

# FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 19 - numero 184 - maggio 2026



BANCHE CENTRALI IN ATTESA

BORSE, TRA TECNOLOGIA E DIFENSIVI



# 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](http://www.bancagenerali.com)



## IL PARADOSSO DI TRUMP di Giuseppe Riccardi



«L'economia è migliore della narrazione», ha sintetizzato Chris Zaccarelli di Northlight Asset Management, commentando i dati molto favorevoli sull'occupazione Usa di pochi giorni fa. «Ci sono venti contrari ovunque, eppure il mercato del lavoro cresce, il Pil cresce, gli utili societari accelerano». È in effetti un vero paradosso, in un momento in cui la Casa bianca fa esattamente il contrario di ciò che dovrebbe fare e il suo leader diffonde sfiducia come nessun altro prima di lui. Il suo livello di popolarità è tra i più bassi di tutta la storia degli Usa. Ci si aspettava il contrario: i dazi imposti nei primi 100 giorni hanno colpito catene di fornitura globali, la guerra con

l'Iran ha riportato il barile in territorio a tre cifre, l'inflazione resta vischiosa e la Fed continua a tenere tassi più alti più a lungo del previsto. Eppure le aziende continuano ad assumere.

Considerando che la Fed ha due ruoli istituzionali, combattere l'inflazione e salvaguardare l'occupazione, oggi il presidente della Banca centrale che sta per subentrare, con questi dati sul lavoro e un'inflazione core che aumenta leggermente, ma certamente non schizza, potrebbe trovarsi nella situazione di abbassare i tassi. E considerando che non si tratta di una persona che è disposto a tutto pur di resistere, c'è da aspettarsi che il taglio, nonostante le

previsioni dei mercati, arrivi in fretta.

E poi c'è il boom dell'intelligenza artificiale, travolgente, fuori dagli schemi, con una crescita delle quotazioni dei titoli più importanti che viene considerata una vera e propria bolla e che, incurante di questi giudizi, prosegue nella sua marcia trionfale. Per il momento è evidente che qualsiasi metrica venga utilizzata per dare un giudizio è inadeguata e la vita di gestori e consulenti che devono costituire dei portafogli è durissima. Potrebbe succedere di tutto.



## I DIECI ANNI CHE HANNO SCONVOLTO IL MONDO di Pinuccia Parini

Il presidente Donald Trump è atteso a Pechino per incontrare il presidente Xi Jinping il 14 e 15 maggio 2026. Si tratterebbe della prima visita in Cina di un presidente degli Stati Uniti dopo quasi 10 anni. Ma il condizionale è d'obbligo: la situazione internazionale è tale che non sarebbe una sorpresa se ci fosse un'ulteriore posticipazione del viaggio. L'ultimo presidente americano a visitare Pechino fu lo stesso Trump, ma da allora ci sono stati molti accadimenti e gli equilibri internazionali sono cambiati. È difficile pensare che le due grandi potenze, dalle quali dipende il 42% del Pil globale, possano raggiungere risultati significativi durante la pros-

sima riunione. Cina e Stati Uniti continuano a nutrire profonde divergenze su una serie di questioni, tra cui l'economia e il commercio, i temi legati alla difesa e alla corsa al riarmo, la questione di Taiwan e la guerra in Medio Oriente. I due leader, dopo il loro incontro a margine del vertice della Cooperazione Economica Asia-Pacifico a Busan lo scorso ottobre, avevano concordato una tregua commerciale che, probabilmente, entrambi auspicano di prolungare. La Cina ha bisogno della tecnologia americana e gli Stati Uniti degli investimenti cinesi, ma soprattutto delle terre rare.

Il terreno scivoloso per gli americani è la guerra contro l'Iran e la chiusura dello Stretto di Hormuz, perché Pechino è il principale acquirente di petrolio iraniano ed è desiderosa di evitare una recessione globale che

colpirebbe l'esportazione dei suoi prodotti, un pilastro importante della crescita del Paese. Tuttavia la Cina di oggi non è quella del 2017: nonostante anni di crisi immobiliare, deflazione, debolezza dei consumi, il Dragone ha rafforzato la sua presenza in campo tecnologico e consolidato la sua leadership nella catena dell'energie rinnovabili. A livello di politica internazionale ha assunto il volto di partner responsabile, che gli consente di stringere alleanze e consolidare il suo ruolo a livello globale. Dall'altro gli Stati Uniti di Trump si trovano in una situazione più delicata: l'economia americana è forte, ma lo status e l'egemonia globale del Paese sono oggetto di incrinature, spesso associate alle politiche dell'attuale amministrazione.

L'impressione è che, nel prossimo incontro, sarà Xi a partire da una posizione di forza.

## SOMMARIO

Numero 184  
maggio 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,**  
**Flavio Burrai, Arianna Caviglioli,**  
**Paolo Andrea Gemelli,**  
**Rocki Gialanella, Mark William Lowe,**  
**Fabrizio Pirolli, Pier Tommaso Trastulli,**  
**Emanuela Zini**

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

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

direttore responsabile  
**Alessandro Secciani**

stampa  
**Tatak S.r.l.s.**  
[www.tatak.it](http://www.tatak.it)

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

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

**3** EDITORIALE

**6** GEOPOLITICA  
Ungheria, bentornata in europa!

**8** OSSERVATORIO ASIA  
Corea, una grande spinta dai chip, ma la Banca centrale è cauta

**10** FACCIA A FACCIA  
*Marco Piersimoni, Co-Head of Multi Asset Euro, Pictet Asset Management*  
«Investitori solo sull'AI, il resto è secondario»

*Huw Davies, Investment Manager,  
Jupiter Strategic Absolut Return Bond, Jupiter AM*  
«Una gestione dinamica nei mercati obbligazionari»



**14** FEDERAL RESERVE  
Fed tra luci e ombre

**EUROZONA**  
Vaso di cocchio tra domanda debole e caro petrolio

**TECNOLOGIA**  
AI sempre più forte sui mercati, ma non è un porto sicuro

**DIFENSIVI**  
Growth, ciclici e difensivi per una vera strategia prudente

**26** M&G INVESTMENTS  
Emergenti, mercati in evoluzione

**28** VONTOBEL  
Costruire scenari tattici per diversificare il portafoglio

**30** PLENISFER INVESTMENTS  
Affrontare il presente, guardando oltre

**32** INVESCO  
Ben diversificati in un contesto geopolitico incerto

**34** FLOSSBACH VON STORCH  
Guerra e borsa

**38** OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE  
Un pilastro dell'economia sanitaria

**41** OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA  
L'eredità che non aspetta

**44** LA FINANZA E LA LEGGE  
La riforma del Tuf e il nuovo volto della gestione collettiva

**46** BANCA GENERALI  
Banca Generali, investire in tempo di guerra, tra 'attacco' e 'difesa'

**47** ARTE  
Andy warhol e l'Italia: un dialogo tra arte,  
mercato e cultura negli anni '70 e '80

**49** CONSULENTI&RETI  
**Stefano Gallizioli**

**54** INCHIESTA  
Sempre più Eltif nella rete



# Scanning the markets for your investments



## **onemarkets by UniCredit**

è il punto di riferimento per soluzioni di investimento all'avanguardia, dai fondi ai prodotti strutturati, dalle obbligazioni ai prodotti alternativi.



[onemarkets.it](https://onemarkets.it)

**onemarkets** by  **UniCredit**

Questa è una comunicazione di marketing. Investire comporta dei rischi. L'investimento potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori. Si prega di consultare il prospetto e il KID prima di prendere una decisione finale di investimento.

## Ungheria, bentornata in Europa!

a cura di Mark William Lowe

Per gran parte dell'ultimo decennio, l'Ungheria ha occupato una posizione scomoda all'interno dell'Unione Europea. Pur rimanendo membro del blocco e beneficiando dei suoi mercati e dei suoi fondi, ha spesso agito come uno dei suoi più ostinati oppositori interni. Sotto Viktor Orbán, Budapest è stata associata a veti, controversie istituzionali, crescente vicinanza a Mosca e a un modello politico che molti critici giudicavano sempre più illiberale. L'Ungheria era in Europa, ma spesso in contrasto con la sua linea.

### UNA FASE TERMINATA

Quella fase è ora terminata. La vittoria elettorale di Peter Magyar segna il cambiamento politico più significativo in Ungheria da quando Orbán è tornato al potere nel 2010. Nelle capitali europee, il risultato è stato accolto non solo come un semplice cambio di governo, ma come una svolta strategica. Nel giro di pochi giorni, il Paese ha ritirato la sua opposizione a un importante pacchetto finanziario per l'Ucraina, dimostrando immediatamente che il cambiamento politico interno a Budapest può influenzare le decisioni europee in senso lato.

Tuttavia, è necessaria cautela. L'Ungheria non è passata dall'instabilità alla stabilità dall'oggi al domani, né da una politica nazionalista a un consenso liberale. Orbán avrà anche perso la carica, ma il sistema istituzionale costruito durante i suoi anni al potere non è scomparso. I fedelissimi rimangono in diverse parti dello stato,

l'influenza dei media è ancora contesa e le distorsioni economiche legate al clientelismo politico non possono essere risolte rapidamente.

### CONSEGUENZE IMMEDIATE

Poche elezioni nazionali degli ultimi anni hanno avuto conseguenze così immediate a livello europeo. La decisione dell'Ungheria di ritirare il proprio veto ha permesso l'approvazione di un pacchetto di aiuti da 90 miliardi di euro a favore dell'Ucraina. Per Bruxelles, questo è stato più di una semplice svolta amministrativa. È stato un monito che ha ricordato che uno stato membro può rallentare l'azione collettiva e un mutamento politico a Budapest è in grado di modificare la posizione strategica dell'Unione. Orbán era diventato molto abile nell'utilizzare le procedure europee per massimizzare il potere contrattuale dell'Ungheria. Raramente è stato in grado di bloccare l'Europa in modo permanente, ma spesso è riuscito a ritardare le decisioni, a ottenere concessioni o a imporre compromessi difficili.

Questo stile politico ha conferito all'Ungheria un'influenza superiore alle sue dimensioni, ma ha anche acuito la sfiducia da parte dei partner chiave. Magyar eredita un'opportunità diversa. Se sceglierà

la cooperazione, invece dell'ostruzionismo, l'Ungheria potrebbe rapidamente riconquistare rilevanza e credibilità diplomatica. Ciò rafforzerebbe la sua voce a Bruxelles in modo più efficace di quanto abbiano mai fatto i ripetuti scontri.

### IL SISTEMA RESTA

Rimuovere un leader è più semplice che smantellare un modello di governo. Il lungo mandato di Orbán ha permesso al Fidesz di plasmare le istituzioni, coltivare reti di fedelissimi e dominare gran parte del panorama mediatico. Queste strutture non possono essere smantellate solo con l'entusiasmo della notte delle elezioni. Il nuovo governo dovrà affrontare immediatamente pressioni per riformare la radiotelevisione pubblica, ripristinare l'indi-

“ “ *La vittoria elettorale di Peter Magyar segna il cambiamento politico più significativo in Ungheria da quando Orbán è tornato al potere nel 2010* ” ”

pendenza delle istituzioni e indagare sulle accuse di corruzione legate a interessi di natura politica. Ciascuno di questi passi è necessario, ma comporta un rischio. Riforme perseguite troppo lentamente potrebbero deludere gli elettori e i partner stranieri, mentre riforme eccessivamente



aggressive potrebbero essere denunciate come vendette politiche e provocare la resistenza dell'amministrazione.

Questa è la principale sfida interna dell'era post-Orbán. L'Ungheria deve riformare lo stato garantendo al contempo che le istituzioni pubbliche continuino a funzionare efficacemente. Sostituire un sistema politicizzato con un altro altrettanto politicizzato non porterebbe a grandi risultati.

### **VULNERABILITÀ STRATEGICHE**

La sconfitta di Orbán rappresenta una battuta d'arresto per Mosca. La Russia ha perso uno dei suoi alleati più affidabili all'interno dell'Ue, in particolare per quanto riguarda le sanzioni e la politica nei confronti dell'Ucraina. Ma sarebbe prematuro descrivere l'Ungheria come libera dall'influenza russa. L'energia rimane la vulnerabilità più evidente. L'Ungheria, come la Slovacchia, dipende ancora fortemente dai flussi di petrolio che transitano attraverso l'oleodotto Druzhba. Le recenti controversie hanno dimostrato quanto rapidamente le questioni che riguardano l'approvvigionamento possano diventare problemi politici. Anche con un

nuovo governo in carica, la geografia e le infrastrutture non si modificano al ritmo della politica elettorale. L'influenza russa potrebbe quindi diventare meno politica e più strutturale. Potrebbe agire attraverso i prezzi dell'energia, i legami commerciali, la disinformazione e il generale clima di incertezza che la dipendenza crea. Il riorientamento strategico dell'Ungheria sarà completo solo quando ridurrà queste esposizioni pratiche.

### **AVVICINAMENTO ALL'EUROZONA**

I mercati hanno reagito positivamente al risultato elettorale, sperando che l'Ungheria possa ora sbloccare i fondi Ue sospesi, migliorare gli standard di governance e offrire un contesto imprenditoriale più affidabile. Questi auspici sono comprensibili, poiché è probabile che i rapporti con Bruxelles migliorino e gli investitori, in generale, preferiscono la stabilità al contrasto permanente. Si è inoltre riaccesa la discussione sull'adozione dell'euro. Anche se l'ingresso nell'Eurozona è ancora lontano, il segnale è importante. Suggestisce che l'Ungheria sta nuovamente guardando verso una più profonda integrazione

economica, una maggiore disciplina fiscale e una maggiore stabilità a lungo termine. Tuttavia, l'ottimismo non deve essere eccessivo. Il Paese deve tenere sotto controllo l'inflazione, migliorare la credibilità fiscale e rassicurare gli investitori che le riforme saranno concrete e non solo di facciata. Deve inoltre smantellare alcuni settori dell'economia in cui la politica e i vantaggi economici sono strettamente intrecciati. Si tratta di un processo delicato. Una rottura improvvisa potrebbe minare la fiducia tanto quanto l'inazione.

### **IL COMPITO PIÙ ARDUO**

La vittoria elettorale è stata un momento emozionante, ma governare dopo Orbán sarà un compito più arduo. L'amministrazione di Peter Magyar dovrà dimostrare che l'Ungheria è in grado di riformare le istituzioni senza paralizzarle, di smantellare le reti clientelari senza minare la fiducia economica e di migliorare i rapporti con Bruxelles senza dare l'impressione di esserne subordinata. Dovrà assicurarsi i fondi dell'Ue attraverso un effettivo rispetto delle norme invece che con promesse, gestendo al contempo gli elettori che si aspettano un cambiamento rapido dopo anni di frustrazione.

### **CONCLUSIONI**

Il governo deve inoltre affrontare la questione più profonda della resilienza. L'Ungheria non può rivendicare un pieno ritorno in Europa rimanendo vulnerabile alle pressioni esterne a causa della dipendenza energetica, delle istituzioni deboli o degli spazi d'informazione manipolati. L'autonomia strategica, la governance basata sulle regole e la credibilità dei media non sono più ideali astratti. Sono requisiti concreti.

Infine, l'Ungheria deve evitare la trappola che ha fatto fallire molti governi post-populisti in tutta Europa: la vittoria seguita dalla delusione. Se le riforme si arenano, se il tenore di vita non migliora o se le divisioni interne crescono, le forze politiche ferite possono riprendersi rapidamente. Il Paese è passato dall'essere il dissidente interno più scomodo d'Europa a uno dei suoi esperimenti politici più seguiti. L'Ungheria è tornata in Europa, ma la domanda che più conta è se potrà rimanerci e prosperare.

# Corea, una grande spinta dai chip, ma la Banca centrale è cauta

a cura di **Pinuccia Parini**

Secondo la Banca di Corea (Bank of Korea - Bok), nel trimestre gennaio-marzo il prodotto interno lordo è salito dell'1,7%, mentre su base annuale l'incremento è stato del 3,6%. È stato un vero e proprio ruggito quello della crescita coreana, la più sostenuta degli ultimi sei anni. Le stime sono state abbondantemente battute grazie al boom delle esportazioni, +5,1%, soprattutto dei prodotti tecnologici, chip in particolare, la cui domanda è stata trainata dall'impennata degli investimenti nell'intelligenza artificiale.

