre la fine del bull market sulle risorse naturali di base. L'ultimo quadriennio rappresenta un caso da manuale: ad esempio, dopo una prima parte di 2022 piagata da rialzi parabolici, frumento, semi di soia e mais sono rientrati più o meno nella fascia nella quale scambiavano nel corso della seconda metà degli anni '10 prima di riprendere fiato con la guerra.

UN MONOPOLIO BRICS

Peraltro, i periodi di rialzo sembrano causati da situazioni contingenti come, ad esempio, la mostruosa ascesa del cacao oltre i 10 mila dollari alla tonnellata l'anno passato a causa dell'eccesso di piogge in Africa Occidentale. Non sorprende, dunque, d'imbattersi con frequenza in reportage allarmati sui media che dipingono un quadro drammatico delle condizioni dei coltivatori diretti, nonostante

conti al supermercato sempre più brutali. In questo scenario, la rottura del meccanismo che legava i profitti delle fattorie agli scontrini sempre di più sta prendendo la forma dell'ennesimo conflitto epocale fra il blocco occidentale, oggi diviso in due, e le ambizioni di Brics e affini. Uno scontro che la scarsità di energia e fertilizzanti rischia di esacerbare ulteriormente: il complesso agro-alimentare, al giorno d'oggi, si trova pienamente invischiato nei giochi di potere fra le due superpotenze della Terra e nelle trasformazioni tecnologiche e di paradigma regolatorio che accompagnano questo processo. Nello specifico, le pressioni derivano dai seguenti elementi principali: l'aumento del costo del lavoro, gli elevati corsi e la scarsa disponibilità di alcuni fertilizzanti, l'impatto crescente dell'elettricità in Europa lungo tutta la filiera, una transizione verso la sostenibilità certamente non facile e non priva di conseguenze economiche e, infine, il desiderio, comprensibile e controverso al tempo stesso, delle aziende trasformatrici e della grande distribuzione di rafforzare o almeno mantenere i margini.

TRIAD E BRASILE-CINA-RUSSIA

A tutto ciò si somma un clima, come abbiamo accennato nella vicenda cacao, sempre più pazzo, legato a sua volta a un caos geopolitico che si configura come un'idra dalle molte teste. Semplificando, si può affermare che coltivare con un ragionevole profitto in Occidente e nei paesi ricchi dell'Asia sta diventando sempre più difficile. Una fragilità che, a fronte di uno scontro militare che incancrenisce queste dinamiche, rischia di sfuggire di mano in alcuni sistemi dipendenti dalle importazioni di risorse naturali, quali sono alcuni paesi dell'Ue e realtà come la Corea del Sud e il Giappone.

Anche l'agricoltura americana, un'autentica corazzata che per secoli ha generato surplus che hanno sfamato mezzo pianeta, fa fatica a tenere il passo con il Sud globale, tanto che nell'ultimo biennio per la prima volta la più grande potenza economica del mondo ha registrato un deficit commerciale nell'agro-alimentare.

Dall'altra parte, il blocco che vede al centro la triade Brasile-Cina-Russia sempre di più si sta ponendo come una superpotenza del cibo, riuscendo a combinare una disponibilità quasi infinita di terra con un costo del lavoro modesto, una quantità enorme di energia e un maggiore *laissez-faire* le-

Ma c'è anche una nuova agricoltura

Quanto tratteggiato finora porta alla luce alcuni elementi di autentica follia che sembra caratterizzare l'intera filiera dell'agro-alimentare. Infatti, praticamente nulla in questo mondo risponde a logiche capitalistiche propriamente dette. Nonostante ciò, se si possiede un elevato grado di cinismo, l'universo investibile è tutt'altro che inesistente e privo di opportunità succulente. Per capire come fare, conviene andare per esclusione: innanzitutto le materie prime in questo contesto si muovono sostanzialmente in maniera orizzontale, con però una volatilità elevatissima e sporadici bull market. Per la maggior parte dei portafogli questo approccio non è certo il più lineare per sperare di ottenere un buon profilo di rischio/rendimento. Al tempo stesso, l'accesso ai titoli azionari o del debito dei colossi Brics del cibo non è propriamente semplice, data la mano piuttosto pesante dei rispettivi stati in questo ambito. A ciò va aggiunta la generale fase di risk-off che gli asset emerging stanno attraversando a partire dallo scoppio delle ostilità in Medio Oriente.

UNA LOGICA CHE GIÀ SI CONOSCE

In questo contesto influisce anche l'insieme dei paesi occidentali, dove operano società che si muovono con una logica già presente in altri settori. Da una parte, infatti, esiste una serie di gruppi tradizionalmente dominanti in vari nodi cruciali della filiera che, non molto diversamente dai produttori e raffinatori di minerali, oggi stanno vedendo la propria importanza crescere esponenzialmente. Un'applicazione concreta di questa logica viene elaborata da **Sandeep Rao**, senior researcher di **Leverage Shares**: «Negli ultimi tre anni la produzione ucraina di frumento e mais è calata per una percentuale stimata fra il 25% e il 35% a causa dell'occupazione di terreni e della diffusione delle mine nel paese. La Russia in compenso è uno degli esportatori principali di fertilizzanti basati su azoto, fosforo e potassio. I corsi elevati del gas naturale, un ingrediente chiave nella produzione di azoto, e le restrizioni all'export hanno contribuito a mantenere le pressioni sui costi dei fertilizzanti. Di conseguenza, riteniamo che le aziende che operano nella produzione di questi ultimi e nei processi di lavorazione dei cereali mostrino il potenziale di crescita maggiore. Alcuni gruppi in grado di fornire alternative alla concorrenza russa basate sul potassio e dall'altra parte i produttori di input intermedi, che stanno beneficiando dell'abbandono della rotta del Mar Nero, mostrano un potenziale di rendimento fra il 12% e il 15% per il 2026». In pratica puntare sui player europei e statunitensi dei fertilizzanti con la stessa logica con cui si investe sulle Rheinmetall e le Leonardo di questo mondo: snodi cruciali di un'economia di guerra in cui l'Occidente deve recuperare disperatamente terreno.

UNA TRASFORMAZIONE EPOCALE

Se le strozzature della filiera sono reali, bisogna poi considerare un'altra trasformazione epocale che le nazioni avanzate stanno vivendo: l'avvento della cosiddetta economia a forma di K. Questo paradigma presuppone consumi sempre più premium che trovano la propria spina dorsale nei decili più benestanti dell'insieme delle famiglie, mentre la classe media è sempre più in difficoltà. Tutto ciò a sua volta implica la riconversione del tessuto produttivo verso l'altissima tecnologia e, nello stesso tempo, una dimensione più ridotta, quasi artigianale, mentre i giganti del mondo emergente si occupano delle produzioni su vasta scala. Questa evoluzione (si fa per dire) è spinta anche dalla scarsità di manodopera in agricoltura, nella quale i coltivatori diretti sono sempre più anziani senza che si intravedano all'orizzonte sostituti in quantità sufficiente. Non sorprende, dunque, quanto elaborato da **Julien Daire**, deputy cio di **Cpr Am (gruppo Amundi)**: «Il potenziale maggiore è nell'agricoltura di precisione, che può aumentare le rese per soddisfare la domanda: migliora la produttività riducendo input come fertilizzanti ed erbicidi e può inoltre rappresentare una soluzione alla scarsità di manodopera grazie alle macchine agricole autonome. Le proteine alternative rispondono soprattutto a nuove preferenze dei consumatori (riduzione del consumo di proteine animali), con benefici su emissioni di carbonio e consumo idrico. Pertanto, prevediamo una crescita in questi ambiti più per ragioni legate alle nuove tendenze dei consumatori che come strumento diretto per combattere l'inflazione alimentare».

CAMBIANO LE PREFERENZE DEI CONSUMATORI

Dall'altra parte i concetti espressi da **Darwei Kung**, head of investment strategy liquid real assets di **Dws**, ripropongono una sintesi di quanto visto finora: il potenziale di crescita più elevato si concentra nei segmenti che rendono i sistemi alimentari globali più resilienti, efficienti e sostenibili dal punto di vista dei costi. «Sebbene l'inflazione alimentare sia influenzata da costi energetici, volatilità climatica, vincoli logistici e fattori geopolitici, stanno emergendo alcune aree di crescita strutturale. Innanzitutto, le tecnologie agricole (AgTech), in particolare strumenti di agricoltura di precisione che migliorano le rese e riducono i costi degli input, i fertilizzanti e gli input agricoli, che tendono a mostrare un forte potere di prezzo in contesti inflazionistici o di tensione dell'offerta. A essi si aggiungono le infrastrutture di supply chain e cold chain, che riducono gli sprechi e consentono produzioni a maggiore valore aggiunto nei mercati emergenti, le proteine sostenibili e l'agricoltura in ambienti controllati. Queste novità tecnologiche sono favorite da cambiamenti strutturali nelle preferenze dei consumatori e da una produzione meno esposta ai rischi climatici. Infine, le aziende che offrono miglioramenti di produttività, sistemi produttivi più resilienti o input resistenti all'inflazione sono quelle con le prospettive di crescita più solide».



Alcune produzioni sono concentrate in un numero limitato di paesi potenzialmente esposti a eventi geopolitici o meteorologici



JULIEN DAIRE
deputy cio di Cpr Am
(gruppo Amundi)

gislato. Se la descrizione suona familiare è perché lo è: a rischio di apparire catastrofisti, la maniera in cui questo cruciale comparto si sta evolvendo sembra sempre di più sovrapporre le caratteristiche di un cartello come l'Opec dei bei tempi allo shock che l'Asia ha protratto nel manifatturiero. Il problema è che se la macchina industriale cinese ha portato a economie di scala senza precedenti e a un consumismo sfrenato anche in realtà a medio reddito, l'agricoltura rimane vincolata da madre natura.

IL PROBLEMA HORMUZ

Peraltro, le principali economie emergenti si trovano tuttora di fronte a popolazioni in crescita che domandano in maniera energica di essere sfamate a prezzi ragionevoli, un obiettivo che il caos di Hormuz rende difficile anche a esportatori di derivate come il Brasile, che deve importare grandi quantità di fertilizzanti. Una sintesi, invero, decisamente inquietante, di quanto sta accadendo viene fornita da Darwei Kung, di Dws: «I rischi geopolitici sono elevati. Molti dei principali esportatori mon-

diali di commodity agricole, in particolare in America Latina, sono soggetti a instabilità politica, tensioni sociali, cambiamenti normativi e crescente volatilità climatica. Questi fattori possono interrompere rapidamente le catene di approvvigionamento globali, soprattutto per soia, caffè, zucchero, carne bovina e altre esportazioni chiave. I principali rischi includono: le restrizioni all'export, spesso introdotte in fasi di inflazione domestica, i colli di bottiglia logistici in porti, ferrovie e infrastrutture di stoccaggio, la volatilità valutaria, che incide sulla competitività dei prezzi, gli eventi climatici estremi, sempre più frequenti e intensi. Poiché i mercati alimentari globali sono fortemente interconnessi, anche shock localizzati possono generare forti oscillazioni dei prezzi a livello globale. Considerando i limiti strutturali legati a terre arabili, risorse idriche e fertilizzanti, l'interdipendenza tra produttori e consumatori manterrà elevati i rischi geopolitici nel lungo periodo».

VERSO LA TECNOLOGIA

Non sorprende dunque ritrovare in questo settore ragionamenti simili a quelli che vengono elaborati negli ambiti tecnologici strategici. È indicativo al riguardo è il commento di Julien Daire, di Cpr Am (gruppo Amundi): «Alcune produzioni sono concentrate in un numero limitato di paesi potenzialmente esposti a eventi geopolitici o meteorologici. Tuttavia, anche durante la guerra Russia-Ucraina, i flussi di prodotti agricoli sono rimasti relativamente robusti: il picco dei prezzi dei cereali è stato registrato a metà 2022 per poi rientrare verso i livelli storici nel 2023. Per un importatore è fondamentale diversificare le fonti e, se possibile, sviluppare una produzione domestica. Alcuni paesi hanno inoltre istituito scorte strategiche e sembra che alcune nazioni nordiche lo abbiano fatto recentemente a causa della minaccia russa». Il cibo come le terre rare, il rame o i combustibili fossili, dunque. In conclusione, si può affermare che il futuro sembra promettere un ambiente molto diverso rispetto al regime di opulenza alimentare che abbiamo dato per scontato per qualche decennio fino al 2022. Per fare fronte a un new normal poco gradevole, conviene quanto meno posizionare la propria strategia in maniera tale da ricavare profitti anche dagli sconvolgimenti degli equilibri alimentari globali.



Mai mettere tutte le uova in un paniere

di **Stephan Fritz**

Distribuire bene un patrimonio, un'espressione che può sembrare la solita formula da manuale di finanza, è oggi più importante che mai. E in realtà non solo oggi. Proviamo a capire perché.

Per mesi, in borsa, c'è stato praticamente un solo grande tema: l'intelligenza artificiale o "Ai". Le azioni delle società considerate tra le principali beneficiarie, soprattutto i grandi colossi tecnologici statunitensi, hanno continuato a salire, toccando un massimo dopo l'altro e trascinando verso l'alto anche gli indici.

Raramente in passato il peso di un singolo settore è stato così grande. E ancora più raro è che a trainare il mercato siano state così poche aziende, tutte concentrate nello stesso comparto. Beato chi è salito in tempo sul treno dell'AI e oggi può godersi guadagni molto consistenti. In questo caso, la concentrazione ha senza dubbio pagato. Chi, invece, è stato più prudente, per qualunque ragione, si è trovato a guardare il mercato correre senza riuscire a stargli

dietro e si è sentito rivolgere, legittimamente, una domanda: perché non eravate anche voi su quel treno in corsa?

GIÀ, PERCHÉ NO?

Forse qualcuno ricorda ancora ciò che accadde negli anni a cavallo del nuovo millennio: la bolla delle dot-com e il suo scoppio successivo. L'euforia prima, i postumi della sbornia dopo. E soprattutto i circa 5 mila miliardi di dollari di valore di borsa andati in fumo. La concentrazione, prima o poi, arriva a un limite. A un certo punto le aspettative perdono qualunque contatto con la realtà. E allora il mercato torna a muoversi verso una forma di "normalità". È sempre andata così in passato. E sarà così anche con l'intelligenza artificiale.

NESSUNO LO SA...

Il problema è che nessuno sa quando accadrà. Le recenti correzioni sono state il primo segnale della fine dell'entusiasmo? Forse. Magari. È possibile, ma non è detto. A differenza di quanto accadeva durante la bolla dot-com, oggi le aziende i cui ti-



STEPHAN FRITZ
gestore del portafoglio
multi-asset
Flossbach von Storch

toli sono saliti in modo impressionante negli ultimi anni sono altamente redditizie. Insomma, questa volta dietro al fenomeno non ci sono solo speranze vaghe e fantasia sfrenata.

È quindi plausibile che il rally dell’Ai, magari dopo una breve pausa, prosegua ancora, nonostante, o forse persino a causa, della guerra con l’Iran e delle relative preoccupazioni sulla sicurezza energetica globale e sulla crescita economica mondiale.

Per me, per noi, questo tema è particolarmente rilevante. Anche negli ultimi tempi ci è stato chiesto spesso perché non abbiamo una presenza più forte nei titoli tecnologici, proprio come oggi ci viene domandato perché non deteniamo partecipazioni più consistenti nelle società petrolifere. Temo che la risposta non soddisfi tutti fino in fondo, ma voglio comunque provare a darla, anche se per farlo devo partire un po’ da lontano.

Flossbach von Storch è nata alla fine degli anni ‘90, quindi proprio nel pieno del boom delle dot-com, come classica società di gestione patrimoniale. Per noi la gestione di fondi multi-asset non era altro che gestione patrimoniale in senso classico. L’obiettivo era preservare il patrimonio e ottenere nel tempo rendimenti adeguati. Da questo punto di vista, in tutti questi anni, i nostri principi non sono cambiati.

MA, IN CONCRETO, COSA SIGNIFICA TUTTO CIÒ?

Preservare il patrimonio significa prima di tutto ridurre i rischi potenziali dei mercati finanziari. In parole povere, noi cerchiamo di farlo distribuendo il capitale affidatoci nel modo più ampio e diversificato possibile, tra diverse classi di attivi, singoli titoli e aree valutarie. Concetti in apparenza semplici, ma difficili da rispettare.

NOI CERCHIAMO PREVEDIBILITÀ

La diversificazione riflette la consapevolezza dell’investitore di non potere sapere tutto, ma anche la sua volontà di prepararsi per affrontare al meglio ogni evenienza: scenari diversi, possibili crisi e le loro conseguenze, guerre come quella in Medio Oriente. Essere pronti a fare fronte a tutto ciò pur sapendo che in borsa non esistono formule magiche, né strategie perfette. Quando i mercati crollano, di solito nessu-

no ne esce del tutto illeso. Ma si può cercare di limitare il danno, per quanto possibile. Per questa ragione, il nostro principio guida è: diversificazione, non concentrazione, anche se, temporaneamente, diversificare può costare in termini di rendimento, proprio perché significa prepararsi a più scenari contemporaneamente.

Non sappiamo che cosa succederà domani. È un concetto che dovremmo sempre tenere a mente. Ma c’è una domanda ancora più importante che è necessario porsi: che cosa può succedere e fino a che punto un patrimonio non subisce danni troppo gravi?

LA DIVERSIFICAZIONE È UNA PARTE DELLA RISPOSTA

Ci sono periodi, bisogna ammetterlo, in cui questo approccio sembra fuori dal tempo. Quasi come un vecchio western. Perché i “costi opportunità” della diversificazione sembrano troppo elevati. Eppure siamo convinti che, nel lungo periodo, questo metodo funzioni e contribuisca anche a rendere più sereni gli investitori.

In questa logica rientra anche, per quanto riguarda la selezione azionaria, la nostra preferenza per modelli di business piuttosto “noiosi”, come quelli delle aziende che producono beni di consumo quotidiano. Certo, non sono titoli che fanno sognare grandi tassi di crescita, ma, in compenso, l’evoluzione dei loro utili nel lungo periodo è relativamente più prevedibile. Ciò, ovviamente, non significa che anche queste azioni non possano attraversare fasi di forte volatilità.

La prevedibilità è l’elemento che cerchiamo prima di tutto, per convinzione e per esperienza, pur consapevoli che spesso è l’immaginazione a spingere i prezzi in Borsa. Ed è proprio per questo motivo che investiamo anche nel settore tecnologico, ma con criterio.

Ci sono fasi in cui non siamo al passo con i trend in atto e, quindi, anche con il mercato. Sono periodi in cui i titoli che privilegiamo vengono ignorati dalla maggior parte degli investitori, perché altre aziende e altre prospettive di crescita sembrano più interessanti. In quei frangenti, i prezzi di Borsa dei titoli “trascurati” non riflettono adeguatamente il valore delle aziende, almeno nell’immediato.

Il problema, per investitori come noi con spirito imprenditoriale, è che il potenziale di crescita è difficile da calcolare. Più che altro si percepisce, si intuisce, ma ciò, normalmente, non ci basta.

Prendiamo ad esempio il produttore di chip Nvidia, di cui abbiamo parlato spesso. Si tratta, senza dubbio, di un’ottima azienda, molto redditizia e con un management di grande qualità. Ma c’è un punto decisivo: per un’impresa che opera in un settore così fortemente esposto alla discontinuità e all’innovazione dirompente, è quasi impossibile prevedere con serietà il potenziale di utile di lungo periodo. E se non possiamo farlo, preferiamo rinunciare, tanto più che le valutazioni ci sembrano piuttosto tirate.

RESTARE FEDELI ALLA PROPRIA FILOSOFIA

Lo stesso vale per i grandi gruppi petroliferi, tornati al centro dell’attenzione dopo lo scoppio della guerra con l’Iran. Se chiedeste all’amministratore delegato di una di queste società (cosa che noi abbiamo fatto spesso in passato) dove immagina il prezzo del petrolio tra cinque anni, probabilmente vi risponderebbe con un’alzata di spalle. Chi può saperlo davvero?

Ciò non significa che le azioni petrolifere non possano rivelarsi, per un certo periodo, un ottimo investimento, ma semplicemente che è difficile elaborare una valutazione solida e razionale. Ed è questa la ragione per cui siamo da sempre prudenti nei confronti di quei settori e quelle aziende che dipendono in misura molto forte da fattori esterni.

Ultimamente ci è stato chiesto spesso se non sarebbe opportuno adeguare la nostra strategia d’investimento ai trend che il mercato di volta in volta premia.

La nostra risposta è no. Affidabilità e prevedibilità sono il nostro bene più prezioso che ci guida fin dalla fondazione della società. Continueremo a restare fedeli alla nostra filosofia di investimento. Perché siamo profondamente convinti che, nel lungo periodo, sarà proprio questa coerenza a dare i suoi frutti. In borsa serve pazienza, anche se, a volte, non è affatto facile.

All Roads, una risposta efficace per il contesto attuale

di Aurèle Storno

L'inflazione è tornata a essere il principale motore dei mercati. E questa volta non è la dinamica familiare, trainata dalla domanda, che abbiamo visto nel 2021–2022: è un'inflazione diversa, più imprevedibile, più insidiosa e, storicamente, molto più difficile da gestire. Lo shock di offerta causato dalle recenti tensioni con l'Iran sta creando un contesto che mette alla prova anche gli investitori più navigati. Di fronte a uno scenario così raro, ma così impattante, emerge una domanda cruciale: quale portafoglio è davvero in grado di resistere a un regime inflazionistico che i mercati vivono di rado, ma che oggi non possono assolutamente ignorare?

IL MONDO 40-40-20 E PERCHÉ OGGI QUEL 20% CONTA PIÙ DI TUTTO

Negli ultimi decenni l'economia globale ha alternato fasi di crescita in miglioramento, fasi di rallentamento e, per una quota molto più ridotta del tempo, veri e propri regimi inflazionistici. Questo schema, il 40% crescita in accelerazione, il 40% in decelerazione e solo il 20% inflazione, rivela una realtà poco confortevole: l'inflazione è rara, difficile da prevedere, ma quando arriva può dominare i rendimenti e mettere sotto pressione qualsiasi portafoglio costruito per "tempi normali". La maggior parte delle strategie è pensata per l'80% dei contesti di



AURÈLE STORNO
chief investment officer
multi asset
Lombard Odier
Investment Managers

mercato. Tuttavia, è proprio quel 20% di scenari inflativi a generare i rischi più significativi e le correzioni più profonde.

PERCHÉ L'INFLAZIONE DA OFFERTA È PARTICOLARMENTE PERICOLOSA

Non tutte le fasi inflazionistiche si comportano allo stesso modo. Quando l'inflazione è trainata dalla domanda, come è accaduto nel 2021–2022, tende a rientrare più velocemente e spesso sostiene la performance delle materie prime.

L'inflazione generata da uno shock di offerta è invece molto più complessa da gestire. Riduce la domanda, mette sotto pressione gli utili aziendali, penalizza le materie prime dopo l'impennata iniziale e ha una maggiore probabilità di trasformarsi in un regime persistente. I dati storici parlano chiaro: solo il 22% degli episodi di inflazione da offerta si esaurisce in sei mesi, mentre un altro 22% evolve in inflazione guidata dalla domanda, prolungando ulteriormente gli effetti negativi. In altre parole, lo scenario attuale non può essere considerato un semplice "rumore temporaneo". Gli investitori devono prepararsi alla possibilità che l'inflazione persista, cambi forma e ridisegni completamente la performance delle principali asset class.