### **BANCA CENTRALE CAUTA**

Poco prima della pubblicazione di questi dati, la Banca centrale della Corea ha lasciato invariata la politica monetaria, con il tasso di riferimento al 2,5%, mettendo però in guardia rispetto alla situazione internazionale. Come infatti si evince dal verbale della riunione dell'ultimo Consiglio della Bok, l'incertezza del contesto economico e finanziario richiede una vigilanza maggiore: l'aumento dei prezzi del petrolio e l'interruzione di alcune catene di fornitura, per lo scoppio del conflitto in Medio Oriente, pongono una pressione al rialzo sull'inflazione e al ribasso sulla crescita, nonostante il trend dell'economia sia giudicato in miglioramento, sostenuto dalla ripresa dei consumi e da forti esportazioni. Tuttavia, le condizioni del mercato dei semiconduttori rimangono solide e, inoltre, il governo ha redatto un bilancio supplementare per sostenere la domanda interna. Nonostante tutto ciò, la Banca centrale continua a prevedere che il tasso di crescita complessivo per quest'anno sarà leggermente inferiore alle proiezioni precedenti e che gli elementi positivi non siano in

grado di controbilanciare quelli negativi. Proprio il balzo del greggio è la causa dell'aumento dell'inflazione complessiva per marzo, le cui evoluzioni future dipenderanno dall'esito del conflitto nel Golfo.

### **LA DIPENDENZA ENERGETICA**

Se è vero che il tono della Bok sembra in contrasto con il Pil del primo trimestre, è improbabile che la crescita mantenga lo stesso ritmo elevato nei prossimi trimestri, perché c'è il rischio tangibile che il prolungarsi della guerra contro l'Iran abbia diversi strascichi, che attualmente non sono ancora misurabili, soprattutto se i problemi legati all'approvvigionamento energetico continuassero. Infatti, secondo l'Institute for Energy Economics and Financial Analysis,<sup>(1)</sup> la Corea del Sud importa il 97% del proprio fabbisogno energetico, di cui il 70% dipende dal petrolio e il 27% dal Lng proveniente dal Medio Oriente: ciò rende il Paese molto vulnerabile agli accadimenti in corso. Il governo sudcoreano ha introdotto misure di emergenza per soddisfare la domanda energetica e mitigare l'inflazione: un tetto massimo ai prezzi dei carburanti, sforzi per garantire forniture alternative di petrolio e gas, un allentamento temporaneo dei limiti alla produzione di energia da carbone e un piano accelerato per riavviare cinque reattori nucleari. Ma come accade in tutti i paesi

che si trovano a dipendere da fonti d'energia esterne, la situazione non è così semplice da gestire, soprattutto se si vuole sostenere a pieno regime l'attività manifatturiera.

### **IL BOOM DELLA DOMANDA DI CHIP**

L'industria dei semiconduttori è la spina dorsale del Pil coreano e, attualmente, è in grande spolvero. Secondo uno studio fatto da McKinsey<sup>(2)</sup>, il settore potrebbe raggiungere 1,6 trilioni di dollari di fatturato entro il 2030, rispetto ai 775 miliardi di dollari del 2024, ma ci sono due aspetti che si trova ad affrontare: se, da un lato, c'è una domanda in forte aumento trainata dall'intelligenza artificiale, dall'altro, questa crescita senza precedenti comporta alcuni rischi. Infatti, l'ascesa dell'AI potrebbe innescare una domanda straordinaria di chip, poiché le aziende costruiscono più data center e fanno

“ La Banca centrale della Corea (Bok) ha lasciato invariata la politica monetaria, con il tasso di riferimento al 2,5%, mettendo però in guardia rispetto alla situazione internazionale ”

sempre maggiore affidamento sui dispositivi edge, ma non si può certo escludere la possibilità che si creino colli di bottiglia all'interno di una catena di valore interdipendente sottoposta a tensioni geopolitiche, a nuove politiche sui dazi, a materiali il cui approvvigionamento potrebbe essere limitato. Ora, poiché i dati del

primo trimestre del Pil coreano rivelano che i semiconduttori hanno rappresentato poco più della metà del contributo totale alla crescita (circa il 55% in termini di produzione), il peso di questo settore nell'economia del Paese, essendone l'industria più importante, non può essere ignorato.

Secondo Gartner Inc., nel 2026 il fatturato globale dei semiconduttori dovrebbe superare i 1.300 miliardi di dollari, registrando la crescita più elevata degli ultimi due decenni. «Tra l'elevata domanda di elaborazione AI, networking e alimentazione dei data center e l'inflazione dei prezzi della memoria (memflation), si prevede che nel 2026 l'industria dei semiconduttori raggiungerà il terzo anno consecutivo di crescita a doppia cifra, una pietra miliare che sottolinea il ruolo fondamentale del settore nello stack tecnologico dell'AI», ha affermato Rajeev Rajput, senior principal analyst di Gartner.<sup>(3)</sup> La società di ricerca e consulenza strategica prevede che i ricavi cresceranno del 64% nel 2026, con un triplicarsi del fatturato delle memorie a causa della 'memflation', e stima che i prezzi annuali della Dram e della memoria flash Nand aumenteranno rispettivamente del 125% e del 234%.

## I COLOSSI COREANI

Sembra proprio che i semiconduttori continuino a cavalcare l'onda della crescita e gli investitori scommettano su un boom prolungato per i produttori di chip. La domanda è così forte che i clienti stipulano contratti pluriennali con i giganti dell'industria, tra i quali ci sono due aziende coreane: SK Hynix e Samsung Electronics. Hynix, fornitore chiave di Nvidia, ha parlato di cambiamento strutturale del settore, nel quale la carenza di memorie è tale che per gli acquirenti è più importante accaparrarsi la fornitura di quanto non sia il prezzo. Il 30 aprile Samsung Electronics ha reso noti i risultati finanziari del primo trimestre conclusosi il 31 marzo 2026. La società ha registrato un fatturato consolidato di 133,9 trilioni di won (circa 90,9 miliardi di dollari), il massimo storico su base trimestrale, con un aumento del 43% rispetto al quarto precedente.

Anche l'utile operativo ha raggiunto il massimo storico, salendo a 57,2 trilioni di won (38,8 miliardi di Usd). La divisione device solution ha riportato un aumento delle vendite dell'86% su base trimestrale, con il segmento delle memorie che ha raggiunto il massimo storico in termini di fatturato trimestrale e utile operativo. In precedenza, SK Hynix aveva annunciato, per lo stesso periodo, profitti e ricavi record, nonostante il primo trimestre sia tipicamente

caratterizzato da un calo stagionale. Secondo quanto comunicato, il fatturato ha superato per la prima volta i 50.000 miliardi di won (33,9 miliardi di dollari) su base trimestrale, mentre l'utile operativo, quasi raddoppiato rispetto al trimestre precedente, e il margine operativo hanno raggiunto livelli record rispettivamente a 37.600 miliardi di won (25,5 miliardi di dollari) e al 72%. Samsung, SK Hynix e Micron controllano congiuntamente circa il 90% del mercato delle memorie Dram: è un oligopolio che consentirà ai produttori di memorie di mantenere margini elevati finché continueranno gli investimenti nelle infrastrutture per l'intelligenza artificiale. Ora la vera domanda è chiedersi quale sia la durata di questo ciclo, vista la velocità con cui l'innovazione sta progredendo.

## CONCLUSIONI

Un'economia che è trainata da un settore, come nel caso della Corea, è un rischio da non sottovalutare, soprattutto se la domanda globale di chip si indebolisse per il rallentamento degli investimenti legati all'AI. Il Paese ha bisogno di aumentare la produttività per fare fronte a un calo delle nascite e al rapido invecchiamento della popolazione. Ma, soprattutto, necessita di riforme strutturali per rivitalizzare anche altri settori economici.

Nel frattempo, mentre la società riporta ri-

sultati record, migliaia di dipendenti Samsung minacciano lo sciopero per una controversia sui bonus. Le trattative e le relative azioni sindacali sono guidate dal sindacato più grande per numero di iscritti e riconosciuto come il più rappresentativo, in coalizione con altri due. La sua base è composta principalmente da dipendenti della divisione Device solutions di Samsung. I tre sindacati hanno chiesto l'abolizione del tetto massimo sui bonus legati al rendimento e sulle assegnazioni pari al 15% dell'utile operativo annuale, ma le istanze toccano principalmente la divisione che produce chip. Per i dipendenti di questo comparto, si parla di bonus che potrebbero raggiungere 700 milioni di won (476.000 dollari) a persona quest'anno, creando una grandissima differenza con i compensi dei lavoratori di altre sezioni del gruppo.

È indubbiamente una situazione delicata da gestire. La crescita dell'AI sta rivoluzionando tutto, anche i salari. A questo punto è però lecito chiedersi se questi marcheranno ulteriormente i divari tra la popolazione.

1. <https://ieefa.org/resources/south-koreas-renewable-energy-pivot-can-mitigate-fossil-fuel-dependency-risks>

2. <https://www.mckinsey.com/industries/semiconductors/our-insights/the-next-era-of-semiconductor-value-creation>

3. <https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/2026-04-08-gartner-forecasts-worldwide-semiconductor-revenue-to-exceed-us-dollars-one-point-3-trillion-in-2026>



## FACCIA A FACCIA

**MARCO PIERSIMONI**

CO-HEAD OF MULTI ASSET EURO  
PICTET ASSET MANAGEMENT

# Investitori solo sull'AI, il resto è secondario

a cura di Pinuccia Parini

**Ancora una volta si inizia con la geopolitica e, visto il contesto attuale, non si può fare a meno di chiedere quali effetti avrà la guerra nel Golfo sui mercati finanziari.**

«A mio avviso la geopolitica influenza i mercati in due modi, che se vogliamo sono due facce della stessa medaglia. Il primo riguarda il premio per il rischio, che reagisce a una situazione contingente con oscillazioni più o meno violente, destinate poi a rientrare. Sono eventi che hanno una durata limitata, cui solitamente segue un ritorno di corso verso il loro valore medio di lungo periodo. Il secondo riguarda invece i fondamentali macroeconomici, che possono essere impattati in modo più o meno significativo in base alla specificità del paese considerato. La crisi attuale mostra entrambi i lati della medaglia: c'è

stata una reazione iniziale allo scoppio della guerra nel Golfo, che ha visto il premio per il rischio crescere per poi ridimensionarsi. Le reazioni del mercato ogni volta che il prezzo del petrolio aumentava sono un esempio di questa dinamica: con il passare dei giorni si sono affievolite, segno che gli operatori finanziari hanno imparato a rapportarsi a questa variabile. Fatta questa premessa, se è vero che l'azionario è tornato ai massimi, o in alcuni casi li ha addirittura superati, lo stesso non si può dire per il comparto obbligazionario. Anche le posizioni delle banche centrali sono molto cambiate rispetto a febbraio: oggi il mercato sconta rialzi dei tassi da parte della Bce, mentre ci si aspetta che la Fed assumerà un atteggiamento più attendista: in questo contesto la Reserve Bank of Australia ha già aumentato il costo del denaro. Gli isti-



tuti centrali dei paesi emergenti si trovano in una situazione analoga: anche chi era pronto a tagliare, come la Banca centrale del Brasile, sta posticipando la decisione».

### **Ciò significa che si attende un ritorno dell'inflazione?**

«La lettura dei movimenti nel mercato obbligazionario, che presenta a mio avviso alcuni eccessi, fa pensare che si stia abbracciando uno scenario simile a quello del 2022. Ritengo, però, che questa lettura non tenga conto delle differenze con il presente: oggi la politica monetaria e quella fiscale non sono iper-espansive, come lo erano allora, e il commercio mondiale non si è bloccato, anzi mostra una buona vivacità. Eppure, il mercato si aspetta che le banche centrali intervengano per tenere sotto controllo l'inflazione, le cui attese di lungo termine si sono mosse solo leggermente al rialzo in Europa, mentre negli Usa sono rimaste sostanzialmente ferme».

### **E per quanto riguarda la crescita?**

«Il tema centrale è la scarsità di alcuni prodotti energetici. Per alcuni beni, in Europa e in Asia, nelle prossime settimane si potrebbe arrivare a soglie di criticità: mi riferisco principalmente al gas per uso domestico, alla nafta e al carburante per gli aerei. Se la situazione di stallo nello Stretto di Hormuz dovesse protrarsi più a lungo, è possibile che alla carenza di offerta potrebbe seguire una contrazione delle attività, che in alcuni casi si è già manifestata: alcune compagnie aeree hanno già tagliato le rotte, l'India ha ridotto l'utilizzo di Gpl, la Corea ha adottato misure d'emergenza per limitare l'export di nafta per garantire l'approvvigionamento interno. Credo che però sia importante sottolineare che, dopo la pandemia, le economie sono diventate più flessibili e il settore privato è molto più attrezzato rispetto al 2022 per affrontare la situazione attuale. Le conseguenze della crisi mediorientale sull'economia globale, al momento, vedono una risalita dell'inflazione nel breve periodo e una diminuzione della domanda in alcuni settori industriali, soprattutto quelli ad alto utilizzo di nafta e cherosene. Non va dimenticato, poi, che rispetto al 2022 l'Europa ha compiuto passi avanti importanti nella diversificazione delle sue fonti energetiche: per esempio, in Germania oltre il 50% della produzione proviene

da fonti rinnovabili, mentre il Regno Unito, quando le condizioni meteo sono ottimali, consuma solo energia rinnovabile. L'Europa ha chiaramente alcune criticità da affrontare, ma forse l'anello più debole in questo contesto è l'Asia: grandi economie come India, Indonesia e Corea non hanno investito nelle rinnovabili come hanno fatto le controparti europee, quindi risultano più esposte alle variazioni di prezzo di gas e petrolio. Discorso a parte merita la Cina, che è un gigante quando si parla di rinnovabili: si stima che nel Paese entro il 2030 il fabbisogno energetico dell'intelligenza artificiale sarà soddisfatto interamente da fonti energetiche alternative».

### **Intravede un rischio stagflazione?**

«Potrebbe essere un passaggio intermedio del ciclo economico. Se la crisi in Medio Oriente perdurasse e si traducesse in un'interruzione totale delle catene di approvvigionamento, prima o poi vedremmo ricadute negative anche sulla crescita in uno scenario di inflazione più alta. Attività debole e prezzi al consumo più elevati potrebbero caratterizzare una breve fase, che evolverebbe, successivamente, in un rallentamento economico con un rientro delle attese inflative».

### **Il mercato azionario non sembra particolarmente preoccupato della questione energetica. Cosa ne pensa?**

«L'interesse maggiore degli investitori è concentrato sulla trasformazione della catena di valore dell'AI dagli hyperscaler ai data center, fino al settore delle memorie. Su quest'ultimo fronte, società come Samsung e Sk Hynix in Corea hanno appena chiuso una stagione degli utili eccezionale, con margini elevati grazie al continuo aumento dei prezzi delle memorie, la cui offerta non riesce a soddisfare la domanda. È addirittura possibile che Samsung, nel 2027, diventi la società che registrerà gli utili più alti al mondo. Tsmc ha registrato un aumento dei profitti del 58% nel primo trimestre di quest'anno, superando le previsioni e raggiungendo un nuovo record grazie alla domanda sostenuta di chip per l'AI. Tutto ciò aiuta a comprendere che gli investimenti legati all'intelligenza artificiale stanno ridisegnando interi comparti industriali. È proprio per questo ruolo di rilievo nel settore tecnologico che ritengo che

l'Asia sia disposta a sacrificare le necessità energetiche del resto dell'economia pur di non compromettere l'attività dei propri colossi Ilt».

### **Come tradurrebbe in decisioni d'investimento queste sue riflessioni sui mercati emergenti?**

«Sono dell'idea che gli investimenti nei mercati emergenti vadano approcciati considerando tutte le asset class, ma soprattutto in base alle caratteristiche economiche dei singoli paesi, per potere massimizzare i ritorni. Per esempio, Taiwan e Corea hanno ottime performance azionarie, ma le loro valute si sono mosse nella direzione opposta. Lo stesso vale per la rupee indiana e quella indonesiana. Il cambio delle divise asiatiche esprime le preoccupazioni per i risvolti macroeconomici della crisi dello Stretto di Hormuz, mentre nel resto del mondo le stesse preoccupazioni si sono riflesse sul mercato obbligazionario. Al contrario, in America Latina i paesi produttori di energia hanno beneficiato del caro petrolio soprattutto sul fronte valutario: real brasiliano, peso messicano e quello colombiano si sono rafforzati».

### **E il mercato europeo offre delle opportunità?**

«Il mercato sconta attualmente poco più di due rialzi dei tassi da parte della Bce; pochi giorni fa erano addirittura tre, un'ipotesi che considero poco plausibile e che, di conseguenza, potrebbe offrire un'occasione interessante per investire nei titoli governativi. Una nota positiva arriva, invece, dagli utili. Tuttavia, quando si parla di esposizione azionaria, preferisco i mercati asiatici e quello americano rispetto all'Europa, per considerazioni, sia di carattere macroeconomico, sia microeconomico».

### **In merito agli utili delle società, si intravedono segnali riconducibili all'aumento delle materie prime?**

«La stagione delle trimestrali ha offerto indicazioni molto positive sullo stato di salute delle società, ma si sono visti alcuni effetti del rialzo delle materie prime. Il grande contributo agli utili viene però dai settori della tecnologia e dell'energia, con le revisioni al rialzo più significative nell'It negli Usa e in Asia, mentre in Europa nell'energia e nell'auto».

## FACCIA A FACCIA

### HUW DAVIES

INVESTMENT MANAGER,  
JUPITER STRATEGIC ABSOLUT RETURN BOND  
JUPITER AM

# Una gestione dinamica nei mercati obbligazionari

a cura di Pinuccia Parini

#### Come è cambiato il panorama macroeconomico e geopolitico globale per gli investitori nel reddito fisso?

«Lo scenario è cambiato radicalmente se lo paragoniamo a un paio di mesi fa. Infatti, mentre prima del conflitto nel Golfo gli investitori si concentravano su una potenziale disinflazione indotta dall'intelligenza artificiale, subito dopo sono emerse le aspettative d'inflazione alimentate dall'impennata dei prezzi del petrolio. È tuttavia interessante osservare che, all'interno dei mercati finanziari, ci sono state reazioni differenti, con l'inflazione implicita di breve che è salita, scontando molto velocemente il ritorno del carovita nei prossimi due-tre anni, mentre il tasso forward 10y10y sull'inflazione, che riflet-

te le aspettative sui prezzi al consumo a lungo termine del mercato è addirittura sceso. Probabilmente, questa reazione indica che, se c'è stato uno shock provocato dall'aumento del petrolio, le prospettive a tendere sono diverse rispetto a quanto accaduto nel 2022».

#### Perché?

«Ritengo che la differenza risieda in una serie di fattori. Innanzitutto, oggi non si sta uscendo da una pandemia: i bilanci non sono quelli di allora, non c'è lo stesso senso di liberazione che ci portò a festeggiare la fine di un incubo e non c'è un sostegno di stimoli fiscali della stessa portata. Anche le aspettative del mercato nei confronti della politica monetaria delle banche centrali sono cambiate:



nei prossimi 14 mesi in Nuova Zelanda sono attesi cinque rialzi dei tassi, nel Regno Unito e nell'Unione Europea tre, mentre negli Stati Uniti non è previsto alcun cambiamento (dopo gli attesi 2,5 tagli). Curioso, da questo punto di vista, è stato l'aumento del costo del denaro deciso dalla Reserve Bank of Australia, che è stato accompagnato da commenti improntati alla cautela per le possibili ripercussioni della crisi attuale sull'attività economica e sulle famiglie. Lo stesso governatore della Banca d'Inghilterra, Andrew Bailey, dopo la riunione che ha lasciato i tassi di interesse invariati, ha spiegato che la decisione presa è stata ragionevole considerata la situazione economica e l'imprevedibilità degli eventi in Medio Oriente. Il suo tono è stato però accomodante, sottolineando che la decisione di lasciare fermi i tassi di riferimento non deve fare presagire a un prossimo aumento. In Jupiter crediamo che, nonostante ci sia spazio per un rialzo del costo del denaro, il mercato sia diventato troppo pessimista in merito alla portata dell'aumento».

### **Non coglie alcune contraddizioni nelle reazioni dei mercati?**

«Le borse azionarie hanno reagito molto bene alla crisi energetica, probabilmente perché l'equity è un attivo in grado di resistere all'inflazione, se gli asset sottostanti sono supportati dalla crescita. Tuttavia, è proprio quest'ultima che potrebbe essere messa in discussione da una ripresa dell'inflazione in un contesto in cui le tensioni geopolitiche si accentuano. Ovviamente, la situazione a livello economico non è omogenea. L'aumento dei prezzi dell'energia tocca l'attività economica in Europa e ancora di più in Asia, mentre gli Stati Uniti, paese esportatore netto di petrolio, sono meno esposti alla crisi in atto e godono di un contesto economico più robusto grazie alla spesa per investimenti legati all'intelligenza artificiale. In aggiunta, i risultati trimestrali delle società americane sono stati sopra le attese, anche se credo che le aziende statunitensi siano molto abili a guidare le aspettative di mercato in modo che vengano poi battute. Non da ultimo, gli Usa godono ancora degli incentivi previsti dell'One big beautiful bill act, che potrebbero compensare l'aumento della bolletta energetica».

### **I conti pubblici degli Stati Uniti in deterioramento non sono una preoccupazione?**

«Non è un tema cruciale in questo momento per il mercato obbligazionario americano. Noto solo che, ogni qualvolta il Treasury decennale si avvicina al 5%, si percepisce un certo grado di ansia da parte delle autorità americane. Lo si è visto negli ultimi quattro anni: quando si raggiunge un certo livello, ecco che iniziano le dichiarazioni da parte del Ministero del Tesoro o della Fed indirizzate a calmierare i rendimenti dei governativi. Lo stesso ministro del Tesoro, Scott Bessent, nel 2025 dichiarò che il decennale governativo sopra il 5% creava problemi all'economia del Paese. Personalmente credo che la vera questione per i Treasury non sia il finanziamento del disavanzo pubblico, bensì il livello di prezzo cui sono collocati sul mercato e gli eventuali effetti sul cambio. Questo è un aspetto che non riguarda solo il debito americano, ma anche quello inglese, francese o giapponese. Penso inoltre che la mancanza di una stabilità politica influisca inevitabilmente sul mercato obbligazionario, mettendo pressione sui rendimenti. È ciò che tende ad accadere nei paesi caratterizzati da deficit elevati e da un rapporto debito/Pil significativo».

### **La politica e la geopolitica quanto pesano sulle sue decisioni d'investimento?**

«Pesano in misura significativa, perché si tratta di gestire il rischio di portafoglio, all'interno di un panorama che può cambiare, attraverso l'esposizione valutaria, all'inflazione, cercando di implementare misure di riduzione del rischio per mitigare i ribassi. Il nostro è un approccio dinamico e, quando ci troviamo di fronte a un evento inaspettato, cerchiamo di gestire il rischio. In un contesto come l'attuale, caratterizzato da continui imprevisti, abbiamo deciso di avere una duration contenuta e di gestire il portafoglio in modo che eventuali fasi di volatilità abbiano un impatto contenuto sul fondo. In questo modo, cerchiamo di trarre vantaggio dalle opportunità che il mercato offre in termini di prezzo, senza prendere una posizione di lungo periodo».

### **Quali sono le vostre scelte d'in-**

### **vestimento?**

«Puntiamo al rendimento assoluto e per tale ragione, in questo contesto, ci concentriamo sul valore relativo, piuttosto che sulle posizioni direzionali, per ottenere rendimenti positivi e costanti lungo l'intero ciclo. Il nostro portafoglio è prevalentemente costituito da titoli governativi. Al momento la preferenza è rivolta alle obbligazioni neozelandesi: scontano un elevato livello di rialzo dei tassi in un contesto macroeconomico non così robusto. Ci piacciono il debito australiano e quello inglese, perché pensiamo che prezzino uno scenario troppo negativo. In Europa, nonostante crediamo che la Bce non aumenti per tre volte il costo del denaro, riteniamo che tra le istituzioni centrali sia quella che probabilmente più di altre potrebbe adottare una politica monetaria restrittiva e la ragione di fondo è la mancanza di un'indipendenza energetica del Continente. Abbiamo anche un'esposizione lunga in yen perché pensiamo che la divisa sia sottovalutata e ci aspettiamo che prima o poi la Bank of Japan alzerà i tassi per contrastare l'inflazione. Il nostro posizionamento è per un appiattimento della curva dei rendimenti. In aggiunta, apprezziamo i bond dei mercati emergenti, dove siamo sovrappesati, per via dei loro bilanci più solidi che eliminano il rischio di inflazione e crescita presente in tutti i mercati dei tassi».

### **Gestite attivamente l'esposizione valutaria del fondo?**

«Già da tempo, prima che scoppiasse il conflitto in Medio Oriente, eravamo ribassisti sul dollaro americano per le politiche commerciali della Casa Bianca e per l'esposizione degli investitori molto esposti al biglietto verde, ma intenzionati a diversificare i loro investimenti. Tuttavia, data la volatilità della geopolitica a livello internazionale, abbiamo deciso di ridurre il sottopeso in dollari. Devo ammettere che, anche se il rafforzamento del biglietto verde è avvenuto dopo l'attacco degli Usa e di Israele all'Iran, è stato di breve durata, nonostante l'economia americana rimanga molto solida. La nostra decisione è stata presa semplicemente per diminuire la volatilità del fondo in una fase in cui spesso gli accadimenti sono inattesi».

# Fed tra luci e ombre

di Boris Secciani

**La tregua della guerra nel Golfo, negli Usa, ha contribuito a una ripresa dei corsi azionari, in particolare dei titoli tecnologici, cui ha fatto eco anche un ritorno d'interesse verso i consumi discrezionali. Questa fase è succeduta a una precedente in cui l'ascesa della volatilità aveva visto le società difensive fare meglio. E, sul mercato obbligazionario, sebbene la tendenza di fondo sia l'irripidimento della curva dei rendimenti, non sono mancati momenti di appiattimento che fanno presagire un aumento dei tassi d'interesse. In un contesto in subbuglio a livello mondiale, la Fed si trova dinnanzi a una transizione molto fragile, con un nuovo presidente in arrivo che dovrà leggere lo stato di salute dell'economia americana e decidere quale direzione dare alla politica monetaria. In altre parole, toccherà a Kevin Warsh stabilire se dare la priorità alla lotta all'inflazione, che potrebbe risalire oltre i livelli desiderati, o alzare lo sguardo verso le future dinamiche del mondo del lavoro**

Se si analizza quanto è successo sui mercati nell'ultimo mese, grosso modo da quando

è iniziata la tregua fra Usa e Iran, si scopre un coacervo di fenomeni che riflettono speranze e paure degli investitori oggi come non mai sottoposti a input contraddittori. Il primo dato che salta agli occhi è la ripresa fenomenale dei titoli growth, alla base della rinascita dell'S&P 500, che è riuscito a realizzare nuovi massimi storici tornando sopra quota 7.000. Al recupero dell'equity made in Usa hanno fatto seguito un'ascesa similare da parte del Nikkei 225 e del Kospi, anch'essi protagonisti di nuovi record nella seconda metà di aprile.

A fare da colonna vertebrale della rinascita è stata ancora la tecnologia, con il suo corollario di titoli growth. In pratica anche questa volta a farla da padroni sono stati i listini che puntano sull'ascesa dell'AI come motore primo e ultimo dell'economia di quest'epoca. A latere, si è avuto, non sorprendentemente, anche un ritorno di fiamma delle aziende legate ai consumi discrezionali. Tutto ciò si è accompagnato a fenomeni collaterali la cui correlazione non stupisce più di tanto: il calo del Vix e dei difensivi (energia in primis) nei giorni di speranza, con brevi ritorni alla paura di marzo ogni volta che le parti in gioco nel conflitto mediorientale straparlavano più del dovuto.

## **CURVA DEI TREASURY RIPIDA**

In parallelo, però, forse lo sviluppo più signifi-



ficativo si sta formando sulla curva dei Treasury statunitensi, che appare spinta da una tendenza di fondo all'irripidimento e che si scontra, però, con temporanee pulsioni di bear flattening. Nel primo caso, la logica alla base di questo fenomeno vede come probabile un rallentamento economico cui la Banca centrale americana dovrebbe fare fronte con un abbassamento del costo del denaro. Il tutto, però, si trova in contraddizione con un paradigma di medio-lungo periodo incentrato su dinamiche del costo della vita non troppo benigne. La convergenza al ribasso dei corsi di tutte le scadenze del debito pubblico degli Stati Uniti implica, infatti, che molti istituzionali ritengono che si sia sull'orlo di una stagflazione temporanea, che andrebbe a sommarsi alle magagne appena enunciate sul fronte dell'inflazione strutturale. Vale la pena, peraltro, di tentare di elaborare una breve spiegazione del perché si fa fatica a lasciarsi alle spalle il carovita, anche in assenza di una geopolitica folle.

Al riguardo, arriva in soccorso **Frédéric Leroux**, head of cross asset team e fund manager di **Carmignac**, che invoca una serie di fattori destinati a giocare un ruolo cruciale nella costruzione dei portafogli azionari: «Diverse forze strutturali, che vanno oltre il ciclo macroeconomico di breve periodo, indicano un ritorno duraturo di un'inflazione ciclica. Le più significative sono: le dinamiche

demografiche che riducono la quota di risparmiatori; la fine della Pax americana e il riemergere di tensioni geopolitiche strutturalmente inflazionistiche; l'avvio della deglobalizzazione, che pone fine alla disinflazione ricardiana; la transizione energetica; i massicci investimenti ad alta intensità di risorse ed energia richiesti dall'intelligenza artificiale; i cambiamenti sociologici meno favorevoli all'efficienza economica».

#### UN NUOVO 2022

La piaga dello shock di Hormuz, dunque, costituisce uno dei tanti venti non favorevoli che rischiano di trasformarsi in tempesta. Peraltro, conviene non farsi un eccesso di illusioni sulla normalizzazione prossima ventura dei prezzi dell'oil&gas, visti i danni generati a diverse infrastrutture e siti produttivi lo scorso marzo. **Marco Giordano**, investment director di **Wellington Management**, infatti afferma: «Da alcuni anni la nostra visione prevede un'inflazione strutturalmente più elevata, con il rischio di livelli persistentemente sopra il 2%, soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Politiche fiscali attive, catene di approvvigionamento meno efficienti, mercati del lavoro rigidi ed effetti di secondo livello continuano a sostenere le pressioni sul carovita. L'intelligenza artificiale potrebbe mitigare queste dinamiche, ma l'impatto nel breve periodo resta incerto. Anche nel caso

di una rapida normalizzazione geopolitica, i prezzi energetici potrebbero restare elevati nel medio termine».

Il risultato di un simile groviglio di magagne è avere una Fed, impegnata in una delicata transizione dall'era Powell, caratterizzata da una ridotta propensione al lassismo, a quella Warsh. Infatti, lo scorso meeting di aprile in cui i tassi sono stati lasciati invariati, come previsto dal consensus, si è caratterizzato per dichiarazioni del presidente uscente improntate all'assoluta neutralità e data dependency, frutto di un compromesso ben sintetizzato da **Martina Daga**, macro economist di **AcomeA Sgr**: «Il driver principale della Fed oggi è l'inflazione, in particolare la componente dei beni "core", quella più esposta alle tariffe, su cui Powell nel meeting di marzo ha chiesto di vedere progressi chiari prima di muovere i tassi. Può permetterselo, perché il mercato del lavoro, seppure fragile, resta in equilibrio. Negli Usa dopo gli shock degli ultimi anni qualunque aggregato si guardi viaggia intorno al 3%. È come se il 3% fosse il nuovo 2%, un equilibrio con cui la Fed sembra convivere. A marzo il dato di inflazione è risalito al 3,3% trainato principalmente dai carburanti, ma anche la componente super-core (servizi core ex housing) resta vischiosa, segnale che le pressioni non vengono solo dalle tariffe o dall'energia, ma sono più radicate nell'economia americana. La Fed per il momento vede ancora rischi al suo duplice mandato, fermare il rialzo sui prezzi e il ribasso dell'occupazione. Lo scenario più probabile è quindi una Fed on hold, finché non avrà maggiore visibilità, o tagli molto contenuti, non certo un ciclo aggressivo».