QUANDO LA DIVERSIFICAZIONE SMETTE DI FUNZIONARE

La regola numero uno degli investimenti, diversificare, non sempre protegge, soprattutto durante una fase inflazionistica. La storia mostra che, nei momenti di shock, sia

azioni, sia obbligazioni tendono a generare rendimenti inferiori alla liquidità. In altre parole, il classico portafoglio 60/40 fatica a funzionare proprio quando dovrebbe offrire protezione. E nelle fasi di inflazione guidata dall'offerta la situazione si complica ulteriormente: anche le materie prime, considerate da sempre il naturale strumento di copertura, finiscono spesso per sottoperformare la liquidità quando si osserva l'intero ciclo. Paradossalmente, l'asset più semplice, la liquidità, diventa il rifugio più efficace.

LIQUIDITÀ E MATERIE PRIME: NECESSARIE, MA NON SUFFICIENTI

In contesti inflazionistici, due asset si distinguono più degli altri. La liquidità, che storicamente tende a proteggere il capitale meglio della maggior parte delle asset class durante gli shock. E le materie prime, che funzionano particolarmente bene quando l'inflazione è guidata dalla domanda.

Ma affidarsi solo a questi strumenti può essere limitante. Tenere troppa liquidità per troppo tempo implica costi importanti, mentre le materie prime perdono gran parte della loro efficacia quando l'inflazione nasce da uno shock di offerta. Per navigare un contesto come quello attuale, gli investitori non hanno bisogno di un'esposizione statica, ma della capacità di muoversi rapidamente e con decisione tra i diversi strumenti man mano che le condizioni cambiano.

ALL ROADS: UN PROCESSO PROGETTATO PER L'IMPREVEDIBILITÀ DELL'INFLAZIONE

In un contesto in cui l'inflazione cambia velocemente forma e impatto, la strategia All Roads di Loim offre un approccio davvero distintivo. Frutto di oltre 15 anni di ricerca sui cicli macroeconomici e sulle loro implicazioni per i mercati, All Roads integra i due elementi chiave, riportati di seguito, che risultano particolarmente rilevanti oggi.

1. Massima flessibilità nell'allocazione, a seconda del tipo di inflazione.

La strategia non si affida a un singolo strumento di copertura. È progettata per incrementare l'esposizione alle materie prime quando l'inflazione è

trainata dalla domanda e ridurla rapidamente quando gli shock di offerta ne limitano l'efficacia. L'obiettivo non è anticipare il mercato, ma adattarsi con disciplina, un vantaggio fondamentale in un contesto dove prevedere i regimi inflativi è estremamente difficile.

2. Un rigoroso processo di gestione dei drawdown, che aumenta la liquidità quando serve.

La storia insegna che, durante gli shock inflazionistici guidati dall'offerta, la liquidità è spesso l'asset più efficace per proteggere il capitale. Grazie a un framework disciplinato di controllo delle perdite, All Roads può incrementare significativamente la componente cash proprio nei momenti in cui la diversificazione tradizionale non funziona più.

UNA STRATEGIA PER QUESTO MOMENTO STORICO

In un mercato in cui l'inflazione si presenta in modo inatteso, persistente e strutturalmente diverso rispetto al ciclo precedente, gli investitori hanno bisogno non solo di una copertura, ma di un approccio capace di riconoscere tempestivamente i cambiamenti di regime e reagire in modo efficace.

All Roads risponde esattamente a questa esigenza: un processo sistematico, costruito per individuare quando la diversificazione smette di funzionare e per riorientare il portafoglio con decisione. L'integrazione tra flessibilità nell'uso delle materie prime, gestione dinamica della liquidità e un solido controllo dei drawdown offre un quadro solido per navigare scenari inflazionistici complessi.

In un contesto come quello attuale, nel quale il rischio inflativo è reale e richiede prontezza, All Roads rappresenta una soluzione pensata per proteggere il capitale e cogliere opportunità in modo disciplinato.

Informazioni importanti

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

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

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

Data di pubblicazione: gennaio 2026

Giappone, il cambiamento continua

a cura di Pinuccia Parini



JUNE KIM
head of japanese equities
Lazard Asset Management

Allo stato attuale, la guerra in Medio Oriente avrà ripercussioni sul Giappone?

«Sulla base di quanto osservato finora, riteniamo che il conflitto in Iran rappresenti uno shock temporaneo e di breve durata. Sebbene stia generando volatilità nel breve termine, continuiamo a ritenere che le imprese giapponesi si trovino in una posizione ideale per continuare a registrare una forte crescita degli utili nel medio e lungo termine. Il principale rischio al ribasso per l'economia del Paese, qualora la guerra si protraesse, è la possibilità di una stagflazione globale. Le previsioni di consenso sulla crescita del Pil statunitense e giapponese stanno peggiorando. Ciò potrebbe portare a un calo della fiducia che si autoalimenta, in particolare se il prezzo del petrolio rimanesse ben al di sopra di 100 dollari al barile per un lungo periodo. Una situazione del genere rallenterebbe, ma non invertirebbe, la normalizzazione economica del Giappone, anche se attualmente riteniamo che questo scenario abbia una probabilità molto bassa. Altri rischi per il

Giappone sarebbero le carenze energetiche nel breve termine, vista la dipendenza del Paese dai fornitori esteri per gran parte del suo fabbisogno di petrolio e gas. Secondo la Iea, il petrolio e i prodotti petroliferi rappresentano il 37% dell'approvvigionamento energetico totale del Giappone, mentre il gas naturale il 21%. Sebbene il 95% delle importazioni di petrolio provenga dal Medio Oriente, con il 70% che transita attraverso lo Stretto di Hormuz, solo l'11% del gas naturale proviene da quella regione. Il Giappone acquista la maggior parte del suo Lng dall'Australia e dal Sud-Est asiatico, dove le forniture non sono interessate. Nonostante questa dipendenza, il Paese è ben preparato ad affrontare i picchi dei prezzi del petrolio. Dispone, infatti, di scorte petrolifere sufficienti a coprire oltre 250 giorni di consumo».

Qual è la vostra posizione sulle politiche implementate a sostegno della domanda interna?

«È un errore comune ritenere che l'economia giapponese dipenda eccessi-

vamente dagli stimoli governativi per generare crescita. La realtà è che una buona ripresa senza che il governo centrale sia effettivamente intervenuto per dare impulso all'economia è già in atto. Riteniamo che la migliore opzione per la crescita sia quella offerta dalle imprese che utilizzano poco la leva finanziaria: attualmente dispongono di più liquidità e altri asset liquidi rispetto al debito nei loro bilanci. Se messa a frutto questa liquidità in eccesso (in questo senso saranno importanti gli aggiornamenti al codice di corporate governance), potrebbe fungere da impulso per l'economia giapponese. Per queste ragioni siamo sostanzialmente favorevoli alle riforme che incoraggiano le società a un impiego più efficiente del capitale. Le aziende che non riusciranno a definire con chiarezza come intendono utilizzare la propria liquidità si troveranno sottoposte a una pressione crescente affinché investano nella crescita, aumentino le retribuzioni dei dipendenti o restituiscano capitale agli azionisti. Sta cambiando anche la mentalità delle società: con l'arrivo di nuovi dirigenti, che non hanno vissuto il periodo post bolla immobiliare, gli atteggiamenti di avversione al rischio e una gestione del bilancio ultraconservatrice dovrebbero scomparire. Il caso di Makita, un produttore di utensili elettrici, è solo uno dei recenti esempi di un'impresa che ha dimostrato un cambiamento di mentalità volto a migliorare il proprio valore aziendale».

Quali sono i fattori che le valutazioni del mercato giapponese non riflettono o non scontano correttamente?

«Il debito e i dati demografici sono due fattori spesso citati a sfavore del Giappone. In entrambi i casi, riteniamo che la realtà o le implicazioni non siano effettivamente comprese fino in fondo dagli investitori. Ci sono due punti importanti da sottolineare sulla questione del debito. In primo luogo, la dinamica del debito giapponese è migliorata in modo discreto. Sia il rapporto debito lordo, sia quello netto sul Pil (quest'ultimo è un indicatore molto più significativo della salute fiscale del Paese, date le consistenti atti-

vità detenute dal settore pubblico) sono diminuiti dal 2020 grazie al rafforzamento della crescita nominale, al ritorno dell'inflazione e all'aumento del gettito fiscale. Ciò ha consentito alla posizione fiscale del Giappone di stabilizzarsi nonostante i continui impegni di spesa pubblica. In secondo luogo, la struttura del debito giapponese a lungo termine e la predominanza degli investitori nazionali (circa l'88% dei titoli di stato giapponesi è detenuto da investitori nazionali) riducono ulteriormente la vulnerabilità spesso desumibile dai confronti internazionali sui livelli di indebitamento.

Non si rischia una crisi fiscale?

«A nostro avviso, il Giappone non è sull'orlo di una crisi fiscale. Al contrario, si può sostenere che le basi fondamentali su cui poggia la stabilità economica a lungo termine del Paese stiano migliorando, anziché deteriorarsi. Per quanto riguarda la popolazione, gli andamenti demografici sfavorevoli e l'invecchiamento della società sono ben documentati, ma le implicazioni di questo fenomeno sono più sfumate. Il calo della forza lavoro rafforza il potere contrattuale dei lavoratori, come già si può osservare nel mercato del lavoro giapponese, caratterizzato da una forte tensione. Poiché i consumi rappresentano circa il 60% del Pil, una crescita trainata dai salari può costituire un potente fattore di stabilità. Anziché frenare la domanda, la struttura demografica potrebbe contribuire a favorire il passaggio da un eccesso di risparmio a un aumento dei consumi delle famiglie. La tensione sul mercato del lavoro ha già portato a forti aumenti dei salari reali e dovrebbe sostenere un'ulteriore crescita nel medio-lungo termine».

Che cosa rispondereste a chi sostiene che si investe in Giappone solo quando lo yen è debole?

«A nostro avviso, un potenziale recupero dello yen rispetto ai livelli attuali potrebbe rappresentare un ulteriore motivo per tornare a considerare il mercato giapponese. Siamo convinti che i differenziali dei tassi di interesse reali abbiano guidato la debolezza dello yen. Tuttavia, con la BoJ su un percorso di

normalizzazione dei tassi, crediamo che la divisa possa trovare supporto in futuro: vale la pena notare che le stime della parità di potere d'acquisto dell'Fmi (calcolate a ottobre 2025) indicavano allora un valore equo per lo yen a ¥94/\$, ben distante dall'attuale livello di ¥160. Uno yen più forte aumenterebbe i rendimenti in valuta estera delle azioni giapponesi e rafforzerebbe l'attrattiva degli asset domestici del Giappone. Inoltre, apporterebbe benefici economici contribuendo a moderare l'inflazione. Per le famiglie, una valuta più forte si traduce in un maggiore potere d'acquisto; per le aziende che dipendono da fattori produttivi importati, attenua la pressione sui costi. Nel frattempo, gli esportatori giapponesi rimarrebbero competitivi anche con una valuta significativamente più forte, avendo trascorso decenni a migliorare l'efficienza e a diversificare le proprie basi produttive. Inoltre, la politica di quantitative easing (Qe) della BoJ ha creato una situazione in cui la debolezza dello yen era correlata a un mercato azionario in crescita. Tuttavia, con la progressiva eliminazione del Qe, questa correlazione dovrebbe indebolirsi e forse invertirsi».

Chi sta acquistando il mercato giapponese?

«Gli investitori stranieri sono stati forti acquirenti netti quest'anno, soprattutto dopo le elezioni generali che hanno conferito alla prima ministra un mandato così solido. Nel complesso, tuttavia, rimangono sottopesati, a causa dello scetticismo di lungo periodo nei confronti del mercato giapponese. Anche la dinamica degli investimenti domestici mostra segnali incoraggianti. Tradizionalmente, le famiglie giapponesi sono state risparmiatrici di prim'ordine. La fine della deflazione ha dato ai consumatori una motivazione attesa da tempo per spendere e investire. I dati della BoJ indicano un calo costante della liquidità detenuta dalle famiglie a partire dal 2023, suggerendo una minore propensione dei cittadini giapponesi ad accumulare denaro. Insieme a questo cambiamento nella mentalità dei consumatori, le riforme delle politiche di risparmio hanno inaugurato una nuova era degli investimenti retail».

Con questa rubrica di Tactical Asset Allocation, Invesco intende proporre un aggiornamento mensile sulle condizioni macroeconomiche globali e sugli eventuali cambiamenti all'interno della strategia di investimento.

Più difensivi nello scenario attuale

di **Daniel Zanin, senior analyst, investment research, Invesco**
e **David Aujla, portfolio manager, Invesco**

Dallo scoppio del conflitto in Medio Oriente a fine febbraio, l'intensificarsi degli attacchi alle principali infrastrutture energetiche, l'aumento dei rischi per la sicurezza nel Golfo Persico e le interruzioni delle principali rotte di trasporto hanno determinato una forte riduzione dell'offerta effettiva globale di greggio. Le conseguenze macroeconomiche di un'interruzione dello Stretto di Hormuz dipendono, tanto dalla durata, quanto dalla scala iniziale dello shock. I modelli sulla carenza di offerta petrolifera globale di origine geopolitica mostrano che anche una chiusura limitata a un solo trimestre, con la rimozione di una quota rilevante dei flussi petroliferi globali, potrebbe generare un significativo aumento dei prezzi dell'energia e un freno rilevante alla crescita del Pil reale globale. Un'estensione dell'interruzione al secondo o terzo trimestre amplificherebbe questi effetti in modo non lineare, con ulteriori rincari energetici e impatti sulla crescita che persisterebbero ben oltre il periodo di massima restrizione dell'offerta.

I TEMPI DI RECUPERO

Sebbene i tassi di crescita possano recuperare velocemente una volta ripristinate le spedizioni di petrolio, l'attività economica potrebbe tendere, storicamente, a rimanere al di sotto del

livello pre-conflitto, a causa di investimenti rinviati, condizioni finanziarie più restrittive e degli effetti cumulativi di costi energetici elevati sulla domanda. Più in generale, la rilevanza macroeconomica di questo shock va ben oltre i mercati energetici: importanti interruzioni dell'offerta di petrolio hanno storicamente agito come una tassa sulla domanda globale, colpendo in modo sproporzionato le economie importatrici di energia e limitando la flessibilità delle politiche economiche in una fase in cui le banche centrali restano sensibili ai rischi inflativi. Non è solo il livello dei prezzi energetici a contare, ma anche l'incertezza sulla durata e sulla persistenza delle interruzioni, che amplifica l'impatto macro attraverso il deterioramento della fiducia, degli investimenti e della crescita.

LA STABILITÀ DEGLI INDICATORI

In questo contesto, le nostre più recenti letture degli indicatori economici anticipatori (Lei) continuano a segnalare un'economia globale complessivamente resiliente, con una stabilità degli indicatori ancora intatta nelle diverse regioni. I livelli di crescita negli Stati Uniti e nei mercati sviluppati al di fuori degli Usa restano superiori al trend, sostenuti dalla domanda interna e da dinamiche cicliche costruttive. Allo stesso tempo, l'evoluzione futura degli indicatori anticipatori

risulta sempre più dipendente dagli sviluppi in Medio Oriente, in particolare dalla durata e dalla risoluzione finale del conflitto e dalle sue implicazioni sull'offerta energetica. Infatti, la trasmissione di grandi shock energetici ai dati economici effettivi avviene tipicamente in ritardo, man mano che costi più elevati, incertezza e condizioni finanziarie più restrittive si riflettono gradualmente su consumi e investimenti.

CALA L'APPETITO AL RISCHIO

Date queste premesse, la coesistenza di fondamentali economici ancora solidi e di aspettative di crescita implicite nei mercati in raffreddamento porta il nostro quadro di riferimento a individuare una transizione verso uno scenario di rallentamento, definito principalmente da una decelerazione dell'appetito per il rischio di mercato, più che da un deterioramento dell'attività economica sottostante. In parallelo, le aspettative di crescita implicite nei mercati si sono corrette al ribasso. La nostra misura dell'appetito globale per il rischio ha registrato una decelerazione significativa rispetto ai recenti massimi, pur a fronte di indicatori economici anticipatori ancora al di sopra del trend: una combinazione coerente con le transizioni storiche caratterizzate dal passaggio a una fase di espansione a una di rallentamento. Poiché la remunerazione del



DANIEL ZANIN
senior analyst, investment research
Invesco



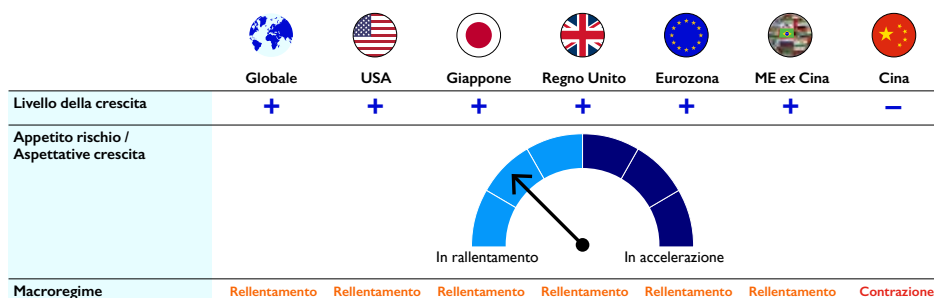
DAVID AUJA
portfolio manager
Invesco

rischio di crescita si riduce, gli asset più sensibili al rischio diventano sempre più vulnerabili a sorprese negative. L'aumento dei prezzi dell'energia si sta inoltre traducendo in un rafforzamento della dinamica inflativa nelle diverse regioni. I nostri indicatori di momentum dell'inflazione hanno accelerato per il terzo mese consecutivo, trainati principalmente dalle componenti energetiche. Questa dinamica complica il quadro monetario, in particolare per le banche centrali delle economie importatrici di energia: pressioni inflative più forti nel breve termine possono coesistere con prospettive di crescita in deterioramento nel medio periodo.

LA FASE DI TRANSIZIONE

Nel complesso, questi sviluppi suggeriscono che l'espansione globale stia entrando in una fase di crescita più lenta. Sebbene scenari più favorevoli, come una rapida de-escalation del conflitto e una normalizzazione dell'offerta energetica, potrebbero ristabilire un momentum più solido, l'intensificarsi dei rischi geopolitici ha introdotto un contesto operativo più incerto. In linea con le già citate transizioni storiche da una fase di espansione a una di

IL NOSTRO QUADRO MACROECONOMICO IN SINTESI



Fonte: Invesco

rallentamento, questa parte del ciclo è stata tipicamente associata a una moderazione degli extra-rendimenti degli asset rischiosi e a un margine di errore più contenuto man mano che le aspettative di crescita si ricalibrano. In questi contesti, la dispersione dei rendimenti tra gli asset tende a ridursi, la sensibilità a sorprese negative aumenta e il mantenimento di un posizionamento di portafoglio più equilibrato si è storicamente dimostrato efficace nel gestire l'ingresso del ciclo in una fase di maggiore incertezza.

Le transizioni da fasi di espansione a fasi di rallentamento sono state storicamente associate a rendimenti moderati, ma generalmente positivi su tutte le asset class, insieme a una convergenza delle performance tra asset sensibili alla crescita e asset difensivi. Man mano che i mercati si focalizzano maggiormente sulle prospettive di breve termine, piuttosto che sui trend di crescita di lungo periodo, la remunerazione del rischio di crescita tende a ridursi e il profilo rischio-rendimento diventa meno asimmetricamente favorevole. In questi contesti, i risultati di portafoglio sono stati tipicamente guidati meno da esposizioni direzionali ampie e più da equilibrio, selettività e flessibilità, elementi chiave per navigare un contesto in cui l'incertezza evolve e la tolleranza agli shock avversi diminuisce.

POSIZIONE DI RISCHIO NEUTRALE

Nel complesso, abbiamo adottato una posizione di rischio neutrale rispetto al benchmark, come risposta deliberata di gestione del rischio, più che come passaggio a un approccio difensivo "risk-off". Questo posizionamento mira a preservare opzionalità, consentendo ai portafogli di partecipare a un'eventuale stabilizzazione del momentum di crescita, mantenendo al contempo resilienza in caso di sviluppi avversi.

All'interno di questo quadro, restiamo moderatamente sovrappesati sull'azionario rispetto

al reddito fisso, ma privilegiando nella scelta dei titoli fattori difensivi come quality e low volatility, che storicamente hanno mostrato buone performance nelle fasi di rallentamento grazie a profili di flussi di cassa più stabili e a una minore sensibilità alle variazioni del ciclo economico.

A livello settoriale, favoriamo comparti con caratteristiche difensive e fondamentali solidi, tra cui information technology, health care e beni di consumo di base, a discapito delle aree più cicliche. Dal punto di vista geografico, manteniamo allocazioni allineate al benchmark, poiché le forze macroeconomiche contrapposte continuano a compensarsi. Sebbene gli Stati Uniti mostrino ancora il migliore momentum degli utili, tassi di interesse a breve più elevati e sorprese macro positive al di fuori degli Usa rappresentano importanti elementi di bilanciamento per i mercati azionari internazionali. In questo contesto, restiamo neutrali tra Usa, mercati sviluppati ex-Usa ed emergenti, in attesa di un allineamento più chiaro e duraturo tra utili, differenziali di tasso e dinamiche di crescita.

Considerazioni sui rischi

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

Informazioni Importanti

Questa comunicazione di marketing è per pura finalità esemplificativa ed è riservata all'utilizzo da parte dei Clienti Professionali in Italia. Non è destinata e non può essere distribuita o comunicata ai clienti al dettaglio. Le informazioni riportate in questo documento sono aggiornate a dicembre 2025, salvo ove diversamente specificato. Il presente documento è di natura commerciale e non intende costituire una raccomandazione d'investimento in un'asset class, un titolo o una strategia particolare. Non vigono pertanto gli obblighi normativi che prevedono l'imparzialità delle raccomandazioni di investimento/strategie d'investimento né i divieti di negoziazione prima della pubblicazione. Le informazioni fornite hanno finalità puramente illustrative e non devono essere considerate raccomandazioni di acquisto o vendita di titoli. Qualora fosse fatta menzione di specifici titoli, settori o strumenti finanziari, ciò non implica la loro presenza nel portafoglio dei fondi Invesco e non rappresenta un'indicazione acquisto o vendita. Le opinioni espresse da Invesco o da altri individui si basano sulle attuali condizioni di mercato e possono differire da quelle espresse da altri professionisti dell'investimento e sono soggette a modifiche senza preavviso.

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

La destinazione? Si misura nel tempo.

Destination Value guarda oltre i benchmark e il breve periodo.

Un comparto multi-asset total return con l'obiettivo di generare un rendimento totale corretto per il rischio nel ciclo di mercato.

+8,2%	-6,2%	+9,4%	+7,1%	+25%
2021	2022	2023	2024	2025

Performance dal lancio (04.06.2020 - 30.12.2025)

+9,3%	+64,2%
Annualizzata	Cumulata

I rendimenti passati non garantiscono risultati futuri e devono essere valutati insieme ai rischi dell'investimento.