#### RISCHIO CORSA DEI PREZZI

In pratica, le autorità monetarie del Paese riconoscono che le cose sono cambiate rispetto allo scorso decennio e che tornare ai target inflazionistici del passato potrebbe non essere eccessivamente realistico. Al contempo, però, non si può rischiare di avere una corsa dei prezzi che sfugge di mano a causa della miscela di driver esposta in precedenza. La tesi, per così dire, intermedia non deve pertanto fare dimenticare che non è certo sparita dall'orizzonte la possibilità di una Federal Reserve che stringe i cordoni della borsa in questo 2026. Di questo avviso, ad esempio, è Frédéric Leroux, che sottolinea che, tutto sommato, le condizioni economiche, quanto meno quelle delle aziende quotate, inducono a ritenere che vi sia il mar-

gine per un rialzo dei tassi: «Nel migliore dei casi potremmo assistere a un solo taglio dei tassi e anch'esso resta incerto. Nella seconda metà dell'anno, è più probabile che i rialzi tornino a essere un'opzione concreta. I mercati azionari sembrano già preparati a questo scenario, sostenuti da utili societari solidi che continuano a sorprendere positivamente. Questo slancio degli utili dovrebbe consentire ai mercati di assorbire uno o due rialzi dei tassi di policy senza particolari turbolenze». Sostanzialmente, si prospetta un'incognita sulla direzione futura che vede la fine delle colombe in politica monetaria. Il 2022 ha visto, infatti, l'inizio dell'invasione dell'Ucraina, un disastroso ma breve mercato orso e poi una ripresa delle quotazioni azionarie, grazie all'esplosione dell'intelligenza artificiale e a una tenuta impressionante degli utili delle imprese. Tutto ciò è avvenuto, nonostante un vigoroso incremento del costo del denaro quasi dappertutto. Il 2014 fu, invece, l'anno in cui morì definitivamente l'intenso e lungo trend di ascesa dei corsi delle risorse naturali del decennio precedente e che inaugurò una fase di quasi deflazione in Occidente. I due archetipi rappresentano dunque due estremi opposti e Kevin Warsh dovrà sostanzialmente decidere in quale punto della mappa si trova l'economia Usa, e con essa, sostanzialmente, anche il resto del mondo. Da questo punto di vista, se i dati dell'indice dei prezzi al consumo dovessero risultare meno disastrosi di quanto si teme, la visione di colui che si avvia a essere il banchiere centrale più importante della Terra appare un filo meno rigida rispetto al suo predecessore.

#### POCO MARGINE PER I TAGLI

Da questo punto di vista, un ragionamento molto interessante viene elaborato da **Gary Smith**, head of Emea client portfolio manager fixed income di **Columbia Threadneedle Investments**: «Attualmente i mercati prezzano un margine molto limitato per eventuali tagli dei tassi da parte della Fed nel corso dell'anno. Gran parte della comunicazione dell'istituzione si è concentrata su un approccio attendista, alla luce dell'elevato grado di incertezza. Più recentemente, il governatore Waller ha sottolineato che un conflitto prolungato in Iran potrebbe ostacolare il percorso verso un allentamento monetario. Tuttavia, il duplice mandato della Fed consente una valutazione bilanciata tra rischi per la crescita economica e pressioni inflazionistiche: eventuali segnali di indebo-

limento dell'attività economica potrebbero, quindi, aprire la strada a nuovi tagli dei tassi. Occorre, inoltre, considerare il previsto cambiamento nella leadership della Fed nel corso del trimestre. Il nuovo candidato alla presidenza, Kevin Warsh, ha evidenziato in audizione al Congresso che fattori dal lato dell'offerta, quali l'adozione dell'intelligenza artificiale, l'aumento degli investimenti e i miglioramenti della produttività, possano giustificare tassi più bassi, suggerendo un orientamento della politica monetaria nella seconda metà del 2026 più favorevole a un allentamento che a un ulteriore irrigidimento».

#### INFLUENZE OPPOSTE

In concreto, all'intelligenza artificiale vengono attribuite influenze praticamente opposte sull'andamento del Pil nominale. Da un lato, Frédéric Leroux sottolinea gli effetti giganteschi di quella che si sta configurando come la maggiore corsa alle infrastrutture dai tempi del New Deal in America, con tutto ciò che ne consegue in termini di sostegno alle varie filiere che contano sull'espansione perenne dei data center. Dall'altra, invece, Marco Giordano e Gary Smith descrivono un ruolo dell'AI sostanzialmente come una nuova grande ondata di innovazione nell'economia della rete. Un colossale processo di automazione, velocizzazione, aumento e miglioramento di servizi che oggi si basano su una forte componente umana. Una tesi inflativa (ovviamente la prima) e una deflativa simile al Goldilocks di 10 anni fa generate dallo stesso fenomeno.

L'effetto déjà vu, peraltro andrebbe, a intensificarsi grazie anche a ciò che è stato definito come il secondo China shock in cui la Repubblica Popolare sta mostrando una capacità ancora più incredibile, rispetto al passato, di abbassare strutturalmente il costo di ogni suo prodotto.

#### SOLO SETTIMANE, NON MESI!

In maniera piuttosto lineare, **Thibault Colle**, head of corporate debt and senior portfolio manager, di **Ubp**, sostiene: «Prevediamo che il conflitto in Medio Oriente durerà alcune settimane piuttosto che mesi. Di conseguenza, la Fed dovrebbe essere in grado di guardare oltre l'attuale livello di inflazione complessiva e riportare l'attenzione sull'indebolimento del mercato del lavoro. I temi dominanti a più lungo termine che stanno plasmando il panorama globale rimangono la rivoluzione dell'intelligenza artificiale e



**THIBAUT COLLE**  
head of corporate debt  
and senior portfolio manager  
Ubp



*La Fed dovrebbe essere in grado di guardare oltre l'attuale livello di inflazione complessiva e riportare l'attenzione sull'indebolimento del mercato del lavoro*



l'intensificarsi della concorrenza economica da parte della Cina; entrambi questi fattori peseranno rispettivamente sull'occupazione nei servizi e nel manifatturiero. Pertanto, ci attendiamo che la Fed ridurrà i tassi a livelli neutrali. Poiché il mercato ha già scontato i tagli dei tassi per il 2026, qualsiasi indicazione da parte della Fed che il ciclo di tagli possa riprendere prima della fine dell'anno, sarebbe rialzista per il sentiment di rischio». Scegliere il campo inflazionistico piuttosto che quello del ritorno a una sorta di benigna stagnazione porta ovviamente a scelte di investimento radicalmente diverse. Individuare i vincitori in entrambi i casi non è poi così difficile: ciò che vale la pena fare, però, è tentare di individuare quelle opportunità in grado di performare decentemente nel caso in cui volatilità e confusione continuino a farsi sentire per tutto l'anno in corso se non oltre.

# Vaso di coccio tra domanda debole e caro-petrolio

**Il conflitto in Medio Oriente, oltre a destabilizzare la situazione geopolitica, rischia di avere diverse ripercussioni sulla crescita economica globale, in particolare sulle aree meno indipendenti da un punto di vista energetico. Tra queste, indubbiamente, c'è l'Eurozona, dove l'aumento dei costi degli idrocarburi potrebbe riaccendere le spirali inflazionistiche e chiamare in causa la politica monetaria come strumento per contenerle. La situazione attuale si presenta, però, in modo diverso rispetto al 2022 e l'esperienza, rispetto anche a quanto è successo durante la Crisi finanziaria globale, dovrebbe rendere più cauta la Bce nell'affrettarsi ad alzare i tassi d'interesse**

Se gli Stati Uniti vedono la propria Banca centrale costretta a fare i conti con spinte sui prezzi mai sopite, con in più la débâcle dei mercati energetici, l'Eurozona, pur

trovandosi a condividere alcune di questi sviluppi (un po' come qualsiasi economia rilevante sul pianeta), rimane complessivamente soggetta a dinamiche differenti. Su questo argomento un riassunto mirabile viene elaborato da **Sandeep Rao**, senior researcher di **Leverage Shares**: «È interessante notare che la Bce si trova di fronte a un dilemma strutturalmente più acuto rispetto alla Fed. Dopo avere vietato l'importazione di prodotti energetici russi, il Continente ha sviluppato una dipendenza molto marcata dagli Stati Uniti. Se l'America vietasse per legge l'esportazione di energia allo scopo di contenere l'inflazione domestica, gli effetti sulle famiglie europee e sui legami geopolitici con gli Usa sarebbero disastrosi. Per questa ragione, la Bce vuole assicurarsi di non andare a intensificare una recessione causata da uno shock sul lato dell'offerta con rialzi dei tassi, distruttivi nei confronti della domanda. Data la natura imprevedibile dell'amministrazione Trump, qualsiasi decisione della Banca Centrale Europea è destinata a essere accompagnata da un alto livello di incertezza».

## RISCHIO ISOLAZIONISMO

In pratica l'Europa continua a pagare il prezzo di un modello incentrato su manifattura avanzata, ma non supportata da un'adeguata indipendenza energetica. Il futuro, a questo punto, si presenta particolarmente tetro dal momento che, come sottolineato da Rao, qualsiasi potenza (America in testa, ma pure la Cina) è a rischio isolazionismo per quanto riguarda la condivisione delle proprie risorse. Sostanzialmente, il Vecchio continente rischia di vivere un remake di quanto visto nel 2022 e nel 2011: un andamento economico fragile sul quale qualsiasi disruption a livello dei corsi dei combustibili fossili pesa come un macigno. In pratica, un autentico incubo stagflazione che da queste parti abbiamo vissuto diverse volte a partire dagli anni '70 fino ai tempi presenti.

Ad esempio, quattro anni fa Francoforte decise (in ritardo) di pigiare l'acceleratore sull'innalzamento del costo del denaro a fronte di un quadro inflativo che in effetti rischiava di sfuggire di mano. Innanzitutto, si veniva da anni di politiche monetarie ultra-lassiste, cui si sommarono all'improvviso la tragedia ucraina e il temporaneo sfilacciamento delle catene di fornitura asiatiche nella lunga e difficile fase di uscita dal Covid. Al momento, però, le condizioni sono profondamente differenti: per certi versi il paragone più calzante è, appunto, con 15 anni fa, durante lo scoppio della crisi del debito sovrano. Allora l'ex-presidente della Banca Centrale Europea, Jean-Claude Trichet, commise un errore che fu considerato madornale: aumentare i tassi mentre la situazione si stava rapidamente deteriorando e il greggio scambiava ai massimi storici.

## UN FATTORE RASSICURANTE

Un fattore certamente rassicurante da questo punto di vista è che oggi la percezione della realtà da parte delle autorità monetarie è sicuramente meno offuscata da durezze ideologiche, nonostante la presenza di investitori che danno attualmente per scontato un incremento di 50 punti base sul tasso di riferimento europeo da qui a fine anno. In effetti, i comunicati usciti dalla riunione di aprile, in cui non è stato toccato nulla, indicano chiaramente che c'è coscienza dei pericoli derivanti da guerre e tensioni geopolitiche varie, sia sul costo della vita, su una crescita già ridotta al lumicino. L'incer-

“

*L'equilibrio fra la domanda e l'offerta si è stabilizzato in diversi settori di beni e servizi: pertanto le aziende hanno meno possibilità di ampliare i margini*

”



**ROMAIN AUMOND**  
quantitative strategist  
Natixis Im



tezza che Lagarde e soci si trovano ad affrontare, sottolineata da Rao, essenzialmente trova origine in un preciso fenomeno spiegato da **Romain Aumond**, quantitative strategist, di **Natixis Im**: «Non pensiamo che un'elevata inflazione diventerà qualcosa di stabilmente presente, poiché la domanda non può sostenere uno shock dei corsi energetici paragonabile al 2022. L'equilibrio fra la domanda e l'offerta si è stabilizzato in diversi settori di beni e servizi: pertanto le aziende hanno meno possibilità di ampliare i margini. Inoltre, gli squilibri nel mercato del lavoro si sono ridotti, elemento che rende una spirale prezzi-salari (il cosiddetto effetto di Phillips) meno probabile. Un ciclo di rialzo dei tassi affrettato causerebbe all'economia europea danni maggiori rispetto a una Bce

che semplicemente lascia che lo shock abbia delle conseguenze sulla domanda e l'offerta senza agire. Il nostro scenario di base prevede un impatto che influisce in maniera comparabile su entrambi i lati. Infatti, finora non ci sono prove di un cambiamento nell'andamento strutturale dei prezzi. Un approccio paragonabile a quello adottato ai tempi da Trichet rischia di esporre l'Eurozona a condizioni finanziarie più rigide per famiglie, aziende e stati. Ciò andrebbe a deprimere la domanda ancora di più dell'offerta, scatenando una spirale deflazionistica».

## UN ERRORE DA NON RIPETERE

Fuori di metafora, a livello macro dalle nostre parti siamo, sia sul piano congiunturale, sia secolare, talmente malmessi che si

può serenamente contare su un robusto e rapido calo dei consumi, tale da andare a compensare tranquillamente l'inflazione esogena da oil&gas. Un chiaro e doloroso meccanismo di diminuzione dell'offerta che genera a giro di boa una contrazione della domanda. Nello specifico conviene affiancare qualche numero, fornito da **Ugo Lancioni**, senior portfolio manager di **Neuberger**, alla tesi appena espressa: «I mercati prezzano due rialzi Bce entro luglio 2026, ma riteniamo questo scenario eccessivo. Sì, l'inflazione del Vecchio continente potrebbe toccare un picco del 3,5% in estate per poi rientrare verso il 2%, rendendo i rialzi non necessari e creando un'opportunità di aumentare l'esposizione sulla parte corta della curva europea. Lo scenario più avverso della Bce al meeting del 19 marzo stimava il Pil europeo a +0,4%, già troppo ottimistico a nostro avviso, con un rischio recessione non trascurabile. Una serie di rialzi rischierebbe di soffocare la crescita quando sarebbero necessari alcuni tagli: la Bce proverà a non ripetere l'errore del passato».

Siamo, dunque, già sull'orlo della recessione e, di conseguenza, il massimo di ortodossia che il sistema può reggere è un minimo di pugno duro di breve (se non brevissima) durata, giusto per essere sicuri che il caro vita non finisca a generare metastasi nell'economia nel suo complesso. **Ombretta Signori**, head of macro-economic research and strategy di **Ofi Invest Am**, afferma: «Prevediamo che la Bce attenderà ulteriori dati prima di agire e "ignorerà" lo shock. Tuttavia, non si possono escludere rialzi preventivi dei tassi per gestire il rischio di effetti di secondo ordine, soprattutto se la situazione non si normalizzerà entro giugno. In ogni caso, data la crescita più debole in Europa, qualsiasi aumento dei tassi sarà probabilmente lieve e dovuto a dati preoccupanti».

Potenzialmente, dunque, potrebbero arrivare interessanti sorprese per i portafogli degli investitori. Se, infatti, la politica monetaria alla fine si rivelasse rilassata (quindi la previsione di Lancioni sui bond a breve scadenza sarebbe corretta), si genererebbe un impulso in grado di provocare una spinta rialzista lungo la distribuzione degli asset rischiosi. Specie in un mercato ciclico come quello europeo, un progressivo ritorno al modesto, ma stabile tran tran tipico del Vecchio continente. In quest'ot-

tica sicuramente conviene considerare la tesi di un futuro re-rating di diverse attività europee con attenzione.

### UNA CONDIZIONE MINIMA

Affinché tale scenario si realizzi, però, serve quanto meno una condizione minima, evidenziata da **Martin Van Vliet**, global macro strategist di **Robeco**: «Da quando è scoppiata la guerra in Iran, le prospettive sull'inflazione e la crescita nell'area dell'euro sono notevolmente cambiate. Sebbene l'evoluzione del conflitto rimanga altamente incerta, la Bce ha espresso chiaramente la propria funzione di reazione. La presidente della Bce, Christine Lagarde, ha sottolineato che la Banca centrale è entrata in questa fase da una posizione relativamente solida, con un'inflazione vicina all'obiettivo, tassi di interesse intorno al livello neutrale e un mercato del lavoro più freddo, rispetto a quanto osservato durante lo shock energetico del 2022. L'incertezza principale rimane concentrata sui prezzi dell'energia, con il Brent di dicembre ora vicino a 80 dollari al barile. Concordiamo sul fatto che la Bce dispone di un margine di attesa maggiore rispetto al 2022. Il tempo rimane, tuttavia, un fattore importante. Con i prezzi fermi ai livelli attuali, il nostro scenario di base prevede rialzi di 25 punti base a giugno e settembre. Per andare oltre aumenti di 50 bp è probabilmente necessario un nuovo aumento dei corsi dell'energia. L'assenza di rialzi richiederebbe un ulteriore calo dei prezzi. Si noti, tuttavia, che, negli scenari in cui la Bce portasse il tasso sui depositi oltre il 2,5%, ci sarebbero pressioni per un rapido taglio dei tassi».

### UN MONDO DISFUNZIONALE

Il contratto del petrolio Brent scadenza giugno ha addirittura segnato brevemente un massimo sopra 126 dollari in seguito a dichiarazioni di Trump in cui veniva paventato un blocco di mesi del Golfo Persico salvo poi rientrare in seguito a nuove voci di trattativa. Inoltre, al momento, lo Stretto di Hormuz rimane sigillato a causa del blocco messo in atto da entrambe le parti in causa. Tutto ciò per dire che l'ottimismo sulle sorti dell'Eurozona non è da dare per scontato. Nessuno pensa che si tornerà tanto presto a corsi dei fossili paragonabili a quelli di cinque mesi fa. Il mondo attuale,



**MARTIN VAN VLIET**  
global macro strategist  
Robeco



*La Bce dispone di un margine di attesa maggiore rispetto al 2022. Il tempo rimane, tuttavia, un fattore importante*



però continua a essere altamente disfunzionale: va ricordato, infatti, che la curva del petrolio è tuttora in forte backwardation con le quotazioni spot dell'oro nero a livelli inusitati. I rialzi dei future di queste settimane possono pertanto essere letti in termini inquietanti. Nello specifico ci si sta rendendo conto che vi è una non minuscola possibilità che la scarsità di energia attuale si cronicizzi. In tal caso non sarebbe l'inflazione a rappresentare una prospettiva terrificante, bensì il declino marcato dell'attività economica e dei profitti aziendali. Una prolungata carestia di fossili per certi versi riporterebbe il sistema al 2020. Dall'altra parte, quanto meno l'era delle politiche monetarie di stampo teutonico è de facto finita, al di là di un po' di postura temporanea sui tassi: non è comunque poco per chi vuole costruire un'esposizione al Vecchio continente.

# Ai sempre più forte sui mercati, ma non è un porto sicuro

di Boris Secciani

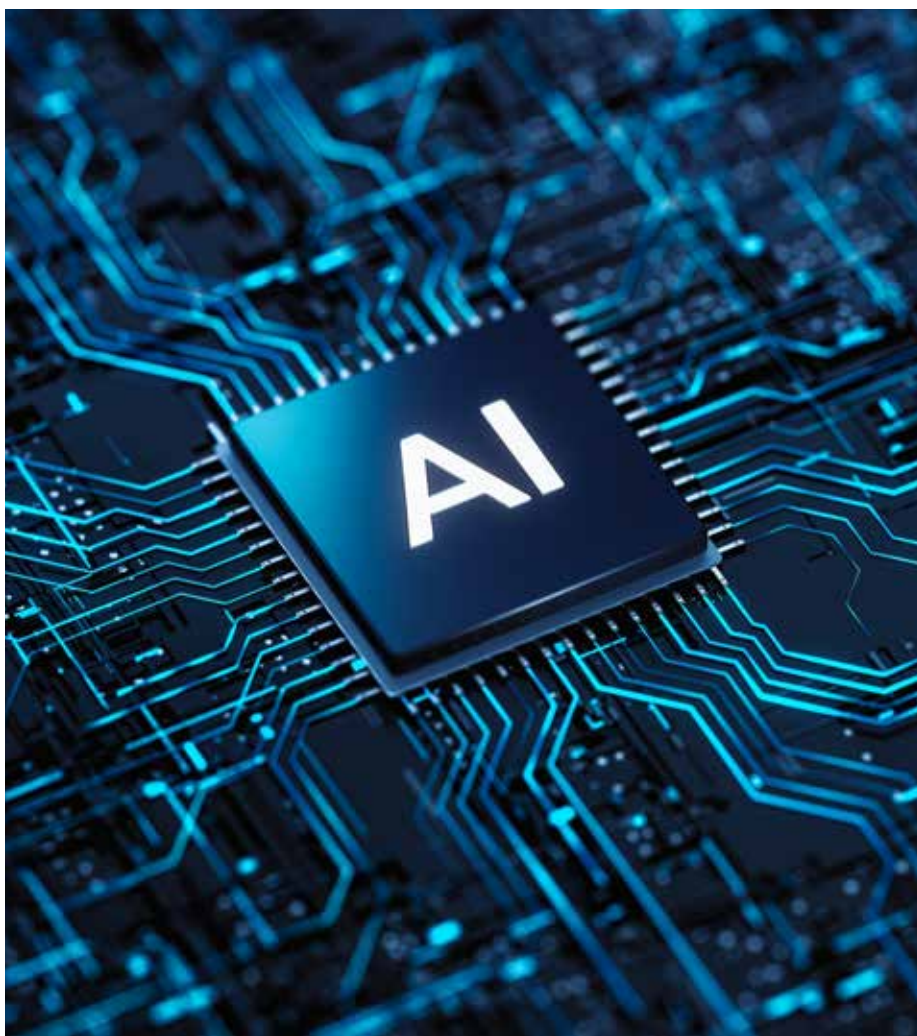
**Che cosa fare con i titoli tecnologici è una domanda ormai presente da un po' di tempo sui mercati, anche se lo scoppio della guerra nel Golfo ha visto una sovraperformance di questo settore. Che sia diventato una sorta di porto sicuro ove rifugiarsi nei momenti di incertezza è una tesi che attira alcuni, ma allontana altri, convinti che il ciclo di investimenti in tecnologia non potrà continuare all'infinito. In altre parole, la domanda di fondo è se i titani del settore saranno o meno i protagonisti di una nuova rivoluzione industriale, senza essere soggetti alle logiche che regolano i cicli economici**

La tregua in Medio Oriente ha portato molto rapidamente a un ritorno delle sovra-performance della tecnologia, in particolare modo per tutto ciò che è legato all'AI. Infatti, ad aprile, il Nasdaq Composite ha messo a segno ripetutamente nuovi massimi storici e ha superato quota 24.800. Le "Magnifiche 7" sono tornate in grande spol-

vero: nello specifico nuovi record hanno caratterizzato i corsi di Alphabet, Amazon e Nvidia. Quest'ultima attualmente gode di una capitalizzazione monstre superiore a 5 trilioni di dollari. La prospettiva, indubbiamente intrigante, che si sta delineando in queste travagliate settimane è che il complesso dell'intelligenza artificiale stia mostrando i segni di fare parte di quel gruppo di asset che normalmente viene definito in finanza "un rifugio sicuro" o "safe haven", se si preferisce. Solo pochi anni fa ipotizzare che azioni growth, una categoria di asset ad alta duration (quindi in difficoltà quando l'inflazione preme e le banche centrali stringono i cordoni), dalle valutazioni elevate e con una visibilità dei ritorni sui giganteschi investimenti non proprio cristallina potessero essere un porto sicuro sarebbe stato considerato pura follia.

## **UNA TESI PROVOCATORIA**

I tempi, però, stanno cambiando e la tesi, ai limiti della provocazione, merita un'analisi seria. Il decoupling dell'AI dal caos geopolitico, infatti, può essere giustificato in termini razionali. Questo comparto rappresenta ormai praticamente il motore unico di crescita del-



le economie occidentali. A ciò si accompagna una narrativa peculiare: una storia di enorme espansione del capex il cui scopo è portare una maggiore efficienza dei processi aziendali. Essenzialmente, manna dal cielo e unica vera prospettiva di continuare a incrementare in maniera seria gli utili in un sistema globale in semi-stagnazione e sempre più in preda a meccanismi di “winner takes it all” (il vincitore prende tutto). Non deve quindi sorprendere il fatto che il rinnovato entusiasmo trascenda la crisi energetica del 2026, anche se vale la pena ricordare che non è molto realistico pensare a una perenne espansione dei data center con un quadro delle risorse naturali allo sfacelo. Sostanzialmente il giudizio sulla qualità e la sostenibilità del rally del tech dipendono da due interpretazioni quasi opposte sulla natura degli hyperscaler: questi titani possono essere visti come gigantesche conglomerate protagoniste di una nuova rivoluzione industriale oppure semplicemente delle mega-cap dell'economia digitale, sicuramente ricche e potenti, ma non l'avanguardia di un nuovo cambiamento radicale.

#### IL FLOP DEI BENI RIFUGIO

Questa tensione, sorprendentemente, trova riscontro nelle parole di diversi money manager. Ad esempio, **Xavier Chapard**, strategist di Lbo Am, azionista di **La Financière de l'Echiquier**, riconosce l'importanza dei driver strutturali pur fornendo una risposta tutto sommato netta al dilemma safe haven o no: «Il settore tecnologico è meno esposto ai rischi ciclici legati allo shock energetico, grazie al boom degli investimenti nel campo dell'intelligenza artificiale. Detto ciò, il settore rimane molto esposto a un rialzo dei rendimenti. Pertanto, non riteniamo che si stia trasformando in un bene rifugio».

Resta però un fatto difficilmente negabile: i tradizionali beni rifugio nell'attuale situazione, che sicuramente avrebbe un grande bisogno di recinti protetti, non hanno funzionato. L'oro, tradizionale scudo nei confronti degli shock stagflattivi, ha visto una brusca interruzione del proprio bull market. Le curve dei governativi oscillano fra l'irripidimento e un bear flattening, non certo un gran segnale di fiducia verso i governi del G7. All'interno



**XAVIER CHAPARD**  
strategist di Lbo Am, azionista  
La Financière de l'Echiquier



*Il settore tecnologico è meno esposto ai rischi ciclici legati allo shock energetico, grazie al boom degli investimenti nel campo dell'intelligenza artificiale.*



dell'equity la dinamica sembra concentrata tra ciclici versus growth, senza grandi entusiasmi nei confronti dei difensivi.

#### E SE FOSSE ROTAZIONE?

La verità potrebbe alla fine essere più banale di quanto si pensi, ossia che ciò cui abbiamo assistito sia una semplice rotazione settoriale dopo un paio di trimestri in cui i giganti della tecnologia statunitensi avevano pesantemente sottoformato. Al riguardo, è sicuramente interessante l'analisi di **Karin Kunrath**, responsabile investimenti di **Raiffeisen Capital Management**: «Le grandi aziende tecnologiche traggono vantaggio da una forte generazione di flussi di cassa, dalle economie di scala e dal tema dell'intelligenza artificiale, che nelle ultime settimane ha sostenuto le valutazioni. Tuttavia, la tecnologia dell'intelligenza artificiale non rappresenta un classico

“bene rifugio” nel senso di copertura contro l’inflazione o i rischi geopolitici: con l’inflazione persistente e i tassi di interesse in continuo aumento, le valutazioni elevate diventano un fattore di rischio, poiché i flussi di cassa futuri vengono attualizzati a un tasso più elevato. In scenari di crisi, gli investitori tendono a preferire i settori difensivi tradizionali (beni di consumo di prima necessità, farmaceutico e, in una certa misura, utility), la liquidità, l’oro o le obbligazioni safe-haven rispetto ai titoli tecnologici più costosi e orientati alla crescita. L’Ai rimane principalmente una storia di crescita a lungo termine, all’interno della quale potrebbero verificarsi anche significative rotazioni settoriali». I movimenti dell’inizio del secondo trimestre potrebbero essere visti quasi come una sovrapposizione di coincidenze che hanno creato una sorta di illusione ottica. Guardiamo nello specifico le varie pedine: lo shock dei fossili ha portato a una fuga generale dalle azioni più cicliche, manifattura europea in primis. Netto al riguardo è **Christopher Jeffery**, co-head of asset allocation di **L&G**: «Le big tech si stanno rivelando una sorta di rifugio sicuro dalle persistenti paure legate all’Iran, ma ciò avviene in un contesto di sei mesi di performance al di sotto delle aspettative e di un declassamento piuttosto marcato. Non si tratta tanto di dinamiche da bene rifugio, quanto piuttosto di un ritorno degli investitori verso un settore che genera utili consistenti, allontanandosi da aree come l’Europa, verso la quale si erano concentrati maggiormente nella speranza di una ripresa ciclica e degli utili entro il 2026».

## IL RISCHIO STAGFLATIVO

Inoltre, il rischio stagflativo ha riportato in auge timori di politiche poco espansive da parte di Fed e Bce. Questo fattore e un quadro fiscale con pochi margini rendono poco attraenti, sia i Treasury, sia i Bund. L’oro, poi, offre un carry fortemente negativo: il suo ruolo di diversificazione di ultima istanza di solito è sufficiente a compensare le proprie caratteristiche negative. Si era però arrivati ai primi mesi di questo 2026 con una quantità enorme di hot money collocato in questa asset class e pronto a emigrare verso lidi più sicuri di fronte a un generale clima di risk-off». Quasi con naturalezza si è dunque tornati alle certezze offerte da Nvidia e le altre, per una volta nella vita quasi a sconto. Risulta, pertanto, non incredibile la convinzione mostrata da diversi gestori sulle prospettive future del tema. Ad esempio, **Raphael Thuin**, head



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



*La recente forza di Big Tech riflette sia un riposizionamento da parte degli investitori, sia ragioni fondamentali*



of capital markets strategies di **Tikehau Capital**, così si esprime: «A nostro avviso quest’anno può rappresentare una svolta nell’adozione dell’intelligenza artificiale. Rimaniamo quindi molto ottimisti nei confronti dell’Ai, soprattutto perché le valutazioni di alcuni titoli del settore sono ora più ragionevoli rispetto ai loro livelli storici. Queste azioni sono inoltre una scelta sensata all’interno di un portafoglio, in quanto offrono diversificazione, essendo meno sensibili al ciclo economico e agli eventi geopolitici. Il settore tecnologico e l’Ai rimangono quindi una forte convinzione nella nostra allocation».

## FORZA RELATIVA E SELEZIONE

Allo scopo di giungere a una sintesi forse è possibile tirare le seguenti conclusioni: l’intelligenza artificiale non si può considerare un rifugio sicuro, in quanto, alla fin

fine, ubbidisce a logiche non così radicalmente diverse dal resto dell’economia. Difficilmente, infatti, il rally continuerebbe a fronte di una curva del Brent appiattita su 140-150 dollari e di banche centrali in modalità prussiana. Al riguardo, c’è un illustre e recente precedente: il 2022, anno in cui il fortissimo rally della tecnologia (spinto dalle trasformazioni indotte dal Covid) si schiantò pesantemente. Al contempo è difficile negare che l’Ai abbia un bel po’ di marce in più e che sia in grado di mostrare maggiore e più prolungata resilienza rispetto, per esempio, all’auto.

Inoltre, allo scopo di continuare a rimanere ancorati alla realtà, oggi conviene tornare a un minimo di stock picking dopo un mese e oltre di pura ripresa degli indici. La reazione volatile del mercato di fronte agli utili (in generale ottimi) e alle previsioni di capex di Amazon, Alphabet, Meta e Microsoft, nonché il nervosismo che circonda Nvidia ogni volta che gli hyperscaler mostrano segnali di crescita nell’autosufficienza dei chip necessari all’Ai, inducono a pensare che non sia irragionevole ritenere che il rimbalzo puro sia ormai alle spalle. Partendo da questo assunto, **Thomas Hartmann-Boyce**, global head of investment solutions di **Ark Invest**, offre una visione interessante: «La recente forza di big tech riflette, sia un riposizionamento da parte degli investitori, sia ragioni fondamentali. Nei periodi di volatilità, i capitali tendono a ruotare verso i pesi massimi dei benchmark. La pura e semplice dimensione del capex dedicato all’Ai e le preoccupazioni sulla cosiddetta SaaSocalypse (l’apocalisse del “software as a service” – n.d.r.) rafforzano la convinzione sulla concretezza della disruption in atto. Sia le aziende, sia gli investitori stanno anticipando l’impatto economico del tutto. Le valutazioni degli hyperscaler, inoltre, rimangono ragionevoli rispetto alla loro media storica. In particolare, ciò è vero se si considera la forte crescita degli utili a livello aggregato. La nostra ricerca, però, individua le opportunità più interessanti al di fuori dei maggiori indici, dove gruppi di minore dimensione e focalizzati interamente sull’innovazione appaiono decisamente attraenti dopo il recente sell-off».

In pratica, in condizioni minimamente normali, la macchina dell’innovazione è posizionata per tornare a sovraperformare in maniera netta, senza per questo dovere pensare che le “Magnifiche 7” e i semiconduttori asiatici vivano in una sorta di empireo.