ELENCO NON ESAUSTIVO DEI RISCHI: rischio di tasso di interesse, rischio di credito, rischio azionario, rischio dei mercati emergenti (inclusa la Cina); il rischio dei mercati emergenti potrebbe risultare elevato in determinati periodi; rischio dei mercati di frontiera, rischio di cambio, rischio di volatilità, rischio di liquidità, rischio connesso all'uso di strumenti derivati, rischio di esposizioni corte, rischio sulle materie prime, rischio di perdita del capitale: il Fondo non è un prodotto garantito. Gli investitori potrebbero rischiare di perdere parte o tutto il loro investimento iniziale. I rendimenti possono aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie.



DISCLAIMER: Questa comunicazione di marketing per investitori professionali riguarda Plenisfer Investments SICAV, una società di investimento a capitale variabile (SICAV) di diritto lussemburghese del 17 dicembre 2010, qualificata come organismo di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM – UCITS) e il relativo comparto “Destination Value Total Return”, congiuntamente il “Fondo”. L'obiettivo di questo Fondo è ottenere un maggiore rendimento totale ponderato per il rischio nel ciclo di mercato. Per raggiungere gli obiettivi del Fondo, è essenziale realizzare la rivalutazione del capitale a lungo termine e il reddito sottostante attraverso un orientamento di lungo termine sulla valutazione e sui cicli di mercato. Il Fondo è gestito attivamente. Prima di prendere qualsiasi decisione di investimento, gli investitori devono leggere il Prospetto, il suo Allegato SFDR e il Documento contenente le informazioni chiave (“KID”). I KID sono disponibili in una delle lingue ufficiali del paese UE/SEE in cui il Fondo è registrato per la distribuzione, e il Prospetto/il suo Allegato SFDR sono disponibili in inglese, così come i rapporti annuali e semestrali su www.generali-investments.lu o su richiesta gratuita a Generali Investments Luxembourg S.A., 4 Rue Jean Monnet, L-2180 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo, indirizzo e-mail: GIfundInfo@generali-invest.com. Plenisfer Investments è autorizzata in Italia quale società di gestione del patrimonio in Italia e designata come promotore marketing del Fondo in Italia dove il Fondo e il suo Comparto registrati per la distribuzione (Via Niccolò Machiavelli 4, 34132 Trieste, Italia – C.M. n. 15404 – LEI: 984500E9CB9BBCE3E272). Le società di gestione possono decidere di risolvere gli accordi stipulati per la commercializzazione del Fondo. Un riepilogo dei diritti degli investitori (in inglese o in una lingua autorizzata) è disponibile su www.generali-investments.lu nella sezione “About us/Generali Investments Luxembourg”. Un riepilogo delle informative SFDR sui Prodotti (in inglese o in una lingua autorizzata) è disponibile nella pagina del Fondo del sito web nella sezione “Sustainability-related disclosure”. La presente comunicazione di marketing non è intesa a fornire consulenza in materia di investimenti, fiscale, contabile, professionale o legale e non costituisce un'offerta di acquisto o vendita dei Fondi o di qualsiasi altro strumento finanziario eventualmente menzionato. Eventuali opinioni o previsioni fornite sono aggiornate alla data indicata, possono essere soggette a modifiche senza preavviso, potrebbero non realizzarsi e non costituiscono una raccomandazione o un'offerta di investimento. **Fonte:** Plenisfer. Dati al 30.12.2025 relativi alla classe IXUSD Cap (ISIN: LU2087694050).

Per informazioni complete su rischi e costi si invita a consultare il Prospetto e il Documento contenente le Informazioni Chiave (KID). Mondo Alternative Awards prevede l'assegnazione annuale dei riconoscimenti ai migliori fondi liquid alternative e hedge di diritto italiano che si sono distinti per performance e gestione del rischio. La metodologia completa di assegnazione è consultabile sul sito www.mondodialternative.com



FOCUS BOND

Obbligazioni, cercare valore in tempi complessi



Allianz 
Global Investors



PIMCO



EUROMOBILIARE
ASSET MANAGEMENT SGR




**CAPITAL
GROUP**™



Sella
SGR

Testo e interviste
a cura di Pinuccia Parini

Crescita e inflazione sotto la lente

La situazione sui mercati finanziari continua a essere caratterizzata dalla volatilità. L'evolversi del contesto geopolitico è l'elemento che determina non solo la direzionalità dei corsi, ma le scelte di allocazione all'interno delle diverse classi di attivo. Per quanto riguarda il reddito fisso, crescita e inflazione sono le variabili che, nel contesto attuale, sono osservate con grande attenzione perché gli eventi in corso potrebbero deciderne la tendenza e, di conseguenza, contraddistinguere diversamente lo scenario d'investimento per il futuro.

«Guardare all'Hy con una nuova prospettiva»



FLAVIO CARPENZANO
investment director
fixed income
Capital Group



**CAPITAL
GROUP™**

Come descriverebbe l'attuale mercato high yield?

«Il mercato high yield è cambiato profondamente negli ultimi due decenni, ma molti investitori istituzionali continuano a valutare l'asset class con una lente retrospettiva, plasmata da un passato caratterizzato da crediti più deboli, shock episodici di liquidità e cicli di default pronunciati. Oggi l'universo high yield ha una qualità strutturalmente più elevata e un andamento molto più resiliente lungo i cicli di mercato. Il punto di partenza per comprendere il moderno ecosistema di questo strumento è costituito dalle differenze strutturali tra i mercati regionali. Il mercato Usa resta ineguagliato, in termini di dimensioni, liquidità e diversità. Ospita un ampio ecosistema, che comprende specialisti dei crediti distressed ed hedge fund, compagnie assicurative, fondi pensione e strategie multi-asset orientate al reddito. Ciò garantisce che, anche durante le fasi di marcata volatilità, vi sia generalmente una domanda effettiva di credito. Al contrario, i mercati high yield al di



fuori degli Usa, in particolare in Europa e in Asia, sono molto meno profondi. Nelle fasi di stress la liquidità può venire meno, limitando la capacità degli investitori di riposizionare i portafogli, e, grazie alla sua resilienza strutturale, il mercato Usa resta l'allocazione di riferimento per la maggior parte dei portafogli sofisticati. La piazza statunitense non solo è oltre quattro volte più ampia di quella europea, ma risulta anche molto più diversificata a livello settoriale».

È cambiato il mercato per le società sub-investment grade?

«Uno dei cambiamenti più rilevanti nell'attuale ecosistema del credito è l'espansione delle alternative di finanzia-

mento disponibili per le società sub-investment grade. Storicamente, le imprese si affidavano a tre canali: le banche, il mercato dei prestiti sindacati o il mercato high yield quotato. Negli ultimi 10 anni, tuttavia, il credito privato è passato da segmento di nicchia a competitor che vale circa 2.100 miliardi di dollari, con strutture di prestito sempre più specializzate e soluzioni di finanziamento unistranche. Il risultato è un effetto di auto-selezione. Infatti, le società con utili più volatili, esigenze di finanziamento specifiche o alti livelli di leva tendono sempre più a ricorrere al credito privato o ai prestiti leveraged.

Il mercato high yield quotato è quindi divenuto sede di emittenti più solidi e con fondamentali più robusti.

Un altro cambiamento importante nel panorama high yield riguarda il miglioramento della trasparenza e della liquidità nei mercati quotati nell'ultimo decennio. Oggi gli investitori in questo comparto del credito beneficiano di standard di reporting più rigorosi, di un migliore accesso alle informazioni e di mercati di negoziazione molto più profondi rispetto al passato. I bilanci trimestrali sono sottoposti ad audit, le trascrizioni pubbliche offrono indicazioni prospettiche e i livelli di negoziazione lungo la curva sono osservabili in tempo reale. L'ampiezza della base di operatori di mercato, che oggi include investitori istituzionali, hedge fund, compagnie assicurative e strategie multi-settoriali orientate al reddito, consente di mantenere mercati bilaterali anche nelle fasi di stress».

Qual è la composizione in termini di rating dell'indice Hy?

«Oggi il segmento BB rappresenta la maggioranza dell'indice, mentre la componente CCC si è ridotta. È interessante osservare che la dimensione del mercato high yield quotato è rimasta stabile (intorno a 1.500 miliardi di dollari da oltre un decennio), nonostante la forte crescita del credito in altri segmenti. Gran parte del rischio incrementale che ha sempre caratterizzato il segmento di qualità più bassa dell'indice high yield è ora assorbito da canali di finanziamento alternativi. Questa trasformazione nella composizione delle società modifica anche le modalità di generazione di alfa. Con un numero inferiore di casi distressed, l'approccio difensivo tradizionale, ossia evitare i "perdenti", risulta meno efficace. La sovraperformance dipende sempre più dalla capacità di individuare società la cui qualità del business o il cui posizionamento strategico risultino superiori rispetto a quanto riflesso dagli spread, nonché dalla capacità di sfruttare le dislocazioni temporanee in un universo di qualità più elevata. Per questo motivo, la selezione dei titoli è oggi più importante che mai».

Per quale motivo i tassi di default sono rimasti contenuti?

«Con l'inasprimento della politica monetaria delle banche centrali, gli investitori hanno potuto osservare l'andamento del mercato high yield in condizioni di stress e la resilienza delle diverse componenti dello spettro creditizio. Il rapido incremento dei tassi di riferimento negli Usa, con i Fed fund aumentati di 500 punti base in meno di due anni, ha avuto un impatto immediato e significativo sui prestiti leveraged a tasso variabile. Il costo del debito è cresciuto rapidamente, comprimendo il tasso di copertura degli interessi e il free cash flow nel mercato dei prestiti. Gli emittenti Hy sono stati perlopiù protetti dalla struttura a tasso fisso delle obbligazioni quotate, che ha comportato un aumento solo graduale degli oneri finanziari. I fondamentali societari sono rimasti stabili, sostenuti da bilanci rafforzati negli anni successivi alla crisi finanziaria globale. Molte società hanno inoltre optato per emissioni con scadenze più brevi per mantenere flessibilità in fase di rifinanziamento, mitigando ulteriormente il rischio. Di conseguenza, i tassi di default di questo segmento sono rimasti contenuti, attestandosi su livelli leggermente inferiori alla media storica di lungo periodo (2-3%). Per contro, il mercato dei prestiti leveraged ha avuto maggiori difficoltà, con tassi di default superiori rispetto all'high yield».

Siamo dinnanzi a un'asset class ridefinita?

«L'evoluzione strutturale del mercato

high yield, trainata da un universo di emittenti trasformato da una maggiore liquidità, da fondamentali societari più solidi e da un panorama più ampio di alternative di finanziamento, ha ridefinito l'asset class, rendendola molto diversa rispetto alle sue origini. Oggi è un segmento più solido, di qualità più elevata, più liquido e strutturalmente più resiliente. Per gli investitori, questa evoluzione modifica le modalità di valutazione dell'high yield all'interno dei portafogli. L'asset class offre oggi una combinazione interessante di reddito, riduzione del rischio di ribasso, liquidità giornaliera e solidi rendimenti lungo i cicli di mercato. Tutto ciò rafforza la tesi a favore del mantenimento di un'allocazione strutturale all'Hy nell'ambito dei portafogli obbligazionari. Storicamente, la componente prevalente dei rendimenti totali nel reddito fisso deriva dal carry, e l'high yield offre naturalmente la fonte di reddito più elevata e stabile, insieme ai migliori rendimenti corretti per il rischio, misurati tramite l'indice di Sharpe, su orizzonti di lungo periodo. Anche quando gli spread appaiono compressi, la componente reddituale ha rappresentato un potente motore dei rendimenti di lungo termine, mentre i rendimenti all-in correnti restano interessanti. Mantenere l'investimento nel tempo, piuttosto che tentare di individuare il momento ottimale di rientro sul mercato, è fondamentale per cogliere appieno l'effetto compounding».



«Privilegiare l'obbligazionario di alta qualità»



ANDREW BALLS
Global CIO Fixed Income
PIMCO

PIMCO

Quali sono le prospettive per gli investimenti?

«Questo non è un contesto destinato a premiare le previsioni audaci o le scommesse molto concentrate. Le condizioni attuali semmai favoriscono i portafogli più liquidi, di alta qualità, costruiti per fare fronte ai mutamenti di sentiment di mercato e a una gamma di potenziali scenari. I mercati raramente sono bravi a prezzare il rischio geopolitico. Quando si verifica uno shock globale, la liquidità in portafoglio può consentire agli investitori di cogliere le opportunità che si presentano, sfruttando le inefficienze di mercato o i gap valutativi. Analogamente alla volatilità che è seguita all'annuncio dei dazi americani ad aprile 2025, il rapido riprezzamento delle aspettative sulle mosse delle banche centrali a seguito dello scoppio del conflitto in Medio Oriente ha prodotto volatilità localizzata e opportunità di investire in modo contrario alla narrazione prevalente».

Nell'attuale contesto di mercato, come si sta comportando il credito privato?

«Dopo decenni di robusti rendimenti sostenuti da una rapida crescita si comincia a intravedere alcuni squili-

bri. Segnali di condizioni da fine ciclo sono già visibili nel credito diretto alle imprese (direct lending), tra i quali l'aumento dei tassi di default e l'accresciuto affidamento a forme come i payment-in-kind. Le imprese medie e piccole, che sono i principali mutuatari in questo mercato, sono vulnerabili rispetto ai rincari dei costi dell'energia, alle pressioni dei dazi e agli effetti dirompenti delle tecnologie, tra cui l'AI. Per gli investitori, il trade off nel direct lending, segmento che ha trainato in larga misura la crescita del credito privato, appare molto meno convincente con l'inasprirsi delle condizioni finanziarie. Non c'è nulla di intrinsecamente sbagliato nel detenere attivi privati, a patto che gli investitori siano adeguatamente remunerati per l'illiquidità. Nel direct lending però il premio per l'illiquidità si è compresso proprio quando il rischio di rifinanziamento, l'allentamento del rigore nell'underwriting e gli interrogativi sulla trasparenza dei

prezzi sono divenuti più pronunciati. Le strategie di questa forma di finanziamento fanno affidamento sulla stabilità del prezzo dichiarato, che non si forma in borsa come per i titoli quotati, e possono apparire resilienti sino a quando emergono tensioni, come accaduto di recente. Con gli investitori che riconsiderano il rischio di illiquidità, la distanza tra le valutazioni sui mercati pubblici e quelle sui mercati privati si è accentuata. I Bdc, veicoli di investimento per il direct lending, sui mercati pubblici scambiano a significativo sconto rispetto al Nav. Si tratta di un problema che riguarda il direct lending, a nostro avviso, non di un atto di accusa nei confronti del credito privato in generale che comprende tuttora strategie con remunerazione più adeguata a fronte dell'illiquidità e rischi prezzati in modo più esplicito. In termini di relative value, questo trend favorisce uno spostamento dal direct lending all'obbligazionario quotato di alta qualità».



Quali sono le opportunità alternative che gli investitori si trovano di fronte?

«Molti investimenti con interessanti profili di liquidità e trasparenza dei prezzi oggi offrono rendimenti comparabili a quelli del credito privato. Con l'aumento della volatilità e l'ampliarsi della dispersione, la capacità di gestire il rischio di ribasso e riallocare il capitale in base all'evolvere delle condizioni è più importante che cercare di cogliere rendimento incrementale rinunciando alla liquidità. Il credito privato non pone un rischio di natura sistemica, a nostro avviso, e ci sono molte aree del mercato che restano interessanti. Tuttavia, le tensioni in questo segmento di mercato potrebbero contribuire a condizioni finanziarie più aspre e pesare sulle assunzioni e sugli investimenti. Con il maturare del ciclo, i mercati del credito, pubblici e privati, sempre più premiano l'analisi bottom-up e la diversificazione. La solidità dei bilanci, flussi di cassa durevoli e collaterale di alta qualità contano più del rendimento nominale, soprattutto in settori che attraversano cambiamenti strutturali. È cruciale focalizzarsi sulla massimizzazione dei risultati degli investimenti anziché limitarsi a impiegare i capitali nell'area di competenza del gestore».

Dove pensate si possa trovare valore?

«Analizzando il credito nel continuum tra mercati pubblici e privati oggi vediamo il maggior valore in aree che comprendono gli Mbs agency americani, gli emittenti investment grade che offrono flussi di cassa stabili e prevedibili e il credito cartolarizzato di alta qualità. Nel credito privato, privilegiamo l'asset based finance (Abf) e il debito immobiliare commerciale senior. Anche se la concorrenza è cresciuta, l'Abf resta un mercato ampio e interessante che offre collaterale a garanzia ed è meno correlato al ciclo degli utili societari rispetto al direct lending. Poiché l'immobiliare a livello globale ha già attraversato una contrazione ciclica, gli investitori possono offrire credito su attivi che possono essere del 15-40% al di sotto dei valori di picco. Siamo invece cauti sul direct



lending e sui prestiti bancari con deboli clausole di tutela, su emittenti high yield di qualità inferiore e su molte strutture e veicoli che offrono una liquidità che non corrisponde a quella degli attivi sottostanti. Sui mercati del credito, il rischio ha riprezzato soltanto in modo modesto con il conflitto in Medio Oriente. Il nostro obiettivo principale è ridurre l'esposizione al ribasso, dato che i rischi sono aumentati più di quanto possa fare sopporre il prezzo di mercato».

Qual è il ruolo che l'obbligazionario di alta qualità può avere in questa fase?

«L'obbligazionario di alta qualità ancora una volta svolge un ruolo importante nei portafogli e appare interessante in una varietà di scenari economici. Per i portafogli che si sono sbilanciati verso l'azionario è un momento opportuno per considerare un ribilanciamento. I rendimenti per l'obbligazionario più liquido restano interessanti e gettano solide basi in termini di proventi e rendimento complessivo sui mercati. Se aggiungiamo le opportunità che si presentano in periodi di volatilità e con inefficienze di prezzo sui mercati, ne deriva un contesto eccezionale per la gestione attiva per generare alfa, cioè sovraperformance rispetto al mercato generale. L'obbligazionario di alta qualità può fungere da motore di rendimento e da cuscinetto rispetto alla volatilità dell'azionario, è in grado di offrire preziosa diversificazione se la crescita deludesse o in caso di deterioramento della propensione al

rischio nonché fornire liquidità che può essere ridispiegata a fronte di dislocazioni sui mercati».

E per quanto riguarda la duration?

«Privilegiamo un modesto sovrappeso. Il mercato dei Treasury americani è tuttora una fonte di rendimento da "bene rifugio" con vantaggi di diversificazione in portafoglio. Preferiamo un'esposizione alla curva più bilanciata in quanto i tassi appaiono interessanti su una serie di scadenze. Anche i motivi per diversificare a livello globale restano robusti. Le differenze tra paesi si ampliano, creando, sia rischi, sia opportunità. Anziché presumere esiti globali correlati, gli investitori possono potenzialmente trarre vantaggio da esposizioni mirate a mercati sviluppati ed emergenti selezionati che offrono rendimenti reali interessanti e assetti politici credibili. Il posizionamento sul fronte valutario assume maggiore rilievo in questo contesto, soprattutto considerando la crescente divergenza tra paesi esportatori e importatori di energia. Gli attivi con capacità di protezione dall'inflazione meritano anch'essi un ruolo più strategico oggi nei portafogli. Le materie prime, gli attivi reali e i Treasury Inflation-Protected Securities possono concorrere a proteggere il potere d'acquisto reale e a diversificare i rendimenti in frangenti in cui si può fare meno affidamento sulle tradizionali relazioni tra classi di attivo. Queste esposizioni possono contribuire a rafforzare la resilienza dei portafogli».

«Il mercato del credito rimane attrattivo»



PIETRO FOTIA
responsabile del team
obbligazionario corporate
Sella Sgr

Sella
SGR

Se si dovesse descrivere il comportamento del mercato in queste ultime settimane, si direbbe che tendenzialmente c'è una tendenza a considerare maggiormente le notizie positive. È d'accordo con questa affermazione?

«Ritengo che, generalmente parlando, gli operatori stiano dimostrando più sensibilità alle notizie positive che a quelle negative, ma, per comprendere le tensioni che rimangono sul mercato, basta considerare l'andamento dei titoli governativi. In questo segmento del reddito fisso, infatti, la volatilità è stata elevata e i timori di una ripresa dell'inflazione si sono materializzati nell'aumento dei tassi, soprattutto nella parte a breve della curva. Nel mercato delle obbligazioni societarie, invece, la volatilità è stata molto più contenuta, senza un particolare allargamento degli spread, soprattutto sulla componente investment grade. Per quanto riguarda il segmento high yield, nonostante abbia sofferto un po' di più, ritengo si possa complessivamente affermare che, vista



soprattutto la performance pregressa, i titoli di credito non solo abbiano reagito bene alle tensioni di mercato, ma continuino a beneficiare dell'atteggiamento costruttivo degli investitori».

Nei giorni di elevata volatilità, si è parlato di attività sul mercato provocata soprattutto da hedge fund, Cta, strategie quantitative e di trading algo-

ritmico. Si è rilevato qualcosa di simile anche sulle obbligazioni societarie?

«Nel mercato del credito, questo tipo di attività non è ancora diffuso come in altre asset class, ma è sicuramente un trend che sta emergendo, visto l'aumento di operazioni innescate da movimenti quantitativi, insieme a nuove modalità operative. Nello specifico, mi riferisco ad attività di portfolio trading che a volte portano a disallineamenti su

alcuni titoli e che spiegano alcuni impatti sui prezzi delle emissioni coinvolte. Tuttavia, ritengo che il credito sia ancora un mercato dove prevalga la gestione attiva, con grande attenzione ai fondamentali, soprattutto nelle fasi di aumento della volatilità».

Come considera le attuali valutazioni?

«L'anno è iniziato con spread molto ristretti, con alcuni comparti del credito che avevano toccato nuovi minimi. Ci sono state, ad esempio, emissioni di subordinati come gli At1 che sono state collocate con un reset spread sotto 300 punti, livello storicamente considerato come una sorta di spartiacque. In alcuni segmenti le valutazioni erano già su livelli elevati, pur restando coerenti con fondamentali in rafforzamento. In questo contesto, gli investitori hanno progressivamente ridotto il profilo di rischio dei portafogli, come abbiamo fatto anche noi: il posizionamento, prima della crisi iraniana, era già più prudente rispetto ai mesi precedenti».

In questa fase di mercato pensate di modificare il vostro posizionamento?

«L'aumento della volatilità con l'acuirsi delle tensioni geopolitiche ha aperto alcune opportunità d'investimento in specifiche nicchie. Il riprezzamento sulle scadenze brevi, dovuto alle aspettative di rialzo dei tassi, rende interessante l'investimento in questo tratto della curva, in particolare nei titoli a due-tre anni e, preferibilmente, nei subordinati investment grade. Siamo infatti positivi sulle banche di grandi dimensioni che hanno un ruolo di particolare rilievo nel proprio paese, poiché in questi anni hanno visto crescere la redditività e il loro stato patrimoniale si è rafforzato. Guardiamo con interesse anche ai titoli ibridi con scadenza a breve nei settori energy e utility con bilanci solidi, flussi di cassa garantiti e tariffe regolamentate. Se le tensioni in Medio Oriente e i prezzi dei combustibili fossili dovessero persistere, riteniamo opportuno mantenere un atteggiamento più cauto sui titoli dei comparti più sensibili come gli industriali e, se i tassi dovessero essere alzati, sul

settore real estate. Va però sottolineato che l'allargamento registrato nelle ultime settimane è stato contenuto. I fattori che avevano sostenuto e dato forza al mercato negli anni passati, cioè i fondamentali, la liquidità e la domanda degli investitori, sono ancora presenti. Inoltre, nei prossimi mesi è atteso il lancio di molti fondi a scadenza, in un contesto in cui il tratto cinque-sei anni della curva offre rendimenti interessanti nell'investment grade, mentre per l'high yield le opportunità si concentrano sulle scadenze più brevi, tra due e tre anni. I flussi restano consistenti e lo si è visto anche nei giorni di maggiore volatilità: nel momento in cui la situazione si stabilizzava, le nuove emissioni che arrivavano sul mercato erano sottoscritte oltre le cinque volte. Penso che questo interesse sia un termometro chiave per misurare lo stato di salute dell'interesse nei confronti dell'asset class. Inoltre, per le emissioni finanziarie si prevede nei prossimi anni un'offerta netta molto contenuta, in alcuni casi persino negativa per specifici livelli di seniority. In questo contesto, emerge anche il timore di ridurre troppo l'esposizione: uscire dal mercato può infatti rendere difficile rientrare successivamente su livelli analoghi».

Ma il livello degli spread costituisce una buona protezione per affrontare fasi turbolente di mercato?

«Yield assoluti così elevati e fondamentali solidi ci fanno essere costruttivi anche a questi livelli di spread, in particolare sulla parte investment grade, che presenta minore volatilità rispetto ai governativi. Anche in caso di un lieve deterioramento, il quadro complessivo non cambierebbe in modo significativo: gli spread corporate potrebbero confermare la loro resilienza rispetto ad altre asset class, come i titoli di stato, che potrebbero soffrire maggiormente in caso di aumento delle tensioni sui prezzi del greggio».

Come vi state posizionando sul mercato?

«Nel 2025, in termini di esposizione geografica, i portafogli presentavano

un sovrappeso sull'Europa, che nelle ultime settimane è stato in parte ridotto per incrementare la componente americana, anche alla luce del buon assorbimento delle consistenti emissioni degli hyperscaler. Per quanto riguarda il settore bancario, l'ultimo trimestre degli utili aziendali ha mostrato ancora una crescita del margine d'interesse, nonostante la discesa dei tassi. La nostra visione resta positiva, sostenuta da una redditività in aumento e sempre più diversificata. Questo aspetto è particolarmente evidente nelle banche della cosiddetta periferia europea, dove il peso del margine d'interesse nella generazione di utili è più contenuto rispetto al passato, a fronte di un aumento del contributo dai proventi da commissione e dall'attività di advisory. Riteniamo, inoltre, che la diffusione dell'utilizzo dell'intelligenza artificiale nelle banche spingerà a un ulteriore contenimento dei costi».

Lei opera su un mercato che negli ultimi anni ha beneficiato di vento in poppa: dai fondamentali agli aspetti tecnici. C'è qualcosa che la preoccupa?

«Il conflitto in Medio Oriente viene visto da alcuni come l'evento che porterà a una ripetizione di quanto successo nel 2022, ma non è il nostro scenario di base. Dal nostro punto di vista, ciò che contraddistingue la guerra in Medio Oriente rispetto all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia è l'atteggiamento delle banche centrali che mostrano di avere maggiore consapevolezza dei possibili scenari che si possono evolvere e dei rischi che si possono incontrare. In particolare, le recenti dichiarazioni della Banca Centrale Europea sono sembrate piuttosto chiare in questa direzione. Per quanto riguarda la Fed, resta il tema della pressione politica, ma riteniamo che la guida dell'istituto possa mantenere un adeguato grado di indipendenza. Il principale elemento di attenzione rimane un'eventuale ulteriore escalation sul fronte energetico, che potrebbe incidere in modo più significativo sullo scenario complessivo».

«Un approccio relative value nei confronti del debito emergente»



GIULIA PELLEGRINI
lead portfolio manager Em
fixed income
Allianz Global Investors

Allianz 
Global Investors

Il conflitto nel Golfo sta creando molta volatilità sui mercati. Come si posizionano i portafogli in questo scenario?

«Nelle ultime settimane una situazione in continua evoluzione ed erratica ha reso difficile trovare una coerenza in quanto sta accadendo e anche nelle reazioni dei mercati. Ciò che notiamo è un'apparente volontà da parte degli Stati Uniti di smorzare le tensioni. Stati Uniti/Israele da una parte e Iran dall'altra hanno raggiunto un accordo per un cessate il fuoco di due settimane per potere negoziare un eventuale accordo di pace. Dopo l'impegno a una riduzione delle ostilità, bisogna ora vedere se verranno annunciate efficaci modalità di apertura al traffico internazionale delle merci nello Stretto di Hormuz. Se così fosse, allora la debolezza dei mercati, emergenti compresi, potrebbe non solo rientrare completamente, ma dare il la a una ripresa vigorosa, così come abbiamo visto che le prime reazioni dei mercati all'annuncio del cessate il fuoco sono molto positive. Se, però, così non succedesse, o perché si manifestasse una nuova escalation, o perché di fatto la circolazione del petrolio non riprendesse, allora le conse-



guenze potrebbero essere più pesanti. All'interno dell'asset class emergente, sarebbe comunque necessario fare alcune distinzioni tra paesi esportatori e paesi importatori di greggio: ognuno dei due gruppi rappresenta circa il 50% del totale degli emerging. Al momento, preferiamo identificare le inefficienze temporanee dei prezzi tra titoli correlati e investire in quelli relativamente sottovalutati (approccio relative value) all'interno degli esportatori di greggio. Quanto descritto è la strategia che abbiamo implementato, ad esempio, all'interno della nostra soluzione che investe nel debito sovrano emergente in valuta forte».

Qual era il vostro posizionamento nel debito emergente a inizio anno?

«Avevamo iniziato l'anno con un'esposizione complessivamente neutrale, perché era già presente il rischio che scoppiasse un conflit-

to nel Golfo e gli spread si erano già ristretti molto, quasi vicini ai minimi storici. Quando sono iniziate le ostilità abbiamo ruotato il portafoglio in modo da avere una maggiore esposizione ai paesi esportatori di greggio, senza modificare il livello di rischio che è rimasto neutrale. Questa operazione non solo ci ha aiutati a navigare le turbolenze di mercato, ma ci ha anche premiati per avere posizioni in paesi come la Nigeria, l'Angola, la Colombia o l'Ecuador. Se i flussi di petrolio non ritornassero alle condizioni pre-conflitto, si potrebbe passare da una situazione di preoccupazione per il potenziale impatto dell'aumento dei prezzi energetici sull'inflazione a un'altra di timore per la crescita globale, cui sono molto legati i corsi dei mercati emergenti. In questo caso, le ricadute su questa classe di attivo sarebbero maggiori, con gli high yield tra i più colpiti: ci sono i paesi di frontiera che verrebbero posti sotto esame in maniera più significativa. Alla fine, quan-

to è successo a marzo al debito emergente non sorprende: di fatto, da quando la guerra è scoppiata, c'è stato un riprezzamento generalizzato della curva dei rendimenti, sia nelle aree sviluppate, sia in quelle emergenti, con la parte a breve termine che è salita per le preoccupazioni di ritorno dell'inflazione. Se la situazione si deteriorasse nuovamente, provocando una diminuzione della crescita e disavanzi fiscali superiori per l'aumento delle spese per la difesa a fronte di minori entrate (come nel caso degli Stati Uniti), ecco che pure la parte a lungo termine della curva dovrebbe muoversi al rialzo. Tuttavia, l'annuncio di un cessate il fuoco e di un'apertura delle negoziazioni ha ridotto la probabilità di questo potenziale scenario e la reazione immediata dei mercati è stata di deprezzare una buona parte degli aumenti dei tassi di interesse che erano stati incorporati in molte curve locali dei paesi emergenti dall'inizio del conflitto».

Qual è la situazione delle economie del Golfo?

«Si trovano in una condizione intermedia: rientrano tra le economie esportatrici di petrolio, ma sono anche nell'epicentro del conflitto. Ne consegue che, nonostante il rimbalzo del prezzo del greggio sia un fattore positivo, questi paesi non ne hanno beneficiato appieno proprio per i bombardamenti subiti. Un quarto della produzione saudita è chiuso, così come quasi tutti gli impianti di gas del Qatar. Si parla di circa 11 milioni di barili al giorno, ossia circa l'intera produzione dell'Arabia Saudita, che sono andati persi. Prima che gli scontri iniziassero, queste erano economie relativamente sane, con disavanzi fiscali generati da programmi pluriennali di investimenti per diversificare le loro attività, che emettevano regolarmente debito sui mercati. Alla luce di quanto sta succedendo, il quadro si complica per realtà che negli ultimi anni, grazie ai combustibili fossili, avevano visto crescere le loro economie, attirare investimenti privati e risorse umane, grazie anche a una stabilità politica e sociale. In termini di decisioni d'investimento, noi eravamo già sottopesati in questa regione, per considerazioni di carattere soprattutto tecnico, vista l'elevata offerta di obbligazioni che, a nostro parere, andava a pesare sui prezzi».

Come si sono mossi gli spread nel frattempo?

«Il movimento è stato contenuto, una trentina di punti base: si è passati da circa 260

a 290, prima e dopo lo scoppio della guerra. Il mercato ha infatti prezzato un conflitto di durata relativamente corta, con un aumento del prezzo del greggio molto veloce, ma che sarebbe gradualmente rientrato in prossimità di un accordo tra le parti e con l'apertura dello Stretto di Hormuz. Logicamente la componente high yield ne ha risentito di più rispetto a quella investment grade, mentre per quanto riguarda le aree geografiche, ad avere sofferto maggiormente sono stati il Medio Oriente e le emissioni più esotiche con rating più bassi. Queste ultime sono quelle che nelle fasi di maggiore tensione vengono solitamente ridotte o vendute nelle operazioni di abbassamento del rischio di portafoglio e, in questo caso, a maggiore ragione, visto che tra queste obbligazioni alcune avevano avuto una performance decisamente positiva nell'ultimo anno, con una forte riduzione degli spread. Crediamo che le prossime settimane saranno decisive per avere chiarezza sulle evoluzioni della situazione e per capire se la crescita sarà o meno impattata. In caso affermativo, pensiamo che a essere colpiti saranno soprattutto i titoli di debito in valuta forte, visto che la curva dei tassi locali ha già scontato una ripresa dell'inflazione. È proprio questo il canale che si dimostra più reattivo all'aumento del costo della vita, mentre quello in valute forti è più sensibile alla crescita dell'economia globale. Ovviamente dipenderà anche da quanto l'attuale euforia generata dall'accordo sul cessate il fuoco riprezzi tutto il comparto emergente per allora».

Se si concretizzasse lo scenario più benigno, quali sarebbero le aree geografiche

che preferirebbe?

«In termini relativi, l'America Latina rimane la regione più attrattiva, anche in uno scenario negativo. È un continente più isolato dal conflitto, gode di diverse risorse energetiche e al suo interno c'è un buon mix tra paesi importatori ed esportatori. Inoltre, il riprezzamento delle curve cui si è assistito in paesi come il Brasile offre un'opportunità per la creazione di valore, visti i livelli di acquisto. Quest'anno il Paese andrà alle elezioni; tendenzialmente le coalizioni di destra tendono ad avere una gestione migliore dei conti pubblici e dell'economia, ma non è una regola visto che l'amministrazione di Lula ha fatto registrare un saldo primario quasi neutrale e non ha fatto per nulla peggio di quella precedente di Bolsonaro. Va detto, però, che nel Paese c'è una forte presenza di investitori domestici, che sono attori determinanti del mercato del reddito fisso, il cui giudizio sull'attuale presidenza non è positivo e, di conseguenza, condiziona alcuni comportamenti della curva obbligazionaria. Attualmente il nostro portafoglio è ben posizionato nel caso di chiusura del conflitto ed effettiva riapertura dello Stretto di Hormuz in un arco di tempo molto limitato: l'approccio relative value dovrebbe premiarci e la stabilizzazione dei tassi locali potrebbe aiutare la performance e farci recuperare quanto perso allo scoppio delle turbolenze. Ma è inutile dire che, nel caso di un quadro che si deteriorasse, tutta questa classe di attivo verrebbe impattata e ne soffrirebbero probabilmente anche i flussi che nell'ultimo periodo sono stati in entrata. In queste circostanze, ci troveremo ad aumentare ulteriormente la liquidità già presente in portafoglio e la presenza di emittenti investment grade».



«È necessaria una selettività dinamica»



GIULIANO PALUMBO
lead fixed income
Euromobiliare
Asset Management Sgr

E EUROMOBILIARE
ASSET MANAGEMENT SGR

Investire nel reddito fisso, oggi, vuole dire considerare solo il carry?

«In un regime di mercato in cui la correlazione tra variabili macroeconomiche e stabilità degli spread sembra farsi più complessa, l'idea che l'investimento obbligazionario possa ridursi alla mera cattura del carry è difficilmente sostenibile. Sebbene i rendimenti nominali abbiano raggiunto livelli attrattivi, la presenza di shock esogeni e trasformazioni strutturali impone una valutazione articolata del total return. Credo che questa sia la fase della selettività dinamica: il rendimento cedolare è condizione necessaria, ma non sufficiente, per navigare in un mercato in cui l'inflazione, il debito pubblico e l'instabilità legata all'Operazione "Epic fury" si intrecciano. Il carry funge da scudo contro la volatilità, ma è un rischio considerarlo un rifugio statico, date le valutazioni degli spread estremamente care rispetto ai range decennali. L'instabilità nello Stretto di Hormuz suggerisce che non tutti i carry sono uguali: bisogna distinguere tra settori resilienti e quelli vulnerabili allo shock energetico. Contrariamente a quanto sta accadendo oggi, credo che la duration possa tornare desiderabile come polizza assicurativa:

in caso di rallentamento economico, i titoli di stato a lunga scadenza potrebbero controbilanciare le correzioni degli asset rischiosi. Per il credito e degli emergenti, invece, il carry appare elevato ma insidioso. I comparti software e Ai vivono una forte dispersione nei momenti in cui il rischio di obsolescenza del modello di business sembra reale. In Europa, il comparto Ig offre un carry "difensivo" giustificato dai fondamentali, mentre l'Hy appare "opportunistico", minato da un lieve deterioramento qualitativo. Pertanto, credo che l'investitore dovrebbe integrare la cedola con una gestione attiva della duration e il monitoraggio della

qualità fondamentale. Il carry oggi non deve essere il traguardo, ma la base per navigare in un mondo dove la stabilità delle rotte e dei modelli tecnologici non è più scontata».

Dove cercare valore nel 2026: governativi, credito o mercati privati?

«A mio parere, la ricerca di valore nel 2026 impone una distinzione netta tra sicurezza dei flussi e premi per l'illiquidità. È d'obbligo riconsiderare il ruolo dei governativi, la cui funzione storica di stabilizzatori è messa alla prova da dinamiche inflative e fiscali senza precedenti. Lo shock energeti-



co ha innescato una correlazione positiva tra inflazione e tassi, riducendo l'efficacia dei titoli di stato come diversificatori. In questo contesto, il credito investment grade sembra un sostituto naturale dei governativi, con rendimenti all-in storicamente elevati (sia in Usa, sia in Europa) e bilanci solidi capaci di assorbire i costi. Al contrario, nell'Hy la selettività è imprescindibile per evitare emittenti vulnerabili all'irrigidimento del finanziamento».

E nei mercati privati?

«Il credito privato affronta un ciclo di default atipico. Dal mio punto di vista, il valore risiede nella cattura di premi per l'illiquidità, ma la fiducia è scossa da un'ondata di riscatti senza precedenti che ha costretto i gestori ad attivare "redemption gate". La stabilità del comparto dipende ora dalla trasparenza: i prezzi obsoleti creano un pericoloso vantaggio per chi esce per primo. La frontiera del valore si sposta verso infrastrutture critiche per l'indipendenza energetica, dove la qualità fondamentale resta l'unica difesa contro il deterioramento della qualità del credito, spesso mascherato dal ricorso a pagamenti di interessi di tipo payment-in-kind (Pik)».

Se l'intelligenza artificiale tradisse le attese, siamo pronti a un credit crunch tecnologico?

«L'eventualità che l'AI non soddisfi le attese di monetizzazione sta prefigurando tensioni significative, agendo come fenomeno settoriale più che sistemico. Il mercato riflette già una sensibilità ai rischi di disintermediazione, specie nel debito privato, nel quale il settore software rappresenta circa un quarto dei portafogli, con una leva finanziaria preoccupante e coperture degli interessi ai minimi. Un tradimento delle attese sull'AI potrebbe accelerare la compressione dei multipli, portando l'equity degli sponsor in territorio negativo. In tale scenario, il tasso di default nel direct lending potrebbe salire drammaticamente, alimentato da emittenti legati a promesse di produttività non realizzate.

La resilienza poggia sulla natura bilaterale del credito privato, che consente rinegoziazioni per evitare contagi istantanei; tuttavia, il crescente utilizzo di interessi Pik suggerisce che lo stress reale sia superiore ai tassi di default ufficiali. Dal mio punto di vista, un rischio sistemico latente risiede nell'opacità delle valutazioni: se i prezzi dei prestiti software non riflettono le nuove realtà tecnologiche, l'incentivo ai riscatti speculativi potrebbe travolgere le strutture semi-liquide. Mitigare un "credit crunch" hi tech richiederà non solo bilanci solidi, ma una convergenza verso pratiche di valutazione più frequenti, eliminando il vantaggio del primo arrivato in un mercato dove i fondi distressed vedono già la più grande opportunità dal 2008».

Il debito emergente, in questa fase di mercato, è ancora appetibile?

«In un contesto segnato dall'escalation del conflitto in Medio Oriente e dalla riconfigurazione dei flussi globali, l'appetibilità del debito emergente dipende dalla distinzione tra nazioni esportatrici e importatrici di materie prime. Non credo sia più possibile guardare a questa asset class come a un blocco unitario, poiché lo shock energetico agisce da catalizzatore di una profonda divergenza nei fondamentali. A livello globale, gli investitori mantengono cautela, con un posizionamento sottopesato che riflette il timore di deflussi persistenti. La resilienza del debito emergente risulta subordinata alla capacità dei singoli paesi di resistere alla combinazione di dollaro forte e prezzi del petrolio elevati. Ritengo che sussista un interesse selettivo verso nazioni legate ai materiali per la trasformazione tecnologica o capaci di attrarre flussi per la diversificazione dal biglietto verde. Al contrario, per i paesi importatori netti, la dipendenza dal Golfo introduce rischi di stagflazione. Passando al credito corporate, l'appetibilità resta legata alla generazione di cassa. Sebbene le cedole siano invitanti, in settori ad alta intensità energetica il premio per il rischio non mi sembra ancora congruo. Il debito emergente mantiene rilevanza strategica, ma la sua attrattività si è spostata da una logica di

puro rendimento a una di adattamento strutturale».

In un quadro di tassi d'interesse stabilmente elevati e costi dell'energia in risalita, i fondamentali delle aziende globali sembrano mostrare una tenuta inaspettata. Si può parlare di una nuova resilienza strutturale dei bilanci?

«In uno scenario di tassi restrittivi e rincari energetici, la resilienza dei bilanci societari si delinea come una dinamica strutturale supportata da evidenze concrete. Dal mio punto di vista, vivremo una fase di metamorfosi della solidità aziendale, dove la generazione di cassa sembra avere superato la sfida del costo del capitale grazie a efficienza operativa e investimenti strategici. I fondamentali del credito mostrano traiettorie incoraggianti, con flussi di cassa operativi che permettono di sostenere strutture di capitale più onerose. Questo rafforzamento della capacità di servizio del debito agisce come un ammortizzatore contro la volatilità degli spread, offrendo una protezione intrinseca contro il rallentamento del ciclo economico. Anche in Europa, i dati confermano una stabilità inaspettata: i principali indicatori suggeriscono un miglioramento della leva finanziaria e una liquidità su livelli decisamente salutari. Nonostante il rialzo del costo per interessi, la disciplina nel deleveraging ha creato basi solide per affrontare l'instabilità legata al conflitto in Medio Oriente. Credo che un fattore determinante di questa tenuta sia la gestione della liquidità di bilancio estremamente prudente. La disciplina nel rifinanziamento anticipato ha allungato le scadenze medie, riducendo l'esposizione ai tassi correnti. Tuttavia, questa stabilità riflette una marcata divergenza: mentre l'investment grade può beneficiare di ammortizzatori solidi, il segmento del credito a leva continua a trovarsi in una fase di "stress silenzioso". Penso che la forza dei bilanci risieda, dunque, nella capacità di distinguere la resilienza reale da una fragilità mascherata in un mondo dove il capitale ha un costo reale».

Crescita vorticososa, ma tante incognite

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

Il mercato dei data center sta attraversando una fase di espansione accelerata, trainata dalla convergenza di cloud, Ai generativa, carichi di lavoro (workload) di training e inferenza, 5G, Iot e requisiti crescenti di sovranità del dato. La dimensione del ciclo d'investimento è ormai tale da configurare il comparto come infrastruttura critica della nuova economia digitale: la spesa It globale per data center è prevista in crescita da 329 miliardi di dollari nel 2024 a 1.100 miliardi nel 2029, con la possibilità di superare 1 trilione di dollari nei prossimi quattro o cinque anni, con una domanda globale in aumento tra il 12% e il 15% del Cagr nel 2023-2030, verosimilmente per effetto dell' Ai.

Dal lato della struttura competitiva, il mercato è dominato da due blocchi. Il primo è gli hyperscaler, guidati da Aws, Google Cloud e Microsoft Azure, che operano con asset proprietari e assorbono una quota crescente della domanda Ai, mentre il secondo blocco è costituito dai grandi operatori di colocation e interconnessione, con Equinix e Digital Realty tra i player più rilevanti, atti-

vi, sia nel colo tradizionale, sia nelle soluzioni hyperscale dedicate.

La traiettoria di crescita è spiegata soprattutto dall' Ai. Bloomberg Intelligence stima che l'economia della generative Ai possa raggiungere 1,3 trilioni di dollari di ricavi entro il 2032, con il solo mercato del training a 471 miliardi; inoltre, i ricavi cloud degli hyperscaler legati alla GenAi potrebbero arrivare a 309 miliardi di dollari con Cagr del 54%. Questa dinamica implica maggiore intensità computazionale, più domanda di Gpu, networking, storage e, a valle, più capacità data-center.

Il lato europeo e italiano mostra un mercato meno maturo dei grandi hub, ma in rapido consolidamento. Nel 2024 in Italia sono stati attivati nuovi data center per 75 Mw It, portando il totale nazionale a 513 Mw It, pari a una crescita del 17% anno su anno. Milano si conferma il polo dominante con 238 Mw It e una crescita del 34%, davanti a Madrid (172 Mw) e Varsavia (142 Mw), ma ancora distante da Londra (1.141 Mw), Amsterdam (761 Mw) e Francoforte (713 Mw).

ANALISI SWOT

Punti di forza - Il settore beneficia di driver strutturali potenti: crescita di cloud e Ai, aumento del traffico dati, edge computing, digitalizzazione enterprise e necessità di bassa latenza. Le analisi sottolineano che il Nord America resta dominante con oltre il 50% della capacità hyperscale globale, ma Apac ed Europa stanno ampliando rapidamente la pipeline.

Debolezze - Il business è estremamente ad alta intensità di capitale e di energia, sempre più vincolato da tempi, disponibilità di suolo, accesso alla rete e complessità esecutiva. Diverse fonti mostrano chiaramente che potenza elettrica, raffreddamento e la disponibilità di terreno rappresentano oggi i veri colli di bottiglia strutturali.