# Growth, ciclici e difensivi per una vera strategia prudente

di Boris Secciani

**Il contesto di mercato presenta ancora molte incertezze, ma, come sempre accade, è fondamentale trovare un percorso da seguire nelle decisioni d'investimento, in attesa che la situazione si stabilizzi. In questo caso, una strategia barbell, ossia un approccio di investimento in cui attività ad alto rischio e alto rendimento si abbinano ad altre molto sicure e a basso rischio, potrebbe offrire una soluzione che combina titoli growth Usa ad aziende sottovalutate, cicliche e, magari, europee. È comunque utile ricordare che, proprio perché si attraversa una fase delicata, diventa imprescindibile puntare sulla qualità**

Riuscire a navigare con successo i prossimi trimestri inevitabilmente comporta la necessità di azzardare diverse previsioni, se non sull'andamento del conflitto fra Usa e Iran, quanto meno sulla capacità di adattamento del sistema. I motivi per lasciarsi andare all'angoscia e optare per un puro atteggiamento risk-off, qualsiasi cosa ciò voglia dire

in un mondo in cui i beni rifugio stanno sparando, non mancano. Dall'altra parte, gli investitori hanno dalla loro la Fed e la Bce che, seppure non accomodanti, sono in ogni caso ben conscie dell'importanza di preservare il ciclo economico. La strada davanti è stretta, ma esiste un sentiero fatto di una lenta e molto parziale normalizzazione dell'offerta di combustibili fossili cui si accompagna un'inflazione meno feroce del previsto. Qualora si materializzasse questo scenario, per **Frédéric Leroux**, head of cross asset team e fund manager di **Carmignac**, la Banca Centrale Europea, si metterebbe in modalità pro-crescita: «L'Europa deve fare tutto il possibile per sostenere la crescita economica, anche a costo di un'inflazione leggermente più elevata. In realtà, un moderato aumento del costo della vita potrebbe aiutare i paesi dell'Eurozona più indebitati a ridurre il rapporto debito/Pil».

## **UNA STRATEGIA BARBELL**

Se si analizzano le possibili mosse delle autorità monetarie del Vecchio continente, in conseguenza al quadro delineato, si può (pur tra mille caveat) guardare ai ciclici europei. In qualche maniera, questa tipologia di azioni



potrebbe costituire l'altra gamba di una sorta di strategia barbell sull'azionario dei paesi sviluppati che combina una robusta allocazione growth made in Usa (e Asia) ad aziende trascurate dai mercati. Ancora Leroux offre esempi che concretizzano questo approccio: «Gli investitori dovrebbero aumentare l'esposizione al di fuori degli Stati Uniti, concentrandosi su società sottovalutate e sensibili al ciclo economico. Tra queste ultimierentrano banche, società industriali, gruppi minerari e produttori energetici sottovalutati, che tendono a risentire meno dei tassi di interesse elevati. Al tempo stesso, andrebbero considerati anche i beneficiari della crescita legata all'intelligenza artificiale».

L'interesse per il settore energetico è sicuramente naturale, anche se la cautela è di rigore pure in questo caso. **Roberta Caselli**, investment strategist di **Global X**, sostiene: «La variabile chiave è data dalla durata del conflitto. Se i flussi in uscita da Hormuz rimangono limitati, è probabile che si assista a un'ulteriore intensificazione delle pressioni sui mercati energetici globali con un aumento dei rischi di serie ricadute macro. Di conseguenza, l'oil&gas continua a fornire potenzialità di rialzi tattici a fronte, però, di una marcata esposizione a volatilità geopolitica, disruption infrastrutturali, calo delle scorte e interventi di politica economica. Quindi, gli utili nel breve periodo probabilmente continueranno a fornire sostegno alle quotazioni, le prospettive sul

lungo periodo però appaiono meno interessanti. In questo scenario, una delle aree che preferiamo è il nucleare. Le preoccupazioni sulla sicurezza energetica, infatti, continuano a rafforzare la tesi di investimento nel settore».

Dunque petrolio sì, ma non dimenticando la transizione all'elettrificazione, sulla quale, peraltro, le fabbriche dell'Ue avrebbero non poco da dire. Inoltre, un aspetto interessante e sottovalutato nel disastro manifatturiero generale post-febbraio è che le potenze industriali dell'Ue sono sì alla mercé dei fornitori di fossili, ma, da questo punto di vista, l'Asia è messa anche peggio. In quella che rischia di diventare una competizione che informalmente si potrebbe definire di cani affamati, l'industria occidentale ha la possibilità ritrovarsi a colmare un po' del gap di competitività con il Far East. Esplicito su questo punto è **Ugo Lancioni**, senior portfolio manager di **Neuberger**: «Il settore chimico, sia in Europa, sia negli Usa, potrebbe sovraperformare in termini relativi: la riduzione della competizione asiatica, cinese in particolare, sosterebbe i volumi e migliorerebbe i margini grazie ai prezzi elevati dei prodotti finali».

#### **SPESA PUBBLICA E RISCHIO TASSI**

Allo stesso modo non stupisce l'interesse di molti gestori per il settore finanziario, al quale un minimo di inflazione non farebbe certo danni. In pratica, la chiave va ricercata nel ge-

stire un non scontato equilibrio tra i benefici derivanti da una spinta di sottofondo sul Pil nominale e la concreta possibilità di vedere un deterioramento del proprio core business dovuto all'incupirsi del ciclo macro reale. Da questo punto di vista, interessanti appaiono anche le indicazioni di **Gary Smith**, head of Emea client portfolio manager fixed income di **Columbia Threadneedle Investments**: «Tra i settori più solidi rientrano l'energia, le materie prime e industriali legate agli investimenti infrastrutturali e alla difesa, i cui ricavi beneficiano della crescita nominale. Anche il comparto finanziario, in particolare banche ben capitalizzate e compagnie assicurative, possono trarre vantaggio da margini di interesse più ampi. Infine, settori difensivi come healthcare e beni di consumo di base possono offrire una maggiore resilienza grazie alla stabilità della domanda».

Nello specifico, di grande interesse è il punto sollevato da Smith riguardante le infrastrutture e la difesa, ossia una delle componenti considerate più nevralgiche degli investimenti statali. Infatti, allo stato attuale nessun governo ha intenzione di deviare dal percorso neo-keynesiano degli ultimi anni, resosi ancora più necessario per tamponare l'emorragia della domanda privata. Il combinato di botta esogena sui corsi degli input produttivi e governi dalle mani bucatissime (dopo decenni di accumulo di debiti) rappresenta, però, un caso da manuale per giustificare politiche restrittive in materia di costo del denaro. In pratica, un paradigma che potremmo definire come una sorta di mini-2022. Un monito, piuttosto tranchant, a non sottovalutare la volontà di Lagarde e tutti gli altri di smussare gli effetti collaterali delle politiche fiscali europee arriva da **Nabil Milali**, multi-asset&overlay portfolio manager di **Edmond de Rothschild Am**: «Sfortunatamente il rischio di assistere a rialzi da parte della Bce è elevato. Il meeting di giugno potrebbe offrire l'opportunità di spingere in quella direzione ai membri più hawkish, che già prima della guerra erano preoccupati per i potenziali effetti sull'inflazione dei piani fiscali tedeschi. Di conseguenza, è probabile che vadano a enfatizzare l'unico vero mandato della Bce, ossia la stabilità dei prezzi. È probabile che menzionino anche gli errori fatti nel 2022 quando la Banca Centrale Europea fu inizialmente lenta nell'alzare i tassi».

#### **LA QUALITÀ È IMPRESCINDIBILE**

«L'allocazione tattica dei prossimi mesi, dunque, non può basarsi solo sul posizionamen-

to in determinati settori e temi. Essa gioco forza impone un intenso stock-picking che dovrà basarsi su un elemento imprescindibile: la qualità. Quest'ultimo concetto va declinato in due direzioni: da un lato occorre operare in ambiti solidi e difficilmente attaccabili dalla concorrenza e dal calo del potere d'acquisto dei consumatori. **Thibault Colle**, head of corporate debt and senior portfolio manager di **Ubp**, ricorda: «A nostro avviso, i principali vincitori sarebbero i produttori di materie prime ed energia con strutture di costo competitive, le banche in grado di generare maggiori proventi da interessi netti in un contesto di tassi elevati per un periodo prolungato e le aziende del settore dei beni di consumo di prima necessità dotate di un forte potere di determinazione dei prezzi e di un marchio solido».

L'interesse per queste ultime, dunque, non risiede solo nel fatto di offrire beni di base che vengono tagliati per ultimi nelle fasi di magra, ma anche perché hanno un'elevata presenza in un comparto di colossi con una posizione competitiva fortissima. Dall'altro lato, fare della qualità l'asse portante delle proprie scelte implica il fatto di ridurre l'esposizione nel proprio portafoglio a bilanci caratterizzati da alta leva. Netto su questo punto è **Raphael Thuin**, head of capital markets strategies di **Tikehau Capital**: «Riteniamo che le società di qualità siano quelle meglio posizionate per affrontare un contesto caratterizzato da tassi più elevati e da un'inflazione più alta. In genere, presentano un livello di indebitamento inferiore e sono, quindi, meno sensibili all'aumento dei tassi di interesse e dispongono solitamente di un maggiore potere di determinazione dei prezzi, che consente loro di trasferire i maggiori costi sui clienti».

#### ULTERIORI STRATI PROTETTIVI

A quanto detto finora si possono aggiungere ulteriori accorgimenti allo scopo di aumentare ulteriormente la probabilità di sovraperformare i benchmark nella seconda metà del 2026. Un'ulteriore tecnica da considerare è concentrarsi sui protagonisti dei segmenti citati finora andandoli a cercare in particolare modo su piazze fino a poco tempo fa poco glamour. Particolarmente interessante è la tesi di **Christopher Jeffery**, co-head of asset allocation di **L&G**: «Attualmente, il mercato sta riacquistando entusiasmo per quei settori del mercato azionario che ritengono offrano vantaggi strutturali, ovvero intelligenza artificiale, memorie e semiconduttori.



**RAPHAEL THUIN**  
head of capital markets  
strategies  
**Tikehau Capital**



*Riteniamo che le società di qualità siano quelle meglio posizionate per affrontare un contesto caratterizzato da tassi più elevati e da un'inflazione più alta*



La pressione inflazionistica derivante dalle commodity preoccupa relativamente poco questi mercati, dove le dinamiche di domanda e offerta rimangono profondamente favorevoli. Più in generale, gli scenari di stagflazione tendono a favorire un mix di titoli azionari legati alle materie prime e di titoli difensivi a basso costo. Settori come l'energia, l'industria mineraria, le telecomunicazioni, alcuni settori dei beni di prima necessità e i mercati value come quello britannico, che presenta una sovrapponderazione strutturale, sia nei settori delle materie prime, sia in quelli difensivi, tenderebbero a ottenere risultati migliori in un contesto di maggiore stagflazione».

#### LONDRA APRE LA STRADA

L'esempio di quanto è successo a Londra serve a ricordare un elemento: vi è una precisa correlazione fra la rotazione verso i

protagonisti di settori dai multipli a sconto e il ritorno di fiamma dell'intera borsa dove essi sono quotati, in quanto inevitabilmente un loro re-rating finisce per coinvolgere l'intero listino. Per di più, va considerato che mode e manie in finanza tendono a nascere e poi a finire repentinamente. Basti pensare a quanto è successo all'equity coreano: fino alla fine del 2024 era poco meno di un paria, mentre oggi è la piazza più hot della Terra. Non è impossibile immaginare, per esempio, un futuro caratterizzato da sistematiche tensioni sul complesso delle commodity e dalla forza speculare dei colossi dei consumi di base che, in un revival del primo decennio di questo secolo, potrebbe riportare sugli scudi l'azionario di Regno Unito, Australia e America Latina fra gli altri.

Infine, data la non peregrina possibilità di avere rendimenti obbligazionari tendenzialmente crescenti e spinte al ribasso sull'equity risk premium, non va sottovalutata la componente carry di un investimento. **Romain Aumond**, quantitative strategist di **Natixis Im**, pertanto, indica la strategia di concentrarsi sui dividendi come un modus operandi altamente razionale: «Anche se non si tratta del nostro scenario centrale, energia, risorse di base, utility, telecomunicazioni risultano spesso i vincitori nei cicli guidati dall'andamento dei tassi. Lo stesso discorso vale per le aziende di elevata qualità e con stili di investimento basati su elevati dividendi e minimizzazione della volatilità».

#### UN UNIVERSO AMPIO

I gruppi che distribuiscono un'elevata quota del proprio free cash flow, peraltro, costituiscono un insieme che tende a intersecarsi in maniera abbastanza marcata con le nicchie che abbiamo finora identificato. In definitiva, dunque, si può così sintetizzare il tutto: va mantenuto senz'altro un pilastro centrale nella tecnologia, cui accompagnare i protagonisti dell'energia e delle risorse naturali in generale, i padroni dei beni di consumo di prima necessità, le banche più solide, i beneficiari della crescita della spesa pubblica e, con molta attenzione, alcuni industriali ciclici. Senza poi tralasciare quotazioni convenienti e una forte posizione in termini di liquidità, possibilmente regolarmente elargita agli azionisti. Si tratta di un universo sorprendentemente ampio, dato il ritorno alla monomania dell'AI.

Nell'ipotesi, chiaramente, di non vedere un ulteriore e catastrofico salto dei prezzi del greggio.

# Emergenti, mercati in evoluzione

a cura di Pinuccia Parini



**FABIANA FEDELI**  
cio equities, multi asset  
and sustainability  
M&G Investments



**ANDREW CHORLTON**  
cio obbligazionario  
M&G Investments

**M&G Investments** ha condotto un sondaggio, coinvolgendo circa 300 consulenti finanziari e private banker, da cui emerge che le allocazioni ai mercati emergenti sono aumentate nei portafogli dei clienti italiani, nonostante un contesto geopolitico e macroeconomico volatile. Fondi&Sicav ha chiesto a **Fabiana Fedeli**, cio equities, multi-asset and sustainability, e ad **Andrew Chorlton**, cio obbligazionario, quali sono le ragioni del cambiamento di percezione nei confronti di questa asset class.

**Il 2025 è stato un anno particolarmente positivo per i mercati emergenti, soprattutto per la sostenuta performance della componente azionaria. Anche il 2026 è iniziato con ottimi auspici. Si sta assistendo a un ritorno di fiamma?**

**Fedeli:** «Nel 2025 i mercati emergenti (Em) azionari hanno sovraperformato tutte le altre piazze finanziarie e anche dall'inizio di quest'anno sono saliti del 16% rispetto al Nasdaq che ha fatto segnare +7% circa (dati al 6 maggio). Ma non è sempre stato così, tutt'altro, e il decennio passato lo dimostra. Ora la questione è capire quali siano le ragioni di quanto è avvenuto nell'ultimo anno e mezzo, per analizzare se c'è

la possibilità di cogliere ulteriori rialzi dei corsi azionari. In questo senso, può essere d'aiuto considerare l'evoluzione del Roe, l'indice finanziario che misura la redditività del capitale proprio, del mercato americano e dei paesi emergenti. Da un'analisi comparata emerge un divario tra le due aree geografiche che si è ampliato, però, nel 2012, quando di fatto gli Em hanno cominciato a sottoperformare gli Stati Uniti. Tuttavia, nell'ultimo periodo, questo gap è diminuito, con una velocità significativa, a dimostrazione di come sia aumentata la remunerazione del capitale di rischio a fronte di valutazioni di mercato che rimangono nella media degli ultimi 20 anni, a differenza di quanto successo a quelle americane. A ciò va aggiunto un cambiamento strutturale che è in corso nell'area emergente. Dal 1988 i mercati sviluppati (Dm) hanno offerto un rendimento del 6,5% rispetto a 7,2% degli Em, con un drawdown medio del 15% nei primi e del 21% nei secondi; la perdita massima subita è stata rispettivamente del 51% e del 64%. Negli ultimi tre anni e mezzo, invece, il drawdown medio è stato uguale per entrambe le aree, mentre quello massimo è stato superiore per le economie avanzate. Leggo in queste osservazioni un segnale di cambiamento per gli Em».

## **Le stesse considerazioni valgono per il reddito fisso degli Em?**

**Chorlton** «Negli ultimi 10 anni, alla domanda “che cosa comperare nel reddito fisso”, la risposta è sempre stata il mercato del credito, che oggi però è prezzato per la perfezione. Ciò comporta che, se succedesse qualcosa di inaspettato, l'investitore rischierebbe di non essere adeguatamente remunerato per il rischio assunto. Ci sono poi i titoli governativi, all'interno dei quali, proprio di recente (5 maggio) il trentennale inglese ha raggiunto il più alto rendimento dal 1998. In pratica, l'asset class del reddito fisso è caratterizzato da due aspetti contrastanti: il credito si comporta come se nulla fosse successo dal Covid in poi (dal rialzo dei tassi ai dazi per finire alla guerra nel Golfo), mentre i rendimenti dei governativi sono saliti in tutte le economie avanzate, scontando in questo modo una situazione di rischio maggiore. Il caso del Regno Unito può rappresentare un esempio illuminante: il Paese si confronta con margini fiscali limitati, una certa instabilità politica e una Banca centrale percepita da alcuni come in ritardo nel ciclo dei tassi. Fino a non molto tempo fa, caratteristiche di questo tipo erano più comunemente associate ai mercati emergenti. Oggi, tuttavia, il quadro appare più articolato».