Opportunità - Le opportunità più evidenti sono quattro: espansione hyperscale Ai-ready, crescita del colocation premium, sviluppo di edge node per inferenza e use case real-time, e valorizzazione energetica attraverso rinnovabili, sistemi di raffreddamento avanzato e, nel medio termine, nucleare Smr.

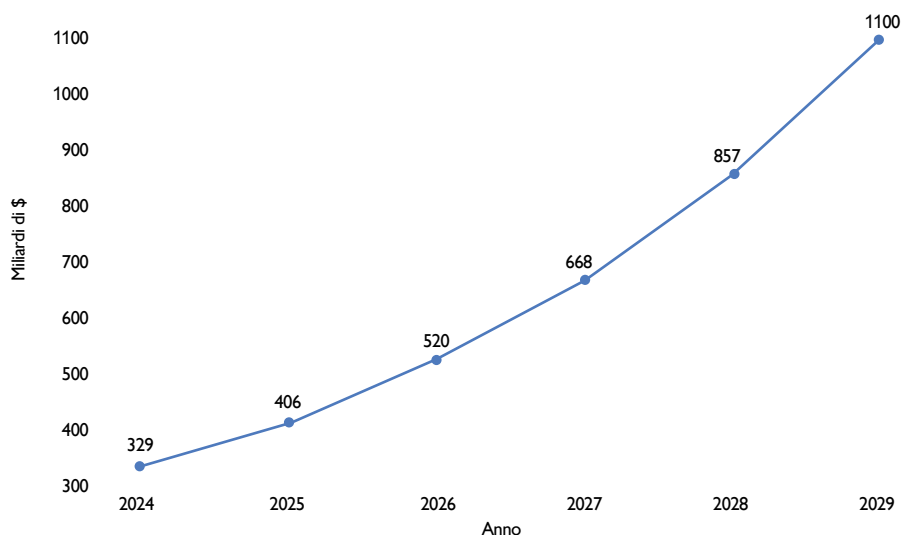
Minacce - Le minacce principali sono il costo e la disponibilità dell'energia, la regolamentazione ambientale, il cyber risk, le tensioni geopolitiche sulle catene di fornitura dei semiconduttori e il rischio di eccesso di costruzione locale in caso di domanda meno lineare del previsto. Viene segnalato, inoltre, che la struttura hardware dei data center potrebbe cambiare in modo sostanziale sotto la spinta dei nuovi acceleratori e dell'inferenza Ai.

RISCHI GEOPOLITICI

Tra i principali fattori di rischio emerge innanzitutto la forte dipendenza del settore da una catena di fornitura dei chip Ai ancora molto concentrata, sia dal punto di vista geografico, sia da quello tecnologico. Ciò rende il mercato dei data center particolarmente esposto a eventuali tensioni internazionali, interruzioni produttive o rallentamenti nelle forniture di componenti strategici.

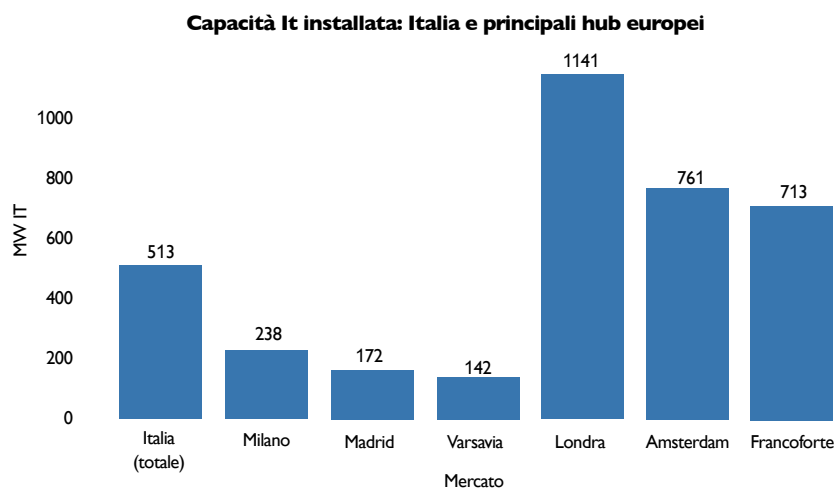
Un secondo elemento critico riguarda l'energia. Lo sviluppo di nuovi data center richiede grandi quantità di potenza elettrica, tempi rapidi di connessione alla rete e un accesso

FIGURA 1 - SPESA IT GLOBALE PER DATA CENTER, 2024-2029



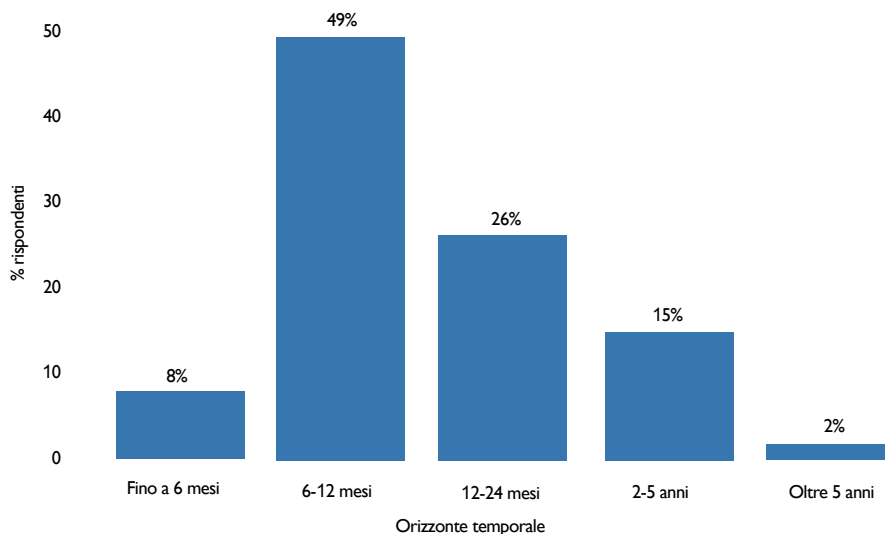
Fonte: Pan American Finance / Alchemy Research, su dati Gartner e Dell'Oro.

FIGURA 2 - CAPACITÀ IT INSTALLATA: ITALIA E PRINCIPALI HUB EUROPEI



Fonte: RINA Prime, Report 2025 sul mercato dei data center in Italia.

FIGURA 3 - ORIZZONTE DI VISIBILITÀ DELLA DOMANDA NEI DATA CENTER



Fonte: AxiPartners, 2026 Data Center Market Outlook, Figura 1.

Crescente a fonti rinnovabili. Quando questi fattori non sono disponibili con sufficiente rapidità, i costi aumentano e gli investimenti tendono a spostarsi verso aree considerate più accessibili o meno congestionate.

C'è poi un tema normativo sempre più rilevante. La gestione dei dati, la tutela della privacy, la trasparenza degli algoritmi, la proprietà intellettuale e l'evoluzione delle regole sull'intelligenza artificiale possono rallentare i progetti, aumentare la complessità operativa e influenzare la localizzazione degli investimenti. Infine, cresce il peso della cybersecurity. Con l'espansione di cloud, edge computing e dispositivi connessi, aumenta anche la superficie di attacco. Di conseguenza, la sicurezza non è più solo un requisito tecnico, ma una condizione essenziale per garantire continuità operativa, affidabilità delle infrastrutture e protezione dei dati.

TRE SCENARI DI EVOLUZIONE DEL MERCATO CON TECNICA DELLE IPOTESI IN COMPETIZIONE

Scenario A – Accelerazione ordinata.

Ipotesi dominante: la domanda Ai resta forte, l'inferenza si diffonde, le reti si espandono abbastanza rapidamente e gli operatori riescono a finanziare nuova capacità senza forti ritardi. È lo scenario più coerente con la crescita della spesa globale, con il boom del training Ai e con la capacità degli hyper-scaler di monetizzare la GenAi su scala cloud.

Scenario B – Collo di bottiglia energetico e normativo.

Ipotesi dominante: la domanda esiste, ma autorizzazioni, connessioni elettriche, di-

sponibilità di terreni e pressione Esg rallentano la conversione della pipeline in capacità operativa.

Gli investimenti si spostano geograficamente, i rendimenti salgono per gli asset già connessi e il mercato premia chi controlla energia e interconnessione. Questo scenario è coerente con i richiami ai limiti della rete, alla sostenibilità e allo spostamento verso Tier 2.

Scenario C – Ricalibrazione tecnologica.

Ipotesi dominante: la domanda non scompare, ma cambia forma.

L'inferenza prevale sul training, l'architettura silicon si modifica, cresce l'edge e una parte della capacità progettata per il training puro viene riconfigurata. AlixPartners rileva che il 98% degli intervistati vede l'AI inferencing come fattore chiave della crescita futura e il 72% si attende un'architettura silicon diversa da quella attuale; solo il 37% ritiene che la domanda creata dal training continuo degli Llm durerà in maggioranza.

Lo scenario oggi più plausibile non è l'accelerazione, ma una combinazione tra scenario B e scenario C: domanda robusta, ma con forte frizione lato energia/rete e con mutamento del mix tecnologico da training a inferenza. In altri termini, il mercato appare bullish sul lungo periodo, ma più complesso da eseguire e meno lineare da prevedere nel breve.

CONCLUSIONE

La tesi di investimento sul mercato dei data center resta positiva. Tuttavia, il vantaggio competitivo si sta spostando: non basta più costruire metri quadrati tecnici; biso-



gna controllare energia, tempi autorizzativi, supply chain hardware, efficienza di raffreddamento, interconnessione e capacità di adattarsi ai carichi di lavoro Ai. I vincitori saranno gli operatori che sapranno trasformare un asset immobiliare-tecnologico in una piattaforma infrastrutturale flessibile, energeticamente difendibile e pronta per la transizione da training a inferenza. Per l'Italia, il posizionamento è promettente, ma ancora intermedio: Milano è un hub in crescita, ma il salto di scala richiederà più potenza disponibile, maggiore velocità autorizzativa e una strategia energetica nazionale coerente con la forte espansione del settore.

TABELLA 1- MATRICE DI INCOERENZA

Indicatore	Scenario A	Scenario B	Scenario C
Spesa It globale data center 2024-2029 in forte crescita	+1	0	+1
Domanda Ai/training molto intensa	+1	0	-1
Inferenza come driver principale	0	0	+1
Visibilità della domanda sotto 12 mesi	-1	+1	+1
Vincoli di rete/energia e costi elevati	-1	+1	0
Shift investimenti da Tier 1 a Tier 2	0	+1	+1
Ruolo crescente di nucleare/energia decarbonizzata	+1	+1	0
Maggior rilievo di edge e architetture alternative	0	0	+1

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





Il rischio digitale ridisegna rischi e opportunità

Il tema urgente per chi gestisce e detiene capitali è come cavalcare la rivoluzione algoritmica senza subirne i rischi nascosti. In questo contesto, è importante comprendere che tokenizzazione, finanza decentralizzata (Defi) e sicurezza del rischio non sono più un vezzo da specialisti, bensì il requisito minimo per decidere se il proprio patrimonio abiterà nella nuova geografia del cyberspazio da protagonista o da bersaglio.

Sempre in questi giorni, si è detto molto sul rischio cyber iraniano. A tale riguardo occorre ricordare che l'Iran è stato il primo paese a sperimentare sulla propria pelle la trasformazione del conflitto digitale in realtà fisica: con Stuxnet, il codice è diventato arma. Infatti, il worm è stato progettato esclusivamente per colpire la centrale nucleare di Natanz, in Iran, dove ha infettato i sistemi di controllo industriale

(Plc Siemens) che gestivano le centrifughe per l'arricchimento dell'uranio. È altrettanto singolare che da quello stesso Paese provenga l'unica donna ad aver ottenuto la Medaglia Fields, premio considerato il Nobel della matematica, quasi a ricordare che il futuro del cyberspazio appartiene sì agli algoritmi, ma anche alla capacità umana di comprenderli e orientarli.

Questo paradosso segna il passaggio da una percezione "analogica" del rischio a una dimensione in cui il codice può sabotare infrastrutture, alterare processi industriali e, per estensione, ridisegnare gli equilibri di interi settori economici. Per l'investitore, significa che la protezione del capitale passa sempre più dalla robustezza dei sistemi digitali e dalla qualità delle menti che li progettano, non soltanto dalla solidità di bilancio delle aziende in portafoglio.



RISCHIO DIGITALE E CINDINICA

Il cyberterrorismo non è improvvisazione né mera pirateria: è la manifestazione di un'intelligenza organizzata, sostenuta da modelli matematici di straordinaria complessità. Il caso iraniano dimostra che la dimensione digitale è ormai terreno strategico globale, dove la resilienza di una nazione si misura nella capacità di coniugare scienza, sicurezza e cultura del rischio. In questo contesto si inserisce l'approccio della nuova cindinica, ossia la nuova scienza del rischio, ribattezzata "sicurezza del rischio", con una domanda in crescita spaventosamente simile a quanto avviene nella finanza algoritmica. Per chi gestisce patrimoni, l'analogia è evidente: come nel cyberspazio, anche nei mercati la differenza fra vulnerabilità e robustezza si gioca sulla qualità dei modelli matematici e sulla loro comprensione critica, non sulla loro mera adozione passiva.

La cindinica introduce una visione sistemica del rischio: non si tratta di eliminarlo (non è possibile), ma di mappararlo, misurarlo e governarlo con metodo scientifico. Applicata alla finanza, questa disciplina suggerisce che i portafogli più robusti non sono quelli privi di rischio, bensì quelli in cui il rischio è stato identificato, quantificato e allocato consapevolmente. Un approccio che, in un mercato sempre più algoritmico, richiede competenze trasversali: dalla matematica all'etica, dalla tecnologia alla regolamentazione.

IL PATRIMONIO DIVENTA CODICE

La tokenizzazione è definita come un processo di conversione dei diritti di proprietà di un asset in token digitali memorizzati su una blockchain. Questa tecnologia sta trasformando il modo in cui concepiamo proprietà e trasferimento di valore. Attraverso la tokenizzazione, asset tradizionalmente non-liquidi, come immobili, opere d'arte o infrastrutture, possono essere frazionati in unità più piccole e facilmente scambiabili, aprendo così spazi nuovi per asset allocation e diversificazione di portafoglio.

Questo processo democratizza l'accesso agli investimenti, permettendo anche a investitori non istituzionali di entrare in mercati prima riservati alle grandi ricchezze, riducendo al contempo i costi di transazione e aumentando la trasparenza. La svizzera Sygnum Bank, è stata tra i pionieri in questo campo: ha tokenizzato un portafoglio di opere d'arte del valore di oltre 50 milioni di euro, consentendo di acquistare frazioni di capolavori di Picasso e Modigliani con investimenti minimi di 1.000 euro. In questo modo, la logica del collezionismo si trasforma in logica di portafoglio e l'arte diventa asset class accessibile.

Ciò significa che la frontiera dell'investimento si sposta: non più soltanto azioni, obbligazioni e fondi, ma quote di capolavori, di immobili commerciali, di infrastrutture energetiche. Il tutto con

la liquidità garantita dalla blockchain e la trasparenza degli smart contract. Un cambiamento strutturale che merita attenzione, con la consapevolezza che nuovi strumenti portano con sé nuovi rischi e che la cultura del rischio, ancora una volta, è la chiave discriminante.

DEFI: ANCHE INCLUSIONE

La stessa infrastruttura che rende possibile la tokenizzazione è alla base della finanza decentralizzata, che promette un accesso più ampio a strumenti di investimento e credito attraverso piattaforme digitali globali. In teoria, questo ecosistema può favorire una maggiore inclusione finanziaria, abbattendo barriere di ingresso e costi, e rendendo più semplice mettere al lavoro piccoli capitali. Per l'investitore privato, però, la complessità dei protocolli, il linguaggio tecnico e la rapidità con cui nascono e muoiono i progetti rendono difficile distinguere l'innovazione sostenibile dalla moda passeggera. In questo contesto, il vero rischio non è soltanto tecnologico o di mercato, ma di muoversi da soli, senza un'intermediazione qualificata capace di filtrare, selezionare e tradurre le opportunità in soluzioni coerenti con il profilo di rischio del cliente.

La combinazione di tokenizzazione e nuovi strumenti digitali può aprire il portafoglio ad asset prima inaccessibili e a forme di reddito alternative, ma richiede un salto di qualità nella cultura del rischio. Il punto non è "essere o non essere" nella Defi, bensì comprendere come queste tecnologie possano essere integrate, con misura, dentro una strategia di lungo periodo.

Al centro di questo salto non c'è la tecnologia in quanto tale, ma la matematica che ha trasformato il rischio in oggetto di studio rigoroso e misurabile, dalla nuova cindinica alla finanza quantitativa. È qui che il consulente finanziario torna al centro: la vera minaccia non è l'innovazione in sé, ma l'assenza di una guida capace di leggere i modelli, comprendere gli algoritmi che sorreggono i prodotti e tradurre questa complessità in scelte comprensibili. In un mondo in cui il rischio è scritto nelle formule prima che nei prospetti, il vantaggio competitivo del risparmiatore non è l'improvvisazione, ma la qualità di chi sa fare parlare i numeri.

La conversione di Mr. Keynes

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

Accade a pochi di avere così tanti eredi: keynesiani storici, post-keynesiani, neokeynesiani. Occorrono la personalità poliedrica e le doti scientifiche di John Maynard Keynes, il grande economista britannico che ha segnato un'epoca, conosciuto anche da chi non si occupa direttamente di economia o di finanza. Nacque a Cambridge, luogo in cui si formava la classe dirigente del Regno Unito, nel 1883 da una famiglia poco convenzionale. Il nonno paterno John era nato a Salisbury e da semplice impiegato era diventato un famoso vivaista realizzando una notevole fortuna. La madre Florence Ada Brown, attivista e storica, invece, fu una delle prime laureate dell'epoca e a 70 anni divenne persino sindaco di Cambridge. Suo padre John Neville era un celebre docente di Logica e di Economia, au-

tore di due testi all'epoca molto conosciuti. Al primogenito, seguendo una tradizione di famiglia, venne imposto il nome di battesimo di John (anche il bisnonno paterno si chiamava così), cui venne aggiunto Maynard, un predittivo termine di origine germanica che vuol dire forte, coraggioso e così, semplicemente, venne sempre chiamato in famiglia. Studente brillante a Eton e poi al King's College della città natale, non era però il classico accademico da biblioteca. Fu anzi uno degli animatori del londinese Circolo di Bloomsbury, un gruppo di intellettuali che esercitava il pensiero critico e anticonvenzionale e il gusto per la provocazione. Questa sua attitudine a non dare mai nulla per scontato fu la sua vera bussola, sia quando scriveva di moneta, sia quando si trovava a gestire capitali sul mercato.

LE FERITE DELLO SPECULATORE

La sua carriera decolla con gli incarichi al Tesoro durante la Grande Guerra. A Versailles, nel 1919, vede in anticipo il disastro: punire la Germania con riparazioni impossibili avrebbe distrutto l'equilibrio europeo. Si dimette per protesta e scrive "Le conseguenze economiche della pace", che lo rende una celebrità mondiale. È il primo a pubblicare una formulazione esplicita della condizione di "parità coperta dei tassi di interesse"

“ Keynes smise di rincorrere i cicli economici per diventare un pioniere di quello che oggi chiamiamo value investing ”

(Cip) e tra i primi a presentare prove empiriche sulla teoria della "parità del potere d'acquisto" (Ppp). Forte di queste enormi competenze tecniche, decide quindi di iniziare un'attività di specula-

* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

** Consulente finanziario iscritto all'Albo e Socio Professionale SIAT - Società Italiana Analisi Tecnica.

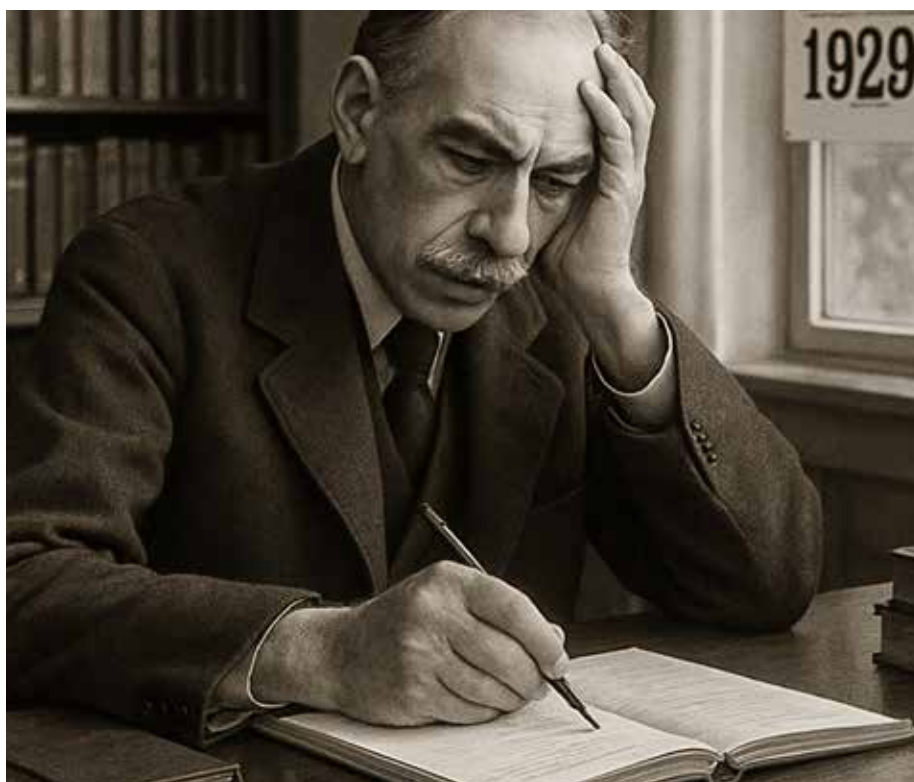
Il presente scritto è frutto di letture, studi e confronti tra gli autori. Il risultato impegna esclusivamente i medesimi, senza coinvolgere né rappresentare le aziende per cui lavorano.



FABRIZIO PIROLLI
esperto di formazione bancaria
e assicurativa



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario



zione sui cambi. Per farlo creò addirittura nel 1924 l'Independent Investment Trust, una struttura di investimento collettivo professionale e quotata in borsa, nata con la logica dei moderni fondi comuni. E, poiché si riteneva comunque uno studioso, associò in questa impresa, sia alcuni tecnici del mercato, come i broker O.T. Falk e Ian Macpherson, che erano le sue "braccia operative", sia i suoi parenti e i suoi amici del Circolo di Bloomsbury, convinto com'era che intellettuali "illuminati", guidati dalla teoria economica, potessero battere la City. Ma come andarono realmente le cose? Keynes sfruttò appieno il nascente mer-

cato a termine (forward) utilizzando un approccio alla speculazione valutaria di tipo discrezionale (opposto a quello tecnico), basato su una sofisticata analisi dei fondamentali economici e usando una leva finanziaria estrema. Da macroeconomista aveva intuito la direzione delle valute selezionate che poi, effettivamente, capitolarono; ma aveva sottovalutato la volatilità di breve periodo. Come ricostruisce Donatella Rossitto nel saggio "Keynes investitore e speculatore", nel maggio 1920 egli subisce una disfatta quasi totale e si ritrova in perdita di oltre 13.000 sterline, una somma enorme (circa un milione e mezzo di euro odier-

ni) che lo costringe a chiedere prestiti a familiari e amici per evitare il fallimento. Scrive allora da Roma alla madre: «Le ultime settimane sono state un disastro finanziario. Ho perso quasi tutto ciò che avevo guadagnato e anche di più. Mi sento un idiota per avere creduto di potere prevedere i capricci dei mercati valutari. Ma non preoccuparti: ho già iniziato a studiare un modo per rimettermi in piedi, stavolta con i piedi più piantati per terra».

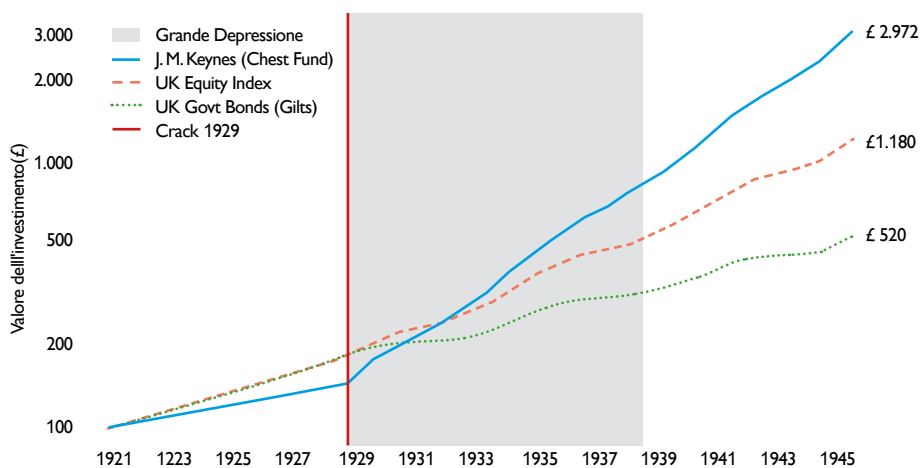
Si rifà, in effetti, tre anni dopo, quando il crollo del marco tedesco gli dà ragione; ma, agendo come un trader compulsivo (ci sono i telegrammi inviati ai suoi brokers a dimostrarlo), nel 1928 punta contro il dollaro, viene travolto dal mercato e arriva al crack del '29 quasi in bolletta! È uno speculatore ferito che inizia a capire che cercare di indovinare il futuro è un gioco troppo pericoloso.

UN'ANALISI ACCURATA

Che cosa era accaduto? In un articolo fondamentale pubblicato nel 2015 sul "Journal of Economic History" da Oliver Accominotti della London School of Economics e David Chambers, della Cambridge Judge Business School, gli autori, utilizzando un set di dati inedito (le quotazioni mensili dei prezzi d'acquisto e di vendita, sia a pronti, sia a termine, di tutte le principali valute del periodo tra le due guerre) hanno analizzato, utilizzando i documenti originali, i suoi risultati nel trading valutario nel ventennio 1919-1939. Che furono tutt'altro che buoni. Eppure, sottolineano i due studiosi, al Nostro sarebbe bastato utilizzare una o due strategie elementari di analisi tecnica, ben note tanto agli speculatori dell'epoca quanto a quelli moderni. La prima è il carry trade, il cui obiettivo è sfruttare la differenza di rendimento che una coppia di valute presenta in un certo momento per ottenere profitto. La seconda è il momentum, una strategia relativamente ancora più semplice da attuare, che consiste nello scommettere sulle valute che si sono apprezzate di recente contro quelle che hanno subito un deprezzamento.

Perché un economista tanto dotato non ebbe l'umiltà di scelte più semplici? Giorgio La Malfa fa notare un punto essenziale: per lui il successo finanziario

L'EVOLUZIONE DELLA STRATEGIA DI KEYNES



Elaborazione per approssimazione dei dati di Chambers e Dimson effettuata dagli Autori, che restano i soli responsabili di eventuali imprecisioni

(il cosiddetto “money motive”) non era semplice avidità. Era una ‘sfida di laboratorio’. Keynes pensava che se una teoria era corretta, doveva superare l'esame del mercato; il denaro non era un trofeo, ma la prova scientifica di avere compreso la realtà prima degli altri. Proprio da quel trauma nacque la sua consapevolezza più amara: «Il mercato può restare irrazionale molto più a lungo di quanto un investitore possa restare solvibile». La sua conversione iniziò con gli incarichi istituzionali. Maynard s'impegnò con diversa intensità in ben tre differenti compagnie assicurative: esercitò, infatti, un'influenza diretta sulle loro scelte come presidente della National Mutual e come membro attivo dei consigli di amministrazione della Provincial e della National Provident. In questi ruoli lottò per imporre una visione rivoluzionaria: l'abbandono della sicurezza illusoria dei titoli garantiti dallo stato a favore del rendimento reale delle azioni quotate. Quasi contemporaneamente divenne amministratore del Chest Fund (il ‘fondo dello scrigno’), che rappresentava la porzione di capitale libera o discrezionale del college dove si era laureato, distinta dalle donazioni vincolate a scopi specifici, generalmente investite in pascoli e immobili infruttuosi lasciati da qualche illustre ex alunno.

L'IMPORTANZA DEL VALORE

Qui avviene un cambio di marcia totale. Se nelle assicurazioni dovette lottare contro consigli di amministrazione restii a introdurre le azioni, nel suo college

ebbe mano libera. Lo studio fondamentale del già citato David Chambers e dal suo collega Elroy Dimson è stato pubblicato sul “Journal of Economic Perspectives” nel 2013. Usando i registri originali del King's i due hanno fatto ‘i conti in tasca’ al Nostro rivelando la sua abilità nella scelta di singole azioni. Analizzando i dati su base quantitativa e sottoponendoli a rigorosi test statistici e finanziari moderni hanno quantificato il suo rendimento anno medio attorno al 13,2%, contro il 10,4% del mercato britannico tra il 1921 e il 1946; in quel lasso di tempo le disponibilità del fondo crebbero da 30.000 a oltre 380.000 sterline. Il segreto? L'abbandono del market timing. Keynes smise di rincorrere i cicli economici per diventare un pioniere di ciò che oggi chiamiamo value investing. Invece di provare a capire cosa farà la folla (gli animal spirit che rese poi universalmente famosi), iniziò a selezionare singole aziende con dividendi generosi e bilanci solidi. Nelle sue relazioni per la Provident e per il college emerge il passaggio a una gestione concentrata: pochi titoli, studiati a fondo, da tenere in portafoglio ignorando le tempeste di breve e con una strategia di rotazione settoriale molto aggressiva. In particolare su settori che oggi definiremmo ciclici o di sviluppo industriale: società minerarie, la nascente industria automobilistica (mentre tutti preferivano i titoli delle grandi compagnie ferroviarie, secondo lui, invece, ormai in declino), le grandi catene di distribuzione. Senza farsi mancare i dividendi stabili e la crescita

costante delle aziende elettriche e delle società di pubblica utilità. Se nel 1920 i fondi istituzionali investivano quasi solo in obbligazioni, nel 1940 Keynes aveva spinto la quota azionaria del fondo universitario addirittura oltre il 50%. Una scelta ritenuta scellerata dai suoi colleghi, ma che ha reso da allora il King's College uno dei più ricchi d'Inghilterra, tanto che le università statunitensi inviarono subito loro emissari per studiarne i metodi che ancora oggi vengono utilizzati. Maynard aveva smesso di fare lo speculatore per diventare un investitore di lungo termine.

I SAGGI CAMBIANO IDEA

L'eredità più utile che Mr. Keynes lascia a chi oggi lavora con i capitali non è costituita da formule matematiche, ma da una dote psicologica: l'umiltà di cambiare strategia. Molti investitori affondano assieme alle proprie convinzioni per puro orgoglio; lui no. Quando capì che i suoi metodi non funzionavano più, ebbe il coraggio di ammettere l'errore e cambiare approccio.

C'è un legame stretto tra questo Keynes maturo e le strategie di Benjamin Graham e Warren Buffett: l'attenzione ai fondamentali, la pazienza di aspettare che emerga il valore e il disinteresse per il ‘rumore’ dei mercati sono pilastri che reggono tuttora. Buffett stesso ha riconosciuto nell'economista inglese un maestro ideale e nella “Lettera agli azionisti” del 1991, ha esplicitamente celebrato la sua metamorfosi da speculatore macro a investitore value, definendo «semplicemente spettacolari» i risultati post-conversione di Keynes. E ha sempre detto di considerare il capitolo 12 della sua “Teoria Generale” (il suo libro più famoso e conosciuto) come il migliore testo mai scritto sulla psicologia degli investimenti. In un'epoca in cui i mercati reagiscono a ogni notifica dello smartphone, la parabola di questo insigne studioso ci insegna che la vera performance nasce dalla capacità di evolvere. Come ebbe a dire una volta: «La più grande difficoltà non è tanto persuadere la gente ad accettare le nuove idee, quanto convincerla ad abbandonare le vecchie». A distanza di ottant'anni dalla sua morte, avvenuta il 21 aprile 1946, questa lezione di educazione finanziaria è più attuale che mai.



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.

LA FINANZA E LA LEGGE

GLI STRUMENTI DI GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ DEI FIA DI TIPO APERTO

Lmt per gestire gli stress della liquidità

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

Uno dei pilastri della riforma dettata dalla Aifmd II (Direttiva 2024/927) è la nuova disciplina sugli strumenti di gestione della liquidità dei fondi, chiamati con l'acronimo Lmt (liquidity management tool). Gli strumenti in esame non si applicano a tutti i tipi di Oicr; gli Lmt riguardano i fondi aperti, Oicvm e Fia di tipo aperto, cioè quella tipologia di fondi che consentono rimborsi periodici delle quote agli investitori. Di contro i Fia chiusi riservati, come i fondi di private equity, di private debt o di venture capital che raccolgono capitale e non ammettono rimborsi anticipati, sono esclusi dall'obbligo di dotarsi di tale tipologia di strumenti di gestione della liquidità.

L'UTILIZZO DEGLI LMT

Gli Lmt sono strumenti che il gestore può attivare per gestire situazioni di stress sulla liquidità del fondo, in particolare quando le richieste di rimborso degli investitori superano la disponibilità liquida del portafoglio. Un Fia aperto investe in attivi che possono essere illiquidi o difficili da liquidare rapidamente, ma deve al tempo stesso garantire rimborsi periodici agli investitori. Se molti investitori chiedono di uscire con tempistiche ravvicinate - come accade tipicamente nei periodi di crisi di mercato - il gestore si trova in una situazione di disallineamento tra passività liquide e attivi illiquidi.

Gli Lmt servono esattamente a gestire questo rischio, consentendo al gestore di modulare i rimborsi in modo ordinato invece di liquidare il portafoglio a prezzi penalizzanti.

GLI STRUMENTI DI GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ

L'Aifmd II ci fornisce un elenco chiuso di nove «strumenti di gestione della liquidità a disposizione dei Gefia che gestiscono Fia di tipo aperto», tra cui troviamo:

(1) la sospensione delle sottoscrizioni, dei riacquisti e dei rimborsi; (2) le restrizioni al rimborso (gate); (3) la proroga dei termini di preavviso; (4) le commissioni di rimborso; (5) l'oscillazione dei prezzi; (6) la doppia tariffazione; (7) il prelievo antidiluzione; (8) i rimborsi in natura e, infine (9), i conti side pocket.



“*Gli Lmt sono strumenti che il gestore può attivare per gestire situazioni di stress sulla liquidità del fondo, in particolare quando le richieste di rimborso degli investitori superano la disponibilità liquida del portafoglio*”

I Gefia che gestiscono Fia di tipo aperto, salvo specifiche eccezioni, sono obbligati a selezionare almeno due strumenti di gestione della liquidità adeguati, tra quelli indicati dal numero 2 al numero 8 del citato elenco, dopo avere valutato l'idoneità di tali strumenti in relazione alla strategia di investimento perseguita, al profilo di liquidità e alla politica di rimborso del fondo. Il gestore rappresenta il funzionamento degli strumenti scelti nel regolamento o nell'atto costitutivo del Fia ai fini del possibile utilizzo nell'interesse degli investitori del Fia.

Tuttavia, viene dettata un'ulteriore restrizione in termini di scelta dello strumento: la selezione non può comprendere soltanto gli strumenti dell'oscillazione dei prezzi e della doppia tariffazione.

COME SCEGLIERE GLI STRUMENTI

L'Esma nei suoi orientamenti fornisce indicazioni di dettaglio sulla selezione degli strumenti di gestione della liquidità precisando che i gestori possono scegliere di selezionare più di due Lmt nonché misure aggiuntive di liquidità, al fine di garantire la resilienza complessiva del fondo e la capacità di gestire la sua liquidità tanto in condizioni normali del mercato quanto in condizioni di stress.

L'Aifmd II attribuisce, inoltre, al Gefia la possibilità di ricorrere agli strumenti della sospensione delle sottoscrizioni, dei riacquisti e dei rimborsi, o ai conti side pocket soltanto in casi

eccezionali, quando le circostanze lo richiedano e quando ciò sia giustificato, tenuto conto degli interessi degli investitori del Fia. Tale facoltà è concessa anche senza un'espressa previsione all'interno del regolamento o dell'atto costitutivo del fondo. Si tratta, in altre parole, di strumenti attivabili di diritto.

La normativa primaria non definisce in maniera puntuale le circostanze eccezionali al ricorrere delle quali i gestori possono attivare gli Lmt cosiddetti di diritto; tuttavia, l'Esma nei propri orientamenti propone un elenco, seppure non

esaustivo, assai rappresentativo di circostanze eccezionali. Si passa dalla difficoltà di valutazione delle attività, ai gravi problemi di liquidità per cui l'esecuzione della vendita delle attività sottostanti potrebbe causare difficoltà di liquidità per il fondo, dagli incidenti informatici che incidono sulla capacità operativa del fondo, del gestore di fondi e/o del fornitore di servizi del fondo, alle chiusure impreviste dei mercati, alle restrizioni alla negoziazione, alla chiusura delle sedi di negoziazione, per finire con le gravi crisi finanziarie e/o politiche, con la presenza di frodi o catastrofi naturali.



Private credit, un mercato dinamico in Italia

a cura di Arianna Cavigioli



SANDRINE RICHARD
head of direct private debt
Generali Asset Management

Il credito privato è entrato nel radar degli investitori come strumento di diversificazione dei portafogli. **Sandrine Richard**, head of direct private debt di **Generali Asset Management**, illustra quali sono le dinamiche presenti in questa asset class.

Quale trend di crescita vedete nel segmento del private debt?

«Il debito privato europeo entra nel 2026 sostenuto dalla persistente domanda degli investitori di rendimento, diversificazione e impatto sull'economia reale. Nel 2025, il private debt si è affermato in modo definitivo come una componente fondamentale degli investimenti alternativi. Il patrimonio globale in gestione (Aum) era a circa 1,8 trilioni di dollari il 1° gennaio ed è sulla buona strada per superare i 2 trilioni entro la fine dell'anno. Le proiezioni di lungo periodo sono state riviste al rialzo e, secondo le nostre stime, l'Aum globale del private debt dovrebbe raggiungere 3,5 trilioni di dollari entro il 2028, riflettendo

un tasso di crescita annuo composto a doppia cifra dal 2024».

Quali sono le peculiarità e le dinamiche del mercato italiano?

«L'Italia si è affermata come uno dei mercati di private debt più dinamici in Europa, beneficiando del vasto bacino di Pmi italiane, di tendenze strutturali come il crescente interesse degli investitori istituzionali per strategie illiquide, della maggiore penetrazione di gestori internazionali di private equity e private debt intenzionati a investire nel Paese e dell'aumentata sofisticazione dei gestori domestici. Un altro driver è rappresentato dalla crescita dell'economia italiana e dall'adozione di forme di finanziamento complementari, con l'integrazione dei fondi di private debt nelle soluzioni di finanziamento da parte di imprese e banche. I volumi di investimento sono cresciuti significativamente nel primo semestre del 2025 e hanno raggiunto 2,28 miliardi di euro, con un aumento del 66% rispetto al semestre

precedente, segnalando una solida capacità di deployment, nonostante le difficoltà nella raccolta. Osserviamo una forte esigenza delle imprese italiane di trovare chi finanzia la loro crescita ed espansione. Il credit privato offre loro un canale aggiuntivo rispetto a quello bancario e sicuramente alternativo a chi non ha accesso al mercato dei capitali. In Italia il mercato del private debt sta entrando in una fase di maggiore maturità e allineamento con i trend globali. La disintermediazione bancaria, la forte domanda istituzionale e l'interesse crescente per strategie innovative come secondary, asset based finance e special situation stanno sostenendo una crescita strutturale. Nonostante la volatilità di breve periodo nella raccolta, standard di underwriting solidi e una domanda stabile da parte degli investitori posizionano l'Italia come pilastro resiliente e strategico all'interno del private credit europeo».

Perché c'è interesse degli investitori verso il private debt?

«Il private debt continua ad attirare un forte interesse da parte degli investitori istituzionali grazie al suo interessante profilo rischio/rendimento e ai suoi vantaggi strutturali. In quanto asset class intrinsecamente illiquida, offre un premio di rendimento rispetto agli strumenti di debito liquidi e quotati, un elemento chiave per gli investitori in cerca di rendimenti più elevati. La minore volatilità e i rendimenti stabili e con un certo grado di protezione dall'inflazione, dovuto alla componente a tasso variabile di questi debiti, rendono tali strumenti adatti a coloro che puntano a performance di lungo periodo. Il private debt fornisce inoltre agli investitori un accesso al segmento delle imprese private e delle Pmi, non disponibili sul mercato pubblico. Puntare su questa asset class, però, richiede competenze elevate ed è una strategia attuabile solo da investitori istituzionali in grado di operare su strumenti illiquidi che richiedono un orizzonte di detenzione di lungo periodo (in media sette anni) e di natura privata, diversamente dai mercati quotati».

Quale segmento o strategia è destinato a registrare la crescita più significativa nel direct private debt?

«I debiti senior sono gli strumenti più comuni nel private debt: rappresentano circa il 50% degli strumenti di direct private debt

in Europa e, sempre più spesso, le strutture unitranche garantiscono uno sviluppo stabile del mercato. Le strategie mezzanine e special situation, essendo più legate a contesti particolari, presentano una crescita maggiormente influenzata da fattori opportunistici. Riteniamo che le Pmi rappresentino un altro segmento in crescita nel mercato del direct private debt, grazie al loro elevato numero rispetto alle grandi aziende. La domanda di finanziamento di questo segmento risulta meno influenzata rispetto a quella delle large corporate, che possono adottare un approccio opportunistico sui mercati high yield e leveraged loan, ottimizzando il momento favorevole delle condizioni di mercato per gli emittenti».

Qual è il rendimento medio atteso degli investimenti in private debt?

«Il senior direct private debt è per lo più composto da strumenti a tasso variabile, che includono l'Euribor, più uno spread in cash, cui può essere aggiunta una componente di interessi differiti, anche se meno comune in situazioni in bonis. Il tasso variabile offre un certo livello di protezione naturale dall'inflazione, mentre la componente in cash garantisce un livello minimo di ricavi ricorrenti. Negli ultimi 12-18 mesi abbiamo osservato una riduzione dello spread in cash di 50-100 punti base sugli strumenti first lien e unitranche in Italia e, più in generale, nell'Europa continentale».

L'attuale difficile situazione geopolitica non comporta un significativo aumento dei rischi in questo settore?

«L'accelerazione delle incertezze geopolitiche e geoeconomiche potrebbe rallentare questa erosione e persino invertire la tendenza, spingendo gli spread in una direzione più favorevole ai finanziatori. Nonostante i numerosi elementi che influenzano il rendimento medio degli strumenti di private debt, come la dimensione dell'azienda, il livello di leva, l'industria, il settore, la qualità creditizia e il profilo degli azionisti, l'indicazione di massima sui livelli di pricing è la seguente: per il senior debt è circa l'Euribor + 4-5%, per l'unitranche circa l'Euribor + 5-6% e per il mezzanine il rendimento medio è superiore alla doppia cifra».

Quali sono gli ambiti di investimen-

to privilegiati dalla vostra strategia?

«Gestiamo una strategia di direct lending che investe nel debito di Pmi dell'Europa continentale interessate a migliorare il proprio profilo Esg. Il segmento delle Pmi in Italia, Francia, Spagna e Germania comprende oltre 13 milioni di imprese e consente al tempo stesso un'ampia diversificazione e un'alta selettività. La strategia privilegia in particolare debito senior secured e unitranche, denominato in euro e principalmente su operazioni con sponsor finanziari. L'obiettivo è offrire un reddito stabile, indipendentemente dal contesto di mercato. Il fondo fornisce finanziamenti in partnership con le banche e con altri fondi di private debt, oppure agendo come unico finanziatore (sole lender)».

Quali sono le principali tipologie di clientela cui vi rivolgete in Italia e in Europa?

«Investitori di lungo periodo, a loro agio con le caratteristiche di illiquidità degli strumenti e desiderosi di sostenere le Pmi nel loro percorso di crescita, affinché diventino le grandi aziende di domani, e per le quali gli impegni Esg rappresentino una componente essenziale del successo. Tra questi investitori dal profilo altamente qualificato e solido rientra il gruppo Generali».

Ultimamente si sono viste alcune tensioni sul mercato del credito. Qual è la sua opinione?

«Le recenti turbolenze nel mercato del private credit devono fare riflettere sulle caratteristiche particolari di questo segmento. In primo luogo, il private debt, come asset class, tende a offrire rendimenti medi di lungo periodo compresi tra il 7% e il 9%. Questi ultimi implicano intrinsecamente un profilo di rischio più elevato rispetto ai tassi privi di rischio, intorno al 3%, nonché un premio per l'illiquidità rispetto ai mercati pubblici dell'high yield o dei leveraged loan. In secondo luogo, poiché questi strumenti sono illiquidi, l'investimento nel private debt richiede un orizzonte temporale di lungo periodo. Ciò è essenziale per cogliere pienamente il premio per l'illiquidità, insieme ad altri benefici strutturali. Di conseguenza, è una classe di attivo generalmente più adatto a investitori che, nella costruzione del portafoglio, privilegiano una minore liquidità».



Costruisci il tuo futuro con il piano di accumulo del capitale, il primo passo lo facciamo noi!



Con Euromobiliare AM SGR la scelta del piano di accumulo del capitale è ancora più vantaggiosa! Nessun costo di attivazione e, tra una selezione di fondi*, saranno esentati i diritti fissi! Scegli libertà e convenienza per costruire il tuo futuro finanziario.

NELLE FILIALI DEL GRUPPO CREDEM PUOI SCOPRIRE CON IL TUO CONSULENTE LA SELEZIONE DI PRODOTTI A ZERO DIRITTI FISSI!

www.eurosg.it

Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il prospetto del fondo e il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KID PRIIPS) prima di prendere una decisione finale di investimento. Investire comporta dei rischi. Il Prospetto, il KID PRIIPS, il regolamento del fondo e il modulo di sottoscrizione descrivono i diritti degli investitori e sono disponibili gratuitamente in lingua italiana sul sito www.eurosg.it in formato elettronico o presso i collocatori. L'investimento riguarda l'acquisto di quote di fondi e non di una determinata attività sottostante quali azioni di una società, poiché queste sono sole le attività sottostanti proprietà del fondo. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e non devono essere l'unico fattore di scelta di un prodotto o di una strategia. Non vi è garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro. I rendimenti futuri sono soggetti a tassazione, la quale dipende dalla situazione personale di ciascun investitore e può cambiare in futuro. Per un maggior dettaglio informativo in merito alla politica di investimento concretamente posta in essere si rinvia, ove disponibile, alla Relazione annuale e/o semestrale di gestione del Fondo e sul sito della SGR www.eurosg.it, dove sono rappresentati dettagli in merito alle caratteristiche, politica di gestione e costi nonché le informazioni per presentare reclami. Sul sito www.acf.consob.it sono disponibili informazioni sull'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) quale sistema di risoluzione extragiudiziale delle controversie istituito presso la Consob.