## **Perché?**

**Chorlton**: «Potrà sembrare controintuitivo, ma la disciplina delle economie avanzate e di quelle emergenti sta convergendo, anzi le dinamiche in atto segnano un trend che peggiora per i Dm e migliora per gli Em. Le incertezze che pesano su questa regione non sono dissimili da quelle che incombono sul Vecchio continente. E se c'è un momento che ha segnato un punto di svolta è stato dopo la pandemia, con l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia: la volatilità è aumentata, sia negli emergenti, sia negli sviluppati, ma l'incremento in questi ultimi è stato molto più rapido. Se poi si considera la risposta da parte delle banche centrali, quelle delle economie avanzate hanno reagito lentamente al manifestarsi dell'inflazione, mentre le istituzioni dei paesi emergenti, molto più avvezze a gestire l'aumento del costo della vita, hanno risposto prontamente con misure di politica monetaria proattive, mostrando un atteggiamento molto più determinato nel fronteggiare la situazione.

Non è forse un caso se la condizione fiscale ha conosciuto un netto deterioramento nelle economie avanzate e se, in termini di investimento, il rendimento corretto per il rischio negli Em sia superiore rispetto a quello nei Dm. Inoltre, investire nel debito emergente significa avere un'ampia scelta di diversificazione, nella quale la componente più rischiosa è meno correlata all'interno dell'asset class».

## **Quindi si può dire che “Questa volta è diverso” per i mercati emergenti?**

**Fedeli**: «Sono quattro parole che è sempre pericoloso usare, sia nelle relazioni, sia quando si parla di investimenti. Ciò nonostante, credo che questa volta sia diverso, anche se gli investitori non l'hanno ancora pienamente compreso. Prima accennavo alle valutazioni dei mercati che erano sostanzialmente in linea con le medie storiche, ma all'interno del variegato universo degli Em ci sono paesi come la Corea che, per quanto la performance della borsa azionaria sia stata straordinaria, tratta ancora a multipli al di sotto della doppia cifra, perché il rialzo è stato guidato dalla impressionante crescita degli utili aziendali. E sono proprio questi ultimi che stanno trascinando gli indici. Va sempre ricordato, quindi, che negli Em ci sono paesi con caratteristiche tra loro completamente diverse e, di conseguenza, i fattori che muovono i mercati azionari sono non solo differenti, ma sono mutati col passare del tempo. In passato, investire in queste piazze finanziarie significava acquistare titoli legati alle materie prime, ai materiali, all'energia e, probabilmente ai finanziari, anche in primis. Oggi, questi comparti sono scesi molto. Viceversa, il settore con il peso maggiore è la tecnologia, che è quasi triplicata rispetto a due decenni fa, mentre la finanza, per citare un caso, è rimasta invariata come peso, anche se la sua composizione è cambiata».

## **E gli utili aziendali?**

**Fedeli**: «Metà delle aziende che hanno riportato i risultati ha battuto le aspettative di utie. Negli Usa, lo stesso fenomeno ha raggiunto l'80%, ma l'aumento dei profitti netti è stato del 13% rispetto al 15% degli Em. Ciò ci dice due cose: i mercati emergenti hanno trovato un loro motore di cre-

scita e le aziende quotate devono ancora imparare a gestire meglio il consenso del mercato».

## **A questo proposito, tuttavia, ci sono le potenziali conseguenze del conflitto nel Golfo che non sono ancora misurabili. Qual è la sua opinione?**

**Fedeli**: «I paesi che sono importatori d'energia, come Taiwan, Cina e Corea del Sud, compensano questa loro dipendenza dall'esterno con la tecnologia che sostiene la crescita degli utili aziendali, ossia ciò che fa muovere gli indici. Ci sono poi nazioni quali Brasile, Messico e Argentina, che sono esportatrici d'energia e, di conseguenza, beneficiano della situazione che si è venuta a creare con la crisi in Medio Oriente. In aggiunta, a differenza di dieci anni fa, la governance delle aziende è migliorata notevolmente e maggiore è la consapevolezza che non potrebbe essere altrimenti, se si vuole attrarre l'interesse degli investitori domestici e stranieri».

## **Ci sono dei riflessi della guerra all'Iran sul debito emergente?**

**Chorlton** «Le crisi accadono ovunque e gli effetti si manifestano indipendentemente dalla collocazione geografica: è fondamentale la capacità di gestire una situazione a livello, sia pubblico, sia privato. Pensando all'operazione “Epic fury”, beneficeranno della situazione i paesi esportatori di energia e di materie prime, così come il contrario accadrà per i paesi importatori. Ciò si rifletterà sui titoli governativi Em, ma ribadisco, questi sono paesi che hanno fatto grandi progressi in termini di disciplina fiscale che si traduce, nonostante abbiano linee guida più stringenti, in maggiore flessibilità grazie anche a una superiore solidità di fondo. Gli Em sono storicamente abituati ad affrontare gli shock, mentre i Dm, hanno beneficiato fino a tempi recenti di uno scenario più favorevole, caratterizzato da bassa inflazione e condizioni finanziarie accomodanti, che hanno reso meno complesso il processo decisionale per i policymaker. In questo contesto, non sorprende che negli ultimi anni i titoli governativi dei mercati emergenti abbiano registrato performance relativamente migliori rispetto a quelli dei paesi sviluppati».

# Costruire scenari tattici per diversificare il portafoglio

a cura di **Pinuccia Parini**



**GIANLUCA UNGARI**  
responsabile degli investimenti  
per l'Italia  
Vontobel

Cosa fare sui mercati finanziari quando le notizie che si avvicendano possono cambiare lo scenario di fondo è una domanda lecita, ma è pur vero che non si possono rincorrere gli accadimenti per decidere dove investire. Fondi&Sicav ha affrontato il tema con **Gianluca Ungari**, responsabile degli investimenti per l'Italia presso **Vontobel**.

## **Il rischio geopolitico è sempre più presente sui mercati?**

«Il rischio geopolitico si è esacerbato e gli effetti si sono visti sui mercati finanziari: dall'introduzione dei dazi all'attacco all'Iran. Il vero problema, quando si parla di rischio geopolitico, è come prevederlo e come misurarne gli effetti secondari e terziari. Nella situazione attuale, ciò che sta influenzando il posizionamento degli investitori è l'aumento del costo del petrolio e i suoi effetti sull'inflazione, che si sono riflessi sul mercato obbligazionario, più sensibile ai cambiamenti macroeconomici. I titoli del reddito fisso hanno così cominciato a scontare un cambio di politica mone-

taria, gli indici azionari, invece, sono saliti perché sostenuti dagli utili aziendali: 28% di crescita dell'Eps per l'equity Usa nel primo trimestre, con le società tecnologiche che hanno fatto registrare +42%. Per il 2026 le previsioni sono di +20% per gli Usa e +11% per l'Europa, dati che dipingono un contesto economico solido e sorprendente (20% di earning surprise negli Usa), visto che le stime sono state riviste al rialzo con la guerra nel Golfo in corso. Una parte della crescita degli profitti è legata all'aumento del fatturato (+10% circa), ma c'è stata anche un'espansione dei margini, fenomeno che indica uno scaricamento a valle, ossia al consumatore finale, del rialzo del costo di alcuni beni di produzione».

## **Il mercato però non sembra preoccupato per questi aumenti. Come mai?**

«A mio avviso, gli operatori stanno ancora valutando quali saranno gli impatti della crisi energetica sull'economia reale: a livello sia top-down, sia bottom-up, i segnali rimangono positivi. Questa è for-

se la ragione per cui l'ipotesi che ci si possa trovare in uno scenario di stagflazione non si riscontra ancora nel mercato obbligazionario».

### **Come si costruisce un portafoglio in un periodo in cui molti fattori confliggono tra di loro?**

«In qualità di gestore multi-asset, questo è il problema principale che affrontiamo quotidianamente. Il mandato che abbiamo ricevuto è di proteggere il patrimonio degli investitori e ciò fa sì che le nostre decisioni d'investimento siano improntate più a contenere i rischi di ribasso che di rialzo. In aggiunta, le obbligazioni, che erano un'importante risorsa per la diversificazione del portafoglio, ancora una volta non stanno funzionando. Le aspettative d'inflazione sono subito scontate da questa classe di attivo e solo quando i rendimenti raggiungono determinati livelli anche le azioni ne risentono. Ciò fa sì che, al momento, manteniamo un'esposizione all'azionario e ad alcuni prodotti a spread, mentre investiamo nei governativi per ragioni di carry. La diversificazione viene fatta attraverso la costruzione di scenari tattici, perché le correlazioni che una volta esistevano tra le diverse classi di attivo non funzionano più. Ciò significa che, nel caso di escalation della guerra in Medio Oriente, si sovrappesa il dollaro americano, il petrolio, il settore energetico, le materie prime e gli Stati Uniti. La tecnologia, infatti, che è una parte preponderante del mercato Usa, viene considerata una sorta di porto sicuro in cui investire. Nel caso si palesi uno scenario di de-escalation e di apertura dello Stretto di Hormuz, verrebbe privilegiato l'euro, oltre che il settore energetico, che pensiamo possa continuare a fare bene sino alla fine dell'anno; al contrario, bisognerebbe prestare maggiore cautela all'investimento in petrolio che diventa più volatile».

### **Come valuta i mercati a spread in questa fase?**

«Mi sembra sia difficile pensare che si possa stringere ulteriormente lo spread per gli emittenti di qualità che, peraltro, hanno un carry non particolarmente

attraente. Diversa è la situazione dei titoli high yield, così come per i bond emergenti, dove lo spread è invece tale da sopportare meglio un ritorno di volatilità».

### **E per quanto riguarda l'oro?**

«Ritengo che il movimento dell'oro in questi due mesi rifletta più che altro un problema di prezzo. Lo scorso anno, quando il metallo giallo saliva insieme agli indici azionari, nessuno si interrogava se la materia prima avesse perso il suo ruolo di decorrelazione rispetto agli attivi tradizionali. Ora che il prezzo è sceso, si percepisce un generalizzato disorientamento sul perché di questo comportamento. Forse la ragione è da ricercare nei forti acquisti di oro che sono avvenuti durante lo scorso anno, cui ora sta facendo seguito una fase di consolidamento. Penso che questa asset class continui a fungere da strumento per stabilizzare i portafogli, ma non è semplice trovare il momento in cui questo ruolo possa essere pienamente espletato. Inoltre, non va dimenticato che la volatilità del prezioso è superiore al 20%».

### **Quindi diventa sempre più difficile assumere un'esposizione e mantenerla?**

«Diventa difficile farlo all'interno di scenari che mutano così velocemente. Per questa ragione un'asset allocation dinamica diventa la risposta più funzionale a sostenere determinati rischi che mutano non appena il contesto cambia. E forse è proprio in questo panorama la gestione attiva e i portafogli multi-asset possono risultare vincenti».

### **Lei ha una lunga esperienza come portfolio manager. È cambiato il modo di gestire in questi anni?**

«Indubbiamente è cambiato e le cause sono diverse. Una di queste è la presenza degli Etf, che occupa una posizione rilevante negli scambi di mercato, dove la decisione di comperare o vendere riguarda l'indice di riferimento, senza fare distinzioni tra i titoli che lo compongono. Ciò significa che l'attività legata agli Etf amplifica o rafforza il ciclo di mercato

corrente. In questo modo, fanno aumentare le correlazioni perché diminuisce la dispersione dei prezzi sul mercato e diminuisce la consapevolezza di eventuali rischi di concentrazione negli investimenti effettuati. Nel caso siano soluzioni a leva, possono amplificare i movimenti giornalieri. Il tutto ha comportato diversi cambiamenti strutturali dell'attività sulle piazze finanziarie, perché i player sono cambiati. Poi c'è l'efficienza informativa che è aumentata e generare alpha nella scelta dei titoli è molto più complesso. Il vantaggio competitivo di detenere una determinata informazione sta gradualmente assottigliandosi».

### **E con l'arrivo dell'intelligenza artificiale la situazione rischia di peggiorare?**

«È una domanda che l'industria si sta ponendo. L'AI può essere una "general purpose technology" al pari dell'introduzione della macchina a vapore o dell'elettricità. La lezione che abbiamo imparato dalla storia è che i cambiamenti di questo tipo vanno abbracciati e non respinti a priori. E lo abbiamo visto anche all'interno dell'industria del risparmio gestito, dove gli stessi fornitori di informazioni finanziarie hanno conosciuto uno sviluppo continuo tanto da rendere possibile, attraverso uno schermo e utilizzando funzioni dedicate, avere delle analisi finanziarie complete semplicemente schiacciando un tasto. La tecnologia e la digitalizzazione hanno reso tutto ciò possibile e l'industria dell'asset management ne ha fatto tesoro, allocando in modo diverso il capitale umano. Lo stesso penso che accadrà con la sempre maggiore diffusione dell'intelligenza artificiale che, tuttavia, ancora non sa fare molto bene le previsioni, non è in grado di affrontare territori inesplorati senza possibilità di ancoraggio (da qui le cosiddette "allucinazioni") e non ha la capacità di adattamento di un essere umano. Ritengo, invece, che vi possa essere un utilizzo di questa nuova tecnologia come strumento per efficientare il lavoro di un team di gestione, ma non credo che possa alla fine rendere i mercati completamente efficienti al punto tale che non ci siano arbitraggi».

# Affrontare il presente, guardando oltre

## a colloquio con Mauro Ratto



**MAURO RATTO**  
co-founder e  
chief investment officer  
Plenisfer Investments Sgr

Con quale strategia affrontare le decisioni di investimento nell'attuale fase di transizione verso un nuovo modello di crescita e di equilibri internazionali tutti da ricostruire è il tema che viene trattato da **Mauro Ratto**, co-founder e chief investment officer di **Plenisfer Investments Sgr**.

### **Quale fase stanno attraversando i mercati finanziari?**

«Siamo a un crocevia da cui emerge in modo chiaro che i paradigmi che hanno funzionato nel passato non sono più validi e non producono più risultati efficaci. È un'evidenza emersa negli ultimi anni e si sta accentuando. Prendiamo, ad esempio, la strategia d'investimento 60/40: è risultata valevole dallo scoppio della crisi finanziaria globale per ridurre la volatilità attraverso la diversificazione, ma oggi è inefficiente, perché la correlazione inversa tra le due classi di attivo si è rotta. Lo abbiamo visto nel 2022 quando, come ci aspettavamo, dopo le misure fiscali straordinarie post pandemia, l'inflazione ha rialzato la testa e le banche centrali han-

no aumentato i tassi ben al di sopra di un livello per molti anni considerato invalicabile. Per noi è stata la conferma di un cambiamento strutturale in corso».

### **Come si è arrivati al cambio di paradigma?**

«Bisogna tornare all'inizio di questo secolo, quando la globalizzazione toccò il suo apice, cui poi seguì una serie di fenomeni che fecero presagire un aumento dei prezzi al consumo: dalle prime tensioni che crearono incrinature nelle catene di approvvigionamento alla crisi demografica cinese che ha rallentato la crescita del Paese. Adesso si sta vivendo il punto più acuto del cambiamento in corso, con chiari segnali che indicano la necessità di gestire un contesto radicalmente diverso rispetto al precedente. A tutto ciò si aggiunge il quadro geopolitico che esacerba la situazione. I processi di globalizzazione non sono spariti, ma hanno ceduto il passo alla regionalizzazione degli interessi: non godono più dello stesso sostegno politico del passato e devono fare i conti con un nazionalismo sempre più diffuso che, da un punto di vista economico, si

traduce in protezionismo. E la frammentazione del sistema commerciale ha come effetto una pressione sui prezzi di beni e servizi che si traduce in inflazione più elevata. C'è una sola grande economia che non è toccata da questa dinamica ed è la Cina, che soffre invece di deflazione. È indubbio che le tensioni geopolitiche abbiano poi spinto nella stessa direzione, rendendo più impervio il cammino della globalizzazione e le dinamiche che l'hanno caratterizzata, indipendentemente dai recenti sviluppi in Medio Oriente o in Ucraina. Quando ci sono due potenze economiche, come nel caso di Stati Uniti e Cina, in forte competizione, è verosimile che la priorità data agli interessi interni produca forme di isolazionismo economico. Le ricadute di questa corsa sono visibili a livello globale: i prezzi delle materie prime e dei prodotti, semilavorati e finiti, sono in salita».