*Lista dei Fondi Comuni che fanno parte dell'iniziativa "Free Pac" fino al 31/03/2027. L'iniziativa è valida per i clienti Credem Banca e Credem Euromobiliare Private Banking: Euromobiliare Pictet Global Trends, Euromobiliare Science 4 Life, Euromobiliare Flessibile 60, Euromobiliare Flessibile Azionario, Euromobiliare Azioni Italiane, Euromobiliare Fidelity China Equity, Euromobiliare Global Equity High Conviction.

La guerra porta l'ennesima sorpresa

di Boris Secciani

La guerra fra Iran e Usa/Israele ha generato forse il fenomeno più strano dell'ultimo anno: la ripresa del bitcoin. Mentre si cantavano da più parti intensi de profundis sull'intero mondo delle valute virtuali, la regina delle cripto si riprendeva dai minimi del bear market intorno a 60 mila dollari, registrati lo scorso 24 febbraio, per portarsi sopra quota 71 mila nella settimana dopo Pasqua. Il rimbalzo appare impressionante, oltre che per il fatto di essere avvenuto in uno scenario difficilissimo, anche per quanto è successo in parallelo a dollaro e oro. Il biglietto verde si è rafforzato, mentre il prezioso per eccellenza è andato incontro a vendite molto sostenute, che hanno riportato i corsi a un certo punto a circa 4.200 dollari per oncia. Un simile sviluppo è essenzialmente spiegabile come una parziale demolizione di ciò che potremmo definire come "Brics-trade". L'Asia (Cina a parte, in verità) e il complesso degli emergenti si sono trovati al centro di difficoltà energetiche decisamente gravi. Non c'è quindi da stupirsi del fatto che, di fronte a questo fenomeno, gli investitori abbiano punito in particolar modo la risorsa naturale che fa da architrave al processo di de-dollarizzazione di diverse economie di recente sviluppo. Meno spiegabile è però la spettacolare tenuta del bitcoin, un'attività che dovrebbe venire danneggiata non poco dalle prospettive di stagflazione

e di tassi elevati a lungo termine, dato il suo carry inesistente.

LE PRETESE DI "SAFE HAVEN"

Si può dunque affermare che le pretese di "safe haven", portate avanti nel corso degli anni da molti cripto-entusiasti e negli ultimi mesi sbeffeggiate senza pietà, non sono campate in aria? La risposta è parzialmente positiva, nel senso che il re degli asset digitali in qualche maniera sembra rappresentare una terza via nel binomio fra asset Usa e materie prime/emergenti. Ciò è particolarmente vero per gli investitori di paesi che rappresentano nodi chiave del sistema globale e che si trovano in un complicato groviglio di alleanze con l'America e di integrazione con i nuovi protagonisti del ventunesimo secolo. Al riguardo un'analisi interessante viene elaborata da **Stephen Colman**, head of macroeconomics di **21Shares**: «Sebbene con l'avvento degli Etf il peso degli istituzionali sia aumentato notevolmente, il bitcoin è un asset in cui i singoli sono ancora i principali investitori. Inoltre, il fatto che il trading di questa valuta digitale sia operativo 24/7 rappresenta un'importante garanzia per coloro che dovessero affrontare interruzioni di servizio dei sistemi bancari locali. Quanto questa caratteristica sia fondamentale lo si è potuto osservare poco tempo dopo l'avvio del conflitto, quando le borse di Dubai e Abu Dhabi sono state chiuse in seguito ad attacchi da parte di droni iraniani.

Pertanto, mentre i canali tradizionali si sono trovati costretti a vendere le loro riserve auree, è possibile che alcuni degli abitanti locali più facoltosi abbiano trasferito le loro attività verso soluzioni su blockchain, bitcoin in primis, così da assicurarsi un accesso costante e garantito al patrimonio per tutta la durata della guerra».

UNA FUGA DALLA REALTÀ

Non è folle ipotizzare che qualcosa di simile possa essere accaduto anche, ad esempio, in Corea del Sud, la cui già debolissima divisa ha registrato un'ulteriore gamba al ribasso e dove la base di investitori retail è molto ampia. Lo stesso fenomeno è avvenuto anche in Giappone, caratterizzato da dinamiche simili a quelle coreane, e persino in India, nazione in cui tradizionalmente la domanda di oro è altissima e che però vanta anche una classe media estremamente tech-savvy. In sintesi, cinicamente si potrebbe affermare che, in un mondo di pazzi, la possibilità di fuggire in una dimensione parallela al di fuori delle logiche malate del presente risulti sempre più attraente. In pratica, il bitcoin come bene svincolato dalla geopolitica in un ambiente sempre più malato di competizione fra potenze, che non ha fondamentali e quindi non ha default appare preferibile ad alternative tutte con fondamentali spesso pessimi. Sarà interessante capire che cosa succederà quando il conflitto in corso verrà in qualche maniera superato.



Algebris Financial Income Fund

Rendimento del +124%¹ in 10 anni. I numeri parlano da soli.

2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
5.3%	15.6%	-18.4%	23.2%	1.7%	18.6%	-4.4%	13.2%	17.7%	19.4%

Algebris Financial Income Fund è nel top 1% dei fondi EUR Moderate Allocation - Global secondo Morningstar², su migliaia di fondi. A tre, cinque e dieci anni.

1 Il rendimento indicato (%) è netto e relativo alla classe R (ad accumulazione) in Euro del comparto e rappresenta quello ottenuto dagli investitori rimasti investiti nel fondo per almeno 10 anni, dal 2016 al 2025. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Il fondo è considerato come gestito attivamente, ma senza fare riferimento ad alcun benchmark. **Non vi è alcun rendimento minimo garantito. È possibile perdere l'importo originariamente investito o parte di esso.**

Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il prospetto dell'OICVM e il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID/KID) prima di prendere una decisione finale di investimento. Tali documenti sono disponibili in lingua italiana e sono stati depositati presso la Consob. Prima di investire nel fondo si prega di considerare che il valore delle azioni e delle obbligazioni sottostanti può aumentare o diminuire e vi è il rischio di perdere il capitale investito e che il fondo può investire in strumenti finanziari il cui valore potrebbe essere influenzato da numerosi rischi quali, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, il rischio di (i) Credito e tassi di interesse, (ii) CoCo-Bonds, (iii) Mercato, (iv) Mercati emergenti (v) Cambio, (vi) Sostenibilità e (vii) Derivati. Questo documento di marketing è stato emesso da **Algebris Investments (Ireland) Limited**. Algebris Investments (Ireland) Limited, autorizzata e regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda (C433985), è la Società di Gestione del Fondo. **2** Il fondo è al percentile 2 a 1 anno, e al percentile 1 a 3, 5, 10 anni. Il ranking si riferisce alla classe R EUR (ad accumulazione) del fondo ed esprime il percentile rispettivamente su 3010 (a 1 anno), 2659 (a 3 anni), 2235 (a 5 anni) e 1289 (a 10 anni) fondi nella categoria EUR Moderate Allocation - Global al 31/12/2025. © 2025 Morningstar, Inc. Tutti i diritti riservati. Le informazioni contenute nel presente documento: (1) sono di proprietà di Morningstar; (2) non possono essere copiate o distribuite; e (3) non si garantisce che siano accurate, complete o tempestive. Né Morningstar né i suoi fornitori di contenuti sono responsabili di eventuali danni o perdite derivanti dall'uso di queste informazioni. Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri.

CONSULENTI & RETI

Ferruccio Riva

«La Retail investment strategy si inserisce in un percorso di progressivo affinamento del modello, intervenendo su alcuni snodi che, nel tempo, hanno mostrato margini di miglioramento. Le modifiche in discussione sono tutt'altro che marginali. Da un lato, il tema degli inducement e quello del value for money mirano a rendere più chiaro il rapporto tra costo e servizio, senza tuttavia scardinare l'impianto esistente. Dall'altro, emergono ambiti nuovi, quali una prima disciplina dei cosiddetti finfluencer»



FERRUCCIO RIVA
vicepresidente
Anasf

Luigi Conte

«Il quadro normativo è indubbiamente sempre più articolato e complesso, ma non rappresenta un elemento penalizzante per la nostra professione. Al contrario, contribuisce a rafforzare la relazione con il cliente e apre a importanti prospettive di sviluppo per la categoria. In un contesto caratterizzato da mercati dinamici e da una regolamentazione in continua evoluzione, il ruolo del consulente finanziario diventa sempre più centrale»



LUIGI CONTE
presidente
Anasf

FERRUCCIO RIVA
vicepresidente
Anasf

LUIGI CONTE
presidente
Anasf

CONSULENTI &
RETI

Non solo appesantimenti

a cura di **Alessandro Secciani**

In generale il rapporto tra i consulenti finanziari e le diverse normative, specie europee, che ne regolano l'attività, non è per nulla facile. Da una parte le regole, costruite con l'intento di salvaguardare l'interesse dei risparmiatori, spesso si risolvono in lungaggini burocratiche che non portano consistenti vantaggi al cliente, ma rendono la vita difficile al professionista. E per di più è in arrivo una raffica di adempimenti, che non sono da poco: la Ris, che obbliga i professionisti a specificare con la massima pignoleria tutti i costi, diretti e indiretti, di un asset, il value for money, una sorta di spietata analisi del reale valore della consulenza, la Dora e la regolamentazione digitale, che chiariscono fino a che punto può essere usata la tecnologia e più in particolare l'intelligenza artificiale nella prestazione di servizi, la Mica, che

regolamenta l'inserimento di criptovalute nei portafogli, sono tutti temi con i quali i consulenti o hanno già a che fare o che faranno presto parte della vita quotidiana.

Pur trattandosi di elementi che saranno fondamentali nella professione della consulenza finanziaria, non sempre da parte dei player che operano in questo mercato c'è una chiara consapevolezza di che cosa stia per succedere: molte regole vengono sentite come vaghe minacce rispetto a un felice passato che non tornerà più. In realtà non è esattamente così e, comunque, è necessario che da parte di tutti gli attori che si muovono nel settore dei servizi finanziari ci sia una piena cognizione di ciò che sta per accadere. E non è detto che tutto si risolva in negatività.

Per fare un po' di chiarezza su questi



punti e sul futuro normativo che attende consulenti e banker, Fondi&Sicav si è rivolto all'Anasf, l'associazione di categoria che da una parte rappresenta i professionisti, dall'altra partecipa, in sede europea, alla stesura di leggi e direttive che riguardano tutto il settore. Hanno risposto **Ferruccio Riva**, vicepresidente di **Anasf**, che ha una solida competenza sulle normative, e dall'altra, **Luigi Conte**, presidente **Anasf**, che ha illustrato le componenti più politiche delle nuove regole.

Con l'arrivo della Ris, che cosa cambia per gli inducement? Anche se il modello commissionale resta in piedi, ma con obblighi più stringenti, sarà concretamente ancora utilizzabile dai singoli consulenti?

Ferruccio Riva: «La Retail invest-

ment strategy si poneva originariamente l'obiettivo di rivedere due aspetti fondamentali: i costi lato produzione e quelli lato distribuzione di prodotti e servizi finanziari. La seconda parte è stata sostanzialmente rinviata (Mifid3). La lettura delle proposte avanzate nell'arco dell'ultimo quarto di secolo dalla Commissione europea, pur nelle varie modifiche del proprio organico, dai lavori della prima Mifid a oggi, propone comunque un fil rouge abbastanza chiaro, reso più evidente dai due modelli di consulenza, su base indipendente e non indipendente, contenuti nella direttiva Mifid2. L'obiettivo più volte manifestato è giungere a un costo definito e autonomo della prestazione consulenziale, questione però chiaramente osteggiata dai principali paesi dell'Ue e difficilmente proponibile de iure condendo per questioni di sostenibilità per tutti i potenziali de-

stinatari, per diffusi problemi culturali e varietà di modelli tra i diversi paesi. Si rende necessario, quindi, il mantenimento del sistema remunerativo professionale mediante inducement, possibilmente affiancato da modalità di consulenza cosiddetta "evoluta", che ricalchino il più possibile la prestazione su base indipendente, per potere arrivare a un'evoluzione graduale del mercato».

Value for money è la regolamentazione che prevede che un prodotto finanziario non debba essere valutato solo in base alla

sua struttura o al suo rischio, ma anche in rapporto ai costi sostenuti e ai benefici attesi per il cliente. Il legislatore chiede di dare risposte chiare sulla giustificabilità dei costi, non solo sulla loro trasparenza. Anche in questo caso, in termini pratici che cosa succede al singolo professionista?

Ferruccio Riva: «Il principio del value for money rappresenta un'evoluzione coerente del percorso già avviato dal legislatore europeo in materia di trasparenza e tutela dell'investitore. Se nelle precedenti fasi regolamentari l'attenzione si è concentrata prevalentemente sulla disclosure dei costi, oggi il focus si sposta sulla loro giustificabilità in relazione al valore effettivamente generato per il cliente, che sarebbe opportuno avesse parametri qualitativi, non meramente quantitativi. In termini operativi, ciò comporta per il singolo professionista un possibile rafforzamento della rappresentazione della propria attività. I costi, già oggetto di rendicontazione analitica, dovranno essere sempre più contestualizzati all'interno di un processo consulenziale che ne evidenzia con chiarezza le componenti di valore. Non si tratta, quindi, di una messa in discussione del modello, bensì di una presa di coscienza più esplicita del rapporto tra costo e valore del servizio reso. In questo senso, la sfida è innanzitutto culturale: rendere evidente ciò che spesso è implicito, ossia il contributo professionale del consulente nella creazione di valore nel medio-lungo periodo. In tale contesto, appare fondamentale evitare derive meramente quantitative o standardizzazioni eccessive, che rischierebbero di non cogliere la specificità della relazione consulenziale. Il value for money, se correttamente interpretato, può invece favorire un'evoluzione virtuosa del mercato, rafforzando la fiducia degli investitori senza compromettere la sostenibilità economica del servizio».

La Mifid2 è in vigore da oltre 10 anni; in quale maniera la Ris ne sta perfezionando il modello?

Ferruccio Riva: «A oltre 10 anni dall'introduzione della direttiva Mifid2, la Retail investment strategy si inserisce in

un percorso di progressivo affinamento del modello, intervenendo su alcuni degli snodi che, nel tempo, hanno mostrato margini di miglioramento. Le modifiche in discussione sono tutt'altro che marginali. Da un lato, il tema degli inducement e quello del value for money mirano a rendere più chiaro il rapporto tra costo e servizio, senza tuttavia scardinare l'impianto esistente. Dall'altro, emergono ambiti nuovi, quali una prima disciplina dei cosiddetti finfluencer, che intercetta l'evoluzione dei canali informativi e distributivi, e una rinnovata attenzione ai temi dell'educazione finanziaria. Nel complesso, non si tratta di una revisione radicale, ma di un insieme di interventi che tendono a rafforzare la qualità del servizio e la consapevolezza dell'investitore, accompagnando l'evoluzione graduale del mercato più che imporre modelli alternativi difficilmente sostenibili nel contesto europeo».

Dora e regolamentazione digitale: hanno un impatto sul sistema finanziario? In quale maniera?

Ferruccio Riva: «Il regolamento Dora introduce un livello di armonizzazione senza precedenti in materia di resilienza operativa digitale, incidendo in modo trasversale su tutto il sistema finanziario. Per il singolo professionista l'impatto è prevalentemente indiretto, ma non per questo meno rilevante. L'attività consulenziale si inserisce, infatti, in un ecosistema sempre più digitalizzato, nel quale la sicurezza, l'affidabilità delle piattaforme e la protezione dei dati diventano elementi essenziali anche nella relazione con il cliente. In questa prospettiva, Dora contribuisce a rafforzare la fiducia complessiva nel sistema, ponendo le basi per un ulteriore sviluppo dei servizi digitali, ma richiede al contempo un adeguamento organizzativo significativo da parte degli operatori, affinché l'avanzamento dei processi di innovazione dei servizi venga affiancato da adeguati presidi di sicurezza».

La disciplina delle cripto-attività, che indubbiamente si sono affermate in tutto il mondo e stanno superando le prime crisi sistemiche, che cosa cambia nell'attività del singolo profes-

sionista? Di fronte a un cliente che vuole investire una parte dei suoi risparmi in questo campo, come si deve comportare un professionista? E ancora, un consulente che sia convinto della bontà di un prodotto cripto che, ovviamente, sia compatibile con il profilo di rischio, può proporlo? In quali termini? E quali tipi di cripto potranno essere utilizzate in un portafoglio?

Ferruccio Riva: «Il regolamento Mica non è l'unica norma di cui dobbiamo tenere conto parlando di cripto-attività: un altro tema saliente riguarda la fiscalità a esse applicata. Se per un patrimonio "classico" l'intermediario si pone come sostituto d'imposta, risolvendo (salvo i casi di scelta del regime della dichiarazione) i problemi del 99,9% dei cittadini, tale condizione non vale nel caso delle cripto-attività. Infatti, vige l'obbligo di indicazione degli eventuali cripto-asset posseduti nel quadro Rw della dichiarazione dei redditi, con tassazione sulle plusvalenze al 33% dal 2026 (salvo i token denominati in euro, rimasti al 26%) e senza la franchigia di 2.000 euro prevista nel 2023. Posti tutti i paletti del Micar sugli emittenti, sui collocatori e sulla tracciabilità, questo resta un ambito legato a soggetti specificamente operanti nel settore, con finalità più speculativa, più che di investimento (considerata anche l'elevata volatilità di questi strumenti). A livello internazionale sono stati creati alcuni Etp che replicano l'andamento delle cripto-attività che ormai detengono più del 50% dei bitcoin circolanti. Questa è quindi l'eventuale proposta professionale. Passata la moda effimera degli Nft, sulle stablecoin ci sarebbe altro da dire, ma attendiamo il loro prossimo confronto con le "vere" valute digitali, emesse dalle banche centrali».

Ai act; questa normativa rappresenterà un miglioramento o un appesantimento nel rapporto consulente-cliente? Quali saranno i limiti concreti all'interno dei quali sarà possibile muoversi per utilizzare questa tecnologia che è sempre più presente nel mondo della finanza?

Luigi Conte: «L'Ai Act non rappresen-

CONSULENZA A DISTANZA

«Un’iniziativa da osservare con attenzione»

Una serie di problemi normativi, ma non soltanto, arrivano anche dall’esperienza portata avanti da alcune banche di creare di fatto quasi una nuova categoria di consulenti: i direct banker, vale a dire gruppi di professionisti, regolarmente iscritti all’Albo, che si rapportano ai clienti o ai potenziali clienti per telefono o tramite mail. A rispondere agli eventuali dubbi è ancora Ferruccio Riva, vicepresidente Anasf.

Che cosa comporta la nascita di reti di consulenza a distanza avviate da alcune banche?

Ferruccio Riva: «Il fatto che alcune strutture creditizie prevedano di operare esclusivamente mediante una serie di soggetti iscritti all’Albo rappresenta un filtro positivo, in controtendenza rispetto a buona parte del sistema bancario, ponendo quindi un primo elemento di garanzia nei confronti dei risparmiatori e qualificando chi opera. Ricordiamo che, oltre al superamento dell’esame, gli iscritti all’Albo devono mantenere un adeguato e costante grado di formazione e aggiornamento. Mantenere il contatto consulente-cliente nella prestazione, senza farsi prendere la mano dal fenomeno dell’intelligenza artificiale come sostituta virtuale, è un altro fatto positivo. In verità, abbiamo già due diversi tipi di consulenza: le tutele (art. 31 Tuf c. 3) e le possibilità operative fuori sede dei Cf iscritti all’Albo contro la limitazione operativa dei bancari non iscritti. Al fianco di questa condizione attuale, si va a realizzare una consulenza, verosimilmente con personale dipendente, con caratteristiche low cost/low profile che ne mischia le prerogative. A prescindere da come la prossima Mifid3 delinea la prestazione di consulenza, oggi l’importante è non affrontare i mercati da soli. In un contesto geopolitico ed economico complesso e in continua evoluzione, la modalità “fai da te” espone a rischi che un professionista qualificato può aiutare a evitare. Qualunque sia il canale scelto, ciò che conta davvero è avere accanto una figura competente che sappia filtrare le informazioni e orientare le decisioni».

Uno degli elementi più importanti della professionalità del consulente è la capacità di personalizzare il rapporto con l’investitore e interpretare al meglio, spesso con un rapporto di molti anni, i bisogni del cliente. Tutto ciò non rischia di saltare totalmente con la formula del direct banker?

Ferruccio Riva: «La relazione personale, nella quale la preparazione professionale si mischia opportunamente con l’empatia e la sensibilità nell’ascolto, è un elemento portante nella costruzione del rapporto fiduciario che è alla base di una consulenza di qualità. La formula del direct banker è un primo approccio standardizzato al cliente, ma non rappresenta il modello di consulenza e pianificazione che parte e arriva alla relazione di condivisione diretta dove le scelte, anche guidate (pensando a Thaler), vengono condivise e monitorate nel tempo. Si può dire che quest’ultima opportunità possa rientrare, invece, nella qualità della vita».

In un lavoro di questo genere, fatto in team e in cui il cliente passa da un consulente all’altro, non c’è il pericolo di rendere molto difficile comprendere chi è bravo e chi no, chi ha veramente la stoffa per diventare un consulente vero?

Ferruccio Riva: «Il consulente è colui che opera essendo iscritto all’Albo, come primo presupposto. E in questo caso, la caratteristica c’è. Immaginiamo che il concetto di team vada, in questo caso, a risolvere l’indifferenza del soggetto con cui si ha il rapporto volta per volta, non già il fatto di avere, ad esempio, colleghi con specializzazioni diverse per fornire una risposta complessa. Nel caso in analisi, l’obiettivo pare quindi di avere uno standard qualitativo delle prestazioni. Accedere dal punto di vista personale alla professione in modo completo, comprendendo quindi anche l’importanza delle relazioni interpersonali e volendosi mettere in gioco con il rischio d’impresa, è una scelta di vita. Possiamo dire che il modello della consulenza a distanza potrebbe anche essere una specie di avviamento alternativo al praticantato (ma su questo punto dovrebbe pronunciarsi l’Autorità). Questa iniziativa andrà comunque osservata con attenzione, seguendo lo spirito del legislatore europeo che dichiaratamente persegue il bene dei cittadini e, al contempo, per questi ultimi auspica una migliore efficienza e trasparenza dei mercati finanziari, senza discriminazioni per equità sociale».

ta un appesantimento, ma un passaggio necessario per governare una tecnologia sempre più importante nello svolgimento della nostra attività. L’intelligenza artificiale non sostituirà il consulente, ma ne rafforzerà sempre più l’operatività, in quanto automatizza i processi e analizza grandi quantità di dati. Certo è che non sarà mai in grado di interpretare i bisogni delle persone, tanto meno di costruire con loro relazioni di fiducia. Tutti aspetti fondamentali che restano in capo a noi consulenti, così come la re-

sponsabilità della scelta e la capacità di conguagliare il risparmio privato ai bisogni collettivi. Il consulente ha anche un ruolo educativo, aiutando i risparmiatori meno preparati a comprendere rischi e opportunità della tecnologia, utilizzando-la in modo consapevole e coerente con finalità finanziarie».

Si parla molto di Savings and investments union (Siu). Che cosa comporta esattamente? La creazione di un mercato unico eu-

ropeo rappresenta davvero un vantaggio per investitori e intermediari finanziari? Il passaggio del controllo dei mercati e delle società più importanti dalla Consob all’Esma, che cosa comporterà?

Luigi Conte: «La Savings and investments union rappresenta un passaggio importante verso una maggiore integrazione dei mercati europei, ma sarà decisivo capire come le proposte verranno tradotte in regolamentazione concreta.



Un mercato unico può offrire vantaggi significativi in termini di efficienza, accesso ai capitali e opportunità per investitori e intermediari. Tuttavia, il trasferimento di alcune funzioni di vigilanza all'Esma dovrà avvenire con gradualità, definendo priorità chiare e garantendo continuità operativa. È fondamentale evitare sovrapposizioni o rigidità che possano penalizzare il mercato e i professionisti, mantenendo al centro la tutela del risparmiatore».

In Italia la previdenza è sempre stata una sorta di Cenerentola all'interno del mondo degli investimenti. L'arrivo di nuove regole spingerà questo settore?

Luigi Conte: «Il tema della previdenza resta centrale, ma ancora poco sviluppato in Italia. Per rilanciarlo, servono interventi strutturali, come una maggiore chiarezza sul primo pilastro e un rafforzamento concreto del secondo e terzo, anche attraverso leve fiscali più incisive. Ne abbiamo parlato anche a Consulentia26. In questo percorso, l'educazione finanziaria è determinante per aumentare la consapevolezza dei cittadini sull'importanza della pianificazione previdenziale. La nostra categoria può svolgere un ruolo decisivo, accompagnando le persone nella costruzione di soluzioni adeguate e sostenibili nel tempo».

Le nuove normative compro-

metteranno la fiducia instaurata tra consulente-cliente?

Luigi Conte: «Le nuove normative non comprometteranno il rapporto di fiducia tra consulente e cliente, che resta il pilastro imprescindibile della nostra professione. Al contrario, questo rapporto si basa sull'asset della fiducia e si rafforza proprio nella capacità del consulente di interpretare e tradurre non solo la complessità dei mercati, ma anche quella del contesto normativo, sempre all'insegna di trasparenza, competenza e vicinanza al cliente. In questo scenario, è fondamentale anche il ruolo di Anasf, quale rappresentante delle istanze dei cittadini e del mercato. Prima ancora della nostra attività vis à vis con il cliente, l'associazione opera costantemente per portare all'attenzione delle istituzioni le esigenze concrete del settore e, nelle fasi di consultazione, contribuisce a orientare le scelte normative verso soluzioni equilibrate ed efficaci, a tutela dei risparmiatori e della qualità della consulenza».

Infine, una valutazione complessiva: sarà ancora remunerativa la professione di consulente finanziario? Non c'è il rischio che diversi professionisti, magari con una clientela soddisfatta, siano costretti a lasciare una professione sempre più difficile da



gestire sul piano normativo?

Luigi Conte: «Il quadro normativo è indubbiamente sempre più articolato e complesso, ma non rappresenta un elemento penalizzante per la nostra professione. Al contrario, contribuisce a rafforzare la relazione con il cliente e apre a importanti prospettive di sviluppo per la categoria. In un contesto caratterizzato da mercati dinamici e da una regolamentazione in continua evoluzione, il ruolo del consulente finanziario diventa sempre più centrale e indispensabile per orientare il risparmiatore a una pianificazione consapevole. Cresce, infatti, il bisogno di consulenza qualificata per tradurre i bisogni dei clienti nelle migliori soluzioni di investimento per loro possibili. Pertanto, più che un rischio, vediamo un'opportunità: quella di valorizzare ulteriormente il contributo distintivo del consulente finanziario, rafforzando il suo ruolo di riferimento nella gestione e nella protezione del risparmio».

Con l'inflazione in salita, il vero pericolo è lasciare i soldi fermi

a cura di Alessandro Secciani

È la prima volta dal 1945 che l'Italia e l'Europa si trovano coinvolte, per il momento indirettamente, in una guerra. Qual è stata la reazione dei vostri clienti? Ci sono state situazioni di panico?

«Devo fare una premessa: il valore distintivo di Copernico Sim risiede nella sua indipendenza dai grandi gruppi bancari e assicurativi. Questa libertà genera alla Sim e ai suoi professionisti il vantaggio di agire selezionando liberamente il meglio del mercato per ogni cliente. Questo modello anticipa e interpreta fedelmente le direttive della Commissione Ue, che punta con decisione sulla trasparenza dei costi e sulla consulenza rivolta al cliente. Oggi, Copernico Sim rappresenta la realtà che più di ogni altra incarna questa visione europea, ponendo al centro esclusivamente il benessere del risparmiatore. Nell'attuale difficile contesto, sottolineo un punto secondo me centrale: più ci sono problemi nel mondo e nei mercati, più c'è bisogno di consulenti liberi. Non a caso stiamo ricevendo molte chiamate da parte di persone che ci dicono che hanno dei soldi da parte e che ritengono che questo sia il momento per investirli, perché più c'è disorientamento, più si aprono opportunità: nei momenti di grande volatilità, ci sono stati anche recuperi importanti. È vero che la situazione politicamente è particolarmente difficile, non tanto e non solo per lo Stretto di Hormuz: il vero tema è se dovesse esserci un blocco anche del Mar Rosso. In quel caso, evidentemente i problemi sarebbero non solo il petrolio e i beni energetici, ma anche tutto ciò che riguarda la supply chain: si rischia che tutto ciò che arriva dall'Asia verso l'Europa debba fare la circumnavigazione dell'Africa e ciò, evidentemente, creerebbe difficoltà non indifferenti».

Secondo voi, oggi ci sono anche altri problemi immediati che possono influire sui mercati?

«A preoccupare maggiormente è l'inflazione. Secondo me, il vero pericolo, secondo me in questa fase di mercato è lasciare i soldi fermi e la cosa peggiore che si possa fare è farsi prendere dal panico: mettere i risparmi totalmente in liquidità può diventare la peggiore delle scelte, perché, se ci fosse un'inflazione galoppante, bisognerebbe assolutamente investire. Quindi, il primo consiglio da dare è non lasciare i soldi fermi, mentre il secondo è diversificare maggiormente e fare molta, molta attenzione agli indici globali. Questi ultimi sovrappesano in maniera drammatica pochissime società di grandi dimensioni e non è detto che non abbiano problemi anch'esse. Oggi se si compra un indice globale si acquista per il 70% l'America, all'interno della quale le "Magnifiche sette" hanno un peso significativo. Tutto ciò non è normale e sarebbe logico andare alla ricerca di potenziali investimenti alternativi. Io penso, per esempio, che la difesa sia un settore che nella peggiore ipotesi crescerà, mentre nella migliore crescerà molto o moltissimo. Ugualmente per le banche, che, se i tassi saliranno per contrastare l'inflazione, avranno grandi benefici. Inoltre, c'è il tema della desalinizzazione, che rientra in quello dell'acqua per cui sono necessari importanti investimenti. Un altro argomento di grande interesse è quello dei fertilizzanti».

Che cosa pensate dell'intelligenza artificiale sui mercati? Molti ritengono che prenderà sempre più il posto dei gestori.

«Ho molta paura dell'intelligenza artificiale in finanza, soprattutto se le cose dovessero andare male, perché se tutti si muovono in contemporanea nelle vendite e gli acquisti non sono



GIANLUCA SCELZO
presidente
Copernico Sim

sufficienti a coprire le vendite è possibile che si creino artificialmente dei tracolli in brevissimo tempo dettati dall'AI. I cosiddetti segnali di trading rischiano di portare a spirali di vendite senza controllo: in questo momento, invece, bisogna tenere la barra dritta e ragionare nel lungo termine nell'interesse del cliente senza farsi condizionare da transazioni di brevissimo termine che potrebbero andare bene, ma nella gran parte dei casi vanno male; poi alla fine chi guadagna sono sempre gli stessi e quelli che perdono sono tutti gli altri. Quindi molta attenzione all'intelligenza artificiale».

Voi, anche se fornite consulenza in tutta Italia, siete una società di Udine. Mantenere un legame forte con il proprio territorio è un vantaggio o è un fattore limitante, soprattutto se si hanno consulenti, per esempio, a Milano, Torino o Roma?

«La nostra sede principale è a Udine, ma stiamo crescendo e continuando ad ampliare l'operatività in nuove aree: oggi siamo in 16 regioni su 20. Essere di Udine è in parte un fattore limitante, in parte no. Spesso questo fatto ci porta a essere considerati solo una boutique, ma questo giudizio non lo rifiutiamo, perché nelle boutique si fa l'abito su misura, mentre nella grande distribuzione gli abiti li prendi così come sono. Comunque, operare a Milano, Torino, Roma, Udine e in tutta Italia non cambia il modo di lavorare. Al centro non c'è la città, ma il cliente. Inoltre, non credo che le persone si lascino più condizionare dalla territorialità, anzi spesso capita che un consulente, magari di Napoli, lavori con clienti di Milano. Io sto vedendo una grandissima apertura geografico-territoriale e, da questo punto di vista, secondo me, il futuro è molto più online e in call e molto meno in presenza».

CONSULENTI &
RETI

Quando il cliente dice: «Mi fido ciecamente di te»

di **Alessandro Secciani**

Esiste una situazione che ogni consulente finanziario conosce bene: il cliente che, con la più assoluta tranquillità, dice: «Scegli tu per il mio portafoglio, mi fido di te, del resto io non capisco nulla». Una delega fondata talvolta su anni di relazione positiva, talaltra su una semplice indisponibilità a occuparsi di questioni finanziarie.

Le nuove normative europee però cambieranno profondamente questo scenario. Non si tratterà più solo di compilare un profilo di rischio accurato: la direzione impressa dalla regolazione comunitaria, in particolare dalla Retail investment strategy (Ris) e dalle linee guida Esma, impone infatti al consulente un ruolo strutturalmente diverso, quello di formatore del cliente.

Come si dovrà comportare il consulente?

OLTRE LA PROFILATURA

Il primo punto che rappresenta una base di certezza è che il cliente va profilato: il consulente deve avere ben chiaro chi si trova di fronte e, necessariamente, in questa fase di conoscenza c'è uno scambio di idee con

l'investitore. Ovviamente non è ancora un momento di formazione, ma certamente rappresenta una fase in cui il professionista spiega e cerca di fare comprendere il perché delle diverse scelte e, inevitabilmente, ne esce una sorta di formazione. Quindi, che il profilo di rischio Mifid vada compilato è fuori discussione: è un obbligo consolidato. Il punto è che la normativa europea più recente chiede qualcosa di ben più profondo. La Retail investment strategy della Commissione europea, assieme alle evoluzioni interpretative di Esma, delinea un nuovo modello di relazione tra consulente e cliente: il primo non deve solo raccogliere informazioni, ma deve assicurarsi che l'investitore capisca davvero che cosa sta facendo con i propri soldi. Non si tratta di formare un nuovo analista finanziario (nessuna norma lo richiede), ma di garantire che chi chiede consulenza abbia una comprensione proporzionata alla complessità dei prodotti che detiene in portafoglio. Si tratta, di fatto, di un accompagnamento cognitivo.

Infatti, la Ris, tra le diverse indicazioni, “introduce nuove disposizioni per stimolare l’azione nel settore dell’alfabetizzazione finanziaria, incoraggiando gli stati membri a dotare i cittadini dei mezzi per comprendere i rischi e i benefici connessi agli investimenti, come pure per valutare criticamente la consulenza finanziaria che ricevono. Tali azioni spaziano dalla fornitura di materiale adeguato di alfabetizzazione finanziaria per i cittadini alla garanzia che le comunicazioni di marketing delle imprese di investimento siano corrette, chiare e non fuorvianti.”⁽¹⁾

CHE COSA NON ACCETTARE

Di fronte al cliente che dice “scegli tu”, il consulente deve fare una distinzione fondamentale: quella tra delega operativa e delega informativa. La prima è non solo legittima, ma è il cuore stesso del servizio di consulenza. La seconda è qualcosa che nessuna normativa consente di accettare passivamente. Gli orientamenti Esma in materia di adeguatezza riconoscono che «vi possono essere situazioni in cui il cliente non è disposto a rivelare la sua situazione finanziaria completa»⁽²⁾, ma stabiliscono al

tempo stesso che l’impresa deve adottare misure ragionevoli per raccogliere le informazioni necessarie. La delega del cliente non esime il consulente: al contrario, lo espone maggiormente. In concreto, il cliente può legittimamente dire di non volere seguire i mercati ogni giorno, ma non può rifiutarsi di dire i suoi obiettivi, la sua situazione, quanto è disposto a perdere prima di preoccuparsi. E su questi aspetti il consulente non può cedere. Il motivo è duplice. Da un lato c’è il rischio legale: in caso di perdite significative, il cliente che non ha capito i rischi può rivaleersi e, senza documentazione del processo di adeguatezza, il professionista è indifeso. Dall’altro, c’è il conflitto d’interesse latente: senza la bussola del profilo cliente, le scelte possono essere inconsciamente orientate da incentivi commerciali, aprendo la strada all’accusa di mis-selling.

Su questa base, la risposta corretta al cliente delegante non è un rifiuto, ma una riformulazione: «Per scegliere bene per te, ho bisogno di conoscerti. Non ti chiedo di diventare un esperto di finanza: ti chiedo 10 minuti per capire insieme che cosa è importante per te».

TRE MOMENTI CRUCIALI

L’obbligo di formazione del cliente non è un evento puntuale, ma un processo continuo che si articola in almeno tre momenti distinti nella vita della relazione professionale.

Il momento dell’investimento.

Non basta consegnare la documentazione obbligatoria. Il consulente deve verificare che il cliente abbia compreso, non soltanto firmato. Ciò significa sapere spiegare, con un linguaggio accessibile, che cosa fa uno strumento finanziario, come si comporta in scenari avversi, perché è adatto al profilo specifico di quella persona. La firma sul Kid non esaurisce l’obbligo informativo, ma ne è soltanto il presupposto formale.

Durante la vita del portafoglio.

Gli incontri periodici di revisione non possono ridursi a rendicontazioni di performance. Essi devono diventare occasioni di aggiornamento della comprensione del cliente: che cosa è successo sui mercati, perché il portafoglio si è comportato in un certo modo, quali significati hanno le oscillazioni che il cliente ha osservato sul suo





estratto conto. È in questi momenti che la formazione si sedimenta, non attraverso lezioni frontali, ma mediante conversazioni contestualizzate.

Nei momenti di stress del mercato.

È quando i mercati scendono bruscamente che la formazione pregressa dimostra il suo valore reale o la sua assenza. Come segnala la letteratura accademica citata dalla Consob sui programmi di educazione finanziaria, «le persone con livelli di alfabetizzazione finanziaria maggiori sono più propense a ricercare consulenza»⁽³⁾ e a non abbandonare le posizioni nelle fasi di turbolenza. Il cliente che non ha mai davvero capito il concetto di volatilità diventa colui che chiama in preda al panico e vuole vendere ai minimi. Bisogna quindi che il professionista faccia un lavoro di formazione negli anni positivi, ossia un investimento che si ripaga proprio nei momenti di turbolenza.

COGLIERE LE OPPORTUNITÀ

L'esperienza sul campo dimostra che

esistono alcune strade che il consulente di qualità e dotato di buon senso può percorrere per trasformare il vincolo di formazione in opportunità. Ecco alcuni esempi tratti da colloqui con diversi consulenti.

- Riformulare la formazione come atto di rispetto, non di sfiducia.

Al cliente storico che si sente interrogato su cose che già sa, il consulente può rispondere: «Voglio che tu possa sempre difenderti, anche da me, se un giorno dovesse servire». La trasparenza e la formazione diventano così un'estensione della relazione, non un obbligo da sbrigare in fretta, non una messa in discussione del professionista.

- Usare la storia comune come materiale didattico.

Il consulente con un cliente di lunga data ha uno strumento che nessun manuale può replicare: la storia condivisa. «Ricordi il 2020, quando i mercati crollarono del 30% in tre settimane? Ecco perché aveva-

mo costruito il portafoglio in quel modo». Questa, secondo l'esperienza di diversi professionisti, è formazione finanziaria autentica, contestualizzata e verificabile, infinitamente più efficace di qualsiasi documento informativo standard. Chiaramente, però, è possibile solo nei rapporti instaurati da tempo.

- Documentare i tentativi di coinvolgimento, non solo i rifiuti.

La normativa protegge il consulente che ha fatto ogni ragionevole sforzo per informare. Non basta registrare che il cliente non voleva sapere: bisogna tracciare come si è cercato di coinvolgerlo, con quale linguaggio, in quale occasione.

- Costruire portafogli con strutture di costo difendibili.

Un portafoglio costruito con strumenti efficienti è anche un portafoglio più facile da spiegare e da difendere.

CONCLUSIONE

La normativa europea sta ridefinendo la professione di consulente finanziario in modo più profondo di quanto la maggior parte dei professionisti abbia ancora metabolizzato.

Non si tratterà di adeguare qualche procedura o di aggiornare qualche documento: occorrerà abbracciare un ruolo diverso, quello di mediatore di comprensione tra la complessità dei mercati e la vita reale del cliente. Il consulente che accetterà questa sfida, che imparerà a spiegare prima ancora di raccomandare, che trasformerà ogni incontro in un'occasione di crescita condivisa, non starà solo rispettando una norma, ma starà costruendo qualcosa che nessuna regolazione può imporre e nessun concorrente può replicare facilmente: una relazione in cui la fiducia del cliente non è una delega in bianco, ma il risultato di una comprensione autentica.

Chi non farà questo salto culturale rischia non solo sul piano normativo, ma su quello della fiducia, che è, alla fine, l'unica vera risorsa non replicabile di questa professione.

1. <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2025/12/18/retail-investment-strategy-council-and-parliament-agree-on-package-to-empower-consumers-while-boosting-markets/>

2. Fonte: ESMA, Orientamenti sui requisiti di adeguatezza MiFID II, ESMA35-43-3172, aprile 2023, nota 19 al § 42

3. Fonte: CONSOB, Quaderni di Finanza n. 84 — Le sfide dell'educazione finanziaria, citando Collins (2012), FINRA Financial Capability Survey

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.



seguiaci



www.fondiesicav.it

Van Dyck, il viaggio di un genio nell'Europa del Seicento

a cura di Emanuela Zini

“Van Dyck l'europeo il viaggio di un genio da Anversa a Genova e Londra” è la più gradevole mostra sul maestro fiammingo degli ultimi 25 anni e si configura come uno degli appuntamenti più rilevanti della stagione espositiva italiana, non solo per la qualità dei prestiti internazionali, ma per la capacità di restituire, con rigore critico e impatto visivo, il ruolo centrale dell'artista nella pittura del '600 europeo.

La mostra vuole essere un viaggio alla scoperta del Van Dyck di “tre patrie” e di “tre stagioni” distinte, che conduce il visitatore non in un percorso strettamente cronologico, ma con proposte tematiche che più chiaramente testimoniano come la sua arte sia stata in grado di adattarsi e di maturare. Ma soprattutto di conquistare il gusto e il favore di tutti, allora come oggi.

Uno dei nuclei più intensi del percorso dell'esposizione è quello dedicato alla produzione religiosa, dove emerge con chiarezza la capacità di Van Dyck di coniugare pathos e raffinatezza formale. Il grande “Matrimonio mistico di Santa Caterina”, proveniente dal Museo del Prado, si impone per l'equilibrio compositivo e la luminosità diffusa che avvolge le figure, mentre il “San Sebastiano” della Scottish National Gallery rivela una tensione emotiva più accentuata, costruita attraverso un uso calibrato della luce e una resa anatomica di forte naturalismo. Accanto a questi capolavori, l'inedito “Ecce Homo”, di collezione privata, introduce una dimensione più intima e meditativa, quasi a suggerire una riflessione sulla sofferenza umana filtrata at-

traverso una sensibilità moderna. Ma è soprattutto la monumentale “Crocifissione” proveniente dalla chiesa di San Michele di Pagana a colpire: unica pala pubblica realizzata dall'artista per la Liguria, l'opera si distingue per la potenza drammatica e per una costruzione scenica che trasforma il soggetto sacro in un vero e proprio evento teatrale.

IL GENIO PRECOCE

Ad accogliere il visitatore è un'opera sorprendente: il primo autoritratto noto di Van Dyck, eseguito intorno a 15 anni. Il dipinto, in prestito dall'Accademia di Belle Arti di Vienna, testimonia una precocità fuori dal comune, già capace di restituire profondità psicologica e controllo tecnico.

La sezione dedicata alla ritrattistica, ambito in cui Van Dyck diventerà il più influente interprete dell'aristocrazia europea, si articola attraverso prestiti di eccezionale rilievo. Il “Ritratto di Carlo V” a cavallo dagli Uffizi e i “Tre bambini Giustiniani Longo” della National Gallery di Londra mostrano due registri differenti: da un lato la celebrazione del potere, dall'altro una più intima rappresentazione dell'infanzia aristocratica. Il “Ritratto dei Principi Palatini”, in prestito dal Louvre, conferma invece la capacità dell'artista di costruire immagini ufficiali che coniugano eleganza, autorità e una sottile introspezione.

MATERIA, COLORE E MODERNITÀ

Se c'è un elemento che attraversa l'intera mostra è l'uso del colore. Van Dyck eredita da Peter Paul Rubens una tavo-



Anton van Dyck – Autoritratto, 1616-1617, olio su tavola, Rubenshuis, City of Antwerp

lozza ricca e vibrante, ma la rielabora in chiave più sofisticata e atmosferica. Nei suoi dipinti il colore non è mai mero ornamento: diventa struttura, costruzione dello spazio, veicolo emotivo.

Lo dimostrano opere come lo studio per “San Gerolamo” della Phoebus Foundation, sorprendentemente moderno nella sua essenzialità, o “Le quattro età dell'uomo” da Palazzo Chiericati, dove la variazione cromatica accompagna il fluire del tempo. Il “Sansone e Dalila” della Dulwich Picture Gallery evidenzia, invece, una sensualità pittorica contrassegnata da contrasti morbidi e superfici vellutate.

La mostra non si esaurisce nelle sale di Palazzo Ducale, ma si estende idealmente alla città. Genova fu infatti uno dei centri fondamentali nella carriera di Van Dyck, che vi soggiornò a lungo lasciando un'impronta duratura. I musei di Strada Nuova, in particolare Palazzo Rosso e Palazzo Bianco, offrono un naturale completamento del percorso espositivo, permettendo di cogliere il dialogo tra l'artista fiammingo e i contemporanei nordici attivi nella città.

In questo senso, l'esposizione si configura anche come un progetto di valorizzazione territoriale: un invito a riscoprire Genova attraverso lo sguardo di uno dei più grandi protagonisti del Barocco.

Pittore di corte e interprete del sacro, innovatore del linguaggio cromatico e fine indagatore dell'animo umano, Van Dyck seppe costruire una cifra stilistica destinata a influenzare profondamente la ritrattistica europea nei secoli successivi.

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://www.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.