### **Ma la chiusura dello Stretto di Hormuz, per tornare al contingente, peggiora la situazione...**

«La situazione che si è venuta a creare è manifestamente critica, perché non riguarda solo il trasporto del greggio, ma di tutta la serie dei derivati della materia prima che hanno un'importanza fondamentale nei processi produttivi: dall'elio, che allo stato liquido, ad esempio, è indispensabile per raffreddare i macchinari che producono semiconduttori, ai fertilizzanti (circa un terzo del commercio mondiale di fertilizzanti azotati e urea passa dallo Stretto), dal metanolo allo zolfo, usato nella filiera delle batterie per veicoli elettrici e nello stoccaggio di energia rinnovabile. A fare da sfondo a questa situazione ci sono bilanci pubblici che si sono deteriorati drammaticamente, aspetto quest'ultimo cui non viene prestata particolare attenzione, nonostante pesi sulla crescita di un paese: più aumenta più ne condizionerà il futuro sviluppo. Infatti, se il debito diventa eccessivo, l'unica cosa che si può fare è ridurlo: ciò significa risparmiare e, di conseguenza, ridimensionare la spesa e i consumi. Poi ci sono i metodi indiretti: un'inflazione elevata abbatte il valore del debito. Il risultato è un'attività economica più contenuta, che è il nostro scenario di medio periodo, che potrebbe evolvere in stagflazione».

### **Quindi, quale approccio occorre nei confronti degli investimenti?**

«Buona parte dei temi sinora toccati sono stati oggetto di ampie riflessioni, analisi approfondite e confronti serrati con i cofondatori di Plenifer. E, proprio da queste riflessioni, è emersa la decisione di creare il diverso approccio d'investimento che avrebbe caratterizzato la nostra società di gestione. La consapevolezza di essere dinanzi a un cambio di paradigma e, di conseguenza, di dovere rivedere il modo con cui guardare alla realtà e interpretarla, ha cementato, sette anni fa, la nostra decisione di adottare un metodo flessibile, attivo e svincolato dai benchmark. Plenifer è nata proprio da questi brainstorming continui e dal desiderio imprenditoriale di dare una forma alle nostre idee. Ma, per potere gestire senza vincoli, occorre avere una disciplina e agire in modo molto serio per implementare nei portafogli la visione macro che ci aspettiamo, all'interno della quale, coerentemente, vengono prese le decisioni di breve termine».

### **Potrebbe spiegare questo concetto?**

«Quando abbiamo avviato la gestione del primo fondo, in piena pandemia, abbiamo deciso di non investire in titoli governativi, perché i tassi d'interesse erano negativi. Una scelta che è stata possibile proprio per la nostra volontà di non essere legati a un benchmark e che, nel caso specifico, ci ha permesso di posizionarci su titoli a rischio più elevato, ma con bassa duration, proprio per non essere completamente vulnerabili al ritorno dell'inflazione, come di fatto poi è accaduto. In aggiunta, se la crescita in generale è attesa in calo, come spiegato pocanzi in relazione al debito, non resta che cercarla negli ambiti in cui è presente ed è superiore alla media di mercato. Noi lo abbiamo fatto individuando una serie di temi che valutiamo indispensabili per lo sviluppo futuro: la difesa, l'indipendenza energetica e gli aspetti a essa collegati, tecnologia compresa. Quest'ultima, per citare un esempio, presenta sì valutazioni elevate e un numero consistente di attori, tra i quali non si sa chi emergerà come vincitore, ma al suo interno ci sono alcuni nodi critici, quali il segmento dei semiconduttori, in cui domanda e offerta sono sbilanciati. In

questo spazio si possono trovare imprese ancora sottovalutate, ma anche quelle che trattano a multipli elevati hanno ragione d'essere: sono oligopoli in segmenti strategici verso i quali si stanno convogliando gli ordini del mercato. È il caso, ad esempio, dei produttori di memorie, le cui valutazioni ricche trovano una giustificazione nella domanda in continua crescita. Infine, cercare la crescita significa considerare anche le diverse aree geografiche e sapere cogliere le potenzialità che esprimono, soprattutto quando rappresentano una quota sempre più consistente del Pil globale».

### **Questo cambio di paradigma metterà in discussione la supremazia del dollaro?**

«Noi riteniamo che sottrarrà marginalmente sostegno al dollaro. L'America è un paese con due disavanzi che devono essere finanziati: uno pubblico, che alimenta il debito, e uno di partite correnti. Ciò è sempre stato possibile negli anni, perché gli Stati Uniti hanno saputo sfruttare i loro vantaggi comparati anche in finanza: il mercato dei Treasury, che rappresenta il concetto di free-risk, e quello azionario, per la sua profondità e il tasso di crescita, sono considerati i migliori al mondo e hanno attratto flussi finanziari dall'estero. Sono questi ultimi ad avere sostenuto la supremazia del biglietto verde, insieme alle emissioni del debito effettuate in dollari dai paesi emergenti. Ma ora quelle economie, verso le quali si è diretta una parte della liquidità, emettono sempre più spesso debito in valuta locale e saranno sempre meno "corti" di dollari. A ciò si aggiunge la diversificazione in oro delle banche centrali, in particolare da parte di quei paesi che non hanno stretti legami con gli Usa. Ed è proprio il metallo giallo, insieme ad altri asset reali, una delle nostre scelte d'investimento strategico in questi anni. Nei confronti dell'oro, il nostro interesse, fin dall'inizio, è stato ascrivibile a due considerazioni: il ritorno strutturale dell'inflazione e la svalutazione del dollaro nel lungo termine. Rispetto agli altri asset reali, invece, ci siamo interrogati su che cosa sarà cruciale per la crescita e abbiamo individuato alcune materie prime indispensabili per raggiungere l'indipendenza energetica e permettere lo sviluppo tecnologico, come l'uranio. La nostra è una continua ricerca del valore in uno scenario che apre nuove prospettive».

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.

# Ben diversificati in un contesto geopolitico incerto

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

I mercati globali azionari, creditizi e dei titoli governativi hanno registrato rendimenti fortemente negativi nel mese di marzo a seguito dell'invasione statunitense dell'Iran.

Lo shock energetico è stato storico e ha accresciuto i rischi di una crescita globale più debole oltre che di un'inflazione più elevata. Con l'evolversi, nel corso di aprile, delle notizie su diversi cessate il fuoco e la potenziale riattivazione dell'offerta globale di petrolio, la propensione al rischio degli investitori ha recuperato, pur rimanendo su un trend in rallentamento. Nonostante i titoli di giornale muovano i prezzi degli asset su base giornaliera, l'incertezza legata alle forniture di petrolio e alle infrastrutture energetiche chiave rimane centrale, aumentando i rischi per la stabilità economica globale.

La crescita economica, però, continua a fungere da forza di compensazione rispetto ai venti contrari derivanti dai prezzi energetici più elevati, inclusi i loro effetti negativi sulla spesa e sul sentiment dei consumatori. Le imprese non hanno ancora registrato conseguenze materiali in termini di profittabilità e margini.

## **GLI UTILI CONTINUANO A CRESCERE**

Agli inizi di marzo, con quasi un terzo delle società dell'S&P 500 che ha riportato gli utili, il margine di profitto netto "non-aggiustato" del primo trimestre 2025 si attesta al 13,4%, livello che, se confermato, rappresenterebbe il più alto dal 2009.<sup>1</sup> Guardando avanti, la resilienza dei nostri indicatori economici resta condizionata alla durata del conflitto in Medio Oriente e al tempo necessario, affinché l'offerta di petrolio torni ai livelli pre-conflitto: due fattori che rimangono incerti e suggeriscono cautela nel breve termine. Di conseguenza, con una crescita sopra il trend e una continua decelerazione della propensione al rischio globale, il nostro framework si riconferma in un regime di rallentamento. Al momento della redazione di queste note, il conflitto in corso non segnala un esito di fine ciclo. Piuttosto, il rallentamento riflette una pausa del momentum ciclico rispetto al trimestre precedente, mentre il sentiment di mercato si ricalibra in risposta al contesto economico, fiscale, monetario e geopolitico attuale.

## **RIMANE IL RISCHIO INFLATIVO**

L'attuale equilibrio dei rischi può essere analizzato anche attraverso la lente dell'inflazione, poiché i prezzi energetici più elevati continuano a tradursi in una dinamica inflativa più sostenuta a livello regionale. I nostri indicatori di momentum dell'inflazione restano positivi, trainati principalmente dagli input energetici. Guardando avanti, questa dinamica complica le prospettive di politica monetaria, in particolare per le banche centrali delle economie importanti di energia. Qualora le infrastrutture energetiche chiave in Medio Oriente continuassero a rappresentare un limite per l'offerta globale, il rischio inflativo sarebbe destinato a rimanere una minaccia rilevante per i consumatori e per l'economia nel suo complesso.

## **SI INDEBOLISCE LA CRESCITA AL DI FUORI DEGLI USA**

Sebbene il regime resti invariato, il nostro segnale sul dollaro Usa passa da negativo a neutrale. Questo cambiamento riflette il deterioramento dei dati di sorpresa economica internazionale, che nel corso del mese hanno mostrato un de-



**DANIEL ZANIN**  
senior analyst, investment research  
Invesco



**DAVID AUJLA**  
portfolio manager  
Invesco

ciso indebolimento. Pur restando nel complesso sopra trend, gli indicatori economici anticipatori al di fuori degli Stati Uniti rallentano, con pubblicazioni generalmente inferiori alle attese. Queste sorprese negative si sono concentrate nelle regioni più esposte ai rialzi dei prezzi energetici, in particolare l'area euro. Con il protrarsi del conflitto tra Stati Uniti e Iran e le conseguenti restrizioni all'offerta di petrolio, gli effetti economici negativi hanno iniziato a emergere nelle economie importatrici di energia, soprattutto in Europa. Guardando avanti, le regioni maggiormente dipendenti dai flussi di petrolio attraverso il Medio Oriente sono più esposte a rischi inflazionistici e di crescita qualora il conflitto dovesse continuare. Inoltre, il differenziale tra i tassi a breve termine statunitensi e quelli non statunitensi si sta riducendo, poiché le crescenti pressioni inflazionistiche hanno costretto le aspettative sui tassi globali a convergere.

## LA POSIZIONE DELLE BANCHE CENTRALI SU POSIZIONI PIÙ RESTRITTIVE

Le precedenti aspettative accomodanti sulla

Federal Reserve si sono spostate verso una postura più restrittiva dall'inizio del conflitto Usa-Iran, con le pressioni inflazionistiche di breve termine che rinviano le attese sui tagli dei tassi. Questo cambiamento è avvenuto in parallelo a un atteggiamento più restrittivo anche da parte di altre grandi banche centrali, con le preoccupazioni per l'inflazione tornate prioritarie. Un'ulteriore riduzione dei differenziali di tasso rafforzerebbe il segnale a favore di un bias positivo sul dollaro Usa nel posizionamento di portafoglio.

In conseguenza del nostro segnale sull'Usd, influenzato dal peggioramento delle sorprese economiche internazionali, il posizionamento azionario regionale continua a evolvere.

Le aspettative di un dollaro più forte supportano una maggiore esposizione all'azionario statunitense a scapito di quello non-Usa, così come una preferenza relativa per i mercati emergenti rispetto a quelli sviluppati. Guardando avanti, qualora i differenziali di tasso continuassero a ridursi come suggerisce il trend, ciò sosterebbe un'ulteriore preferenza per l'esposizione agli Stati Uniti rispetto ai mercati sviluppati ex-Usa, e per questi ultimi rispetto ai mercati emergenti.

## POSIZIONE DI RISCHIO NEUTRALE

In questo contesto, abbiamo mantenuto un profilo complessivamente neutrale in termini di rischio rispetto al benchmark, riflettendo un approccio intenzionale di gestione del rischio piuttosto che un passaggio a un posizionamento difensivo "risk-off".

Questo posizionamento mira a preservare l'opzionalità, consentendo ai portafogli di partecipare a un eventuale stabilizzarsi del momentum della crescita, mantenendo al contempo resilienza rispetto a sviluppi avversi. Rimaniamo moderatamente sovrappesati sull'azionario rispetto al reddito fisso, con una chiara enfasi su difensività e visibilità degli utili, piuttosto che su un'accelerazione ciclica.

Sul fronte azionario, sovrappesiamo fattori difensivi come qualità e bassa volatilità, che storicamente hanno performato bene nei regimi di rallentamento grazie a profili di flussi di cassa più stabili e a una minore sensibilità ai cambiamenti della dinamica di crescita. A livello settoriale, privilegiamo esposizioni con caratteristiche difensive e fondamentali duraturi, inclusi tecnologia, sanità e beni di consumo di base, a scapito delle aree più cicliche. Dal punto di vista regionale, passiamo da neutrale a una preferenza per gli Stati Uniti rispetto ai mercati sviluppati ex-Usa.

Inoltre, poiché un rafforzamento incrementale del dollaro rappresenta tipicamente un freno

per i mercati emergenti a causa dell'elevato debito denominato in Usd, adeguiamo il tilt regionale a favore dei mercati sviluppati rispetto agli emergenti.

Nel reddito fisso, manteniamo un sottopeso moderato sul rischio di credito complessivo, riflettendo un profilo di rischio che appare meno favorevole per la remunerazione tramite spread rispetto ad altre fonti di rendimento all'interno di un portafoglio diversificato.

Manteniamo, inoltre, esposizione alla duration dei tassi, principalmente come strumento di gestione e di copertura rispetto al rallentamento della crescita. In presenza di un momentum inflattivo sostenuto, esprimiamo tale esposizione privilegiando titoli indicizzati all'inflazione piuttosto che Treasury nominali, consentendo ai portafogli di mantenere sensibilità alle dinamiche dei tassi reali affrontando al contempo i rischi inflazionistici di breve termine.

Le recenti sorprese negative sulla crescita al di fuori degli Stati Uniti hanno aumentato l'attrattiva del dollaro come copertura "risk-off", compensando l'effetto negativo di un carry relativamente sfavorevole in un contesto di tassi più bassi. Nei mercati sviluppati rimaniamo sottopesati su sterlina britannica, franco svizzero, dollaro australiano, dollaro neozelandese e corona svedese, mentre manteniamo posizioni sovrappesate su euro, yen giapponese, dollaro canadese, corona norvegese e dollaro di Singapore. Nei mercati emergenti privilegiamo valute ad alto rendimento con valutazioni relativamente attraenti, quali rupia indiana, rupia indonesiana, ringgit malese e dollaro taiwanese, finanziate da sottopesi su corona ceca, fiorino ungherese, peso messicano e rand sudafricano.

1. Fonte: FactSet, Earnings Insight, 24 aprile 2026.

### 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.

# Guerra e borsa

di Bert Flossbach

Publireddazionale



**BERT FLOSSBACH**  
Fondatore e Amministratore  
Flossbach von Storch SE

**Gli scenari sull'evoluzione dei conflitti hanno una durata molto breve. Sono ancora più effimeri i loro effetti sui mercati finanziari.**

La guerra in Ucraina lo ha dimostrato in modo lampante. Chi, quattro anni fa, avrebbe immaginato che i mercati azionari, dopo il record di allora, sarebbero saliti di un ulteriore 50% fino a oggi, nonostante il conflitto sia ancora in corso e le forniture di gas russo siano state fortemente ridotte?

Ciò che allora sembrava quasi impensabile è diventato realtà. Il motivo è da ricercare in un fattore noto già quattro anni fa, l'intelligenza artificiale, ma di cui quasi nessuno intuiva ancora la portata e che ha poi innescato il più grande boom di investimenti di sempre. Se ciò accadrà di nuovo, è tutto da vedere.

Recentemente è stato il blocco iraniano dello Stretto di Hormuz a pesare sugli utili di numerose aziende, mettendo sotto pressione anche i prezzi delle loro

azioni. Sorprendentemente, gli analisti azionari (stime di consenso di Bloomberg) non sembrano (ancora) condividere questo pessimismo. Nonostante la situazione tesa, dall'inizio dell'anno hanno ulteriormente aumentato le loro previsioni di utile per il 2026.

Per le società dell'indice S&P 500, stimano ora una crescita degli utili del 20%, rispetto al 15% circa di inizio anno. In termini assoluti, ciò significherebbe un aumento dei profitti da circa 2.400 miliardi di dollari nel 2025 a quasi 3000 miliardi di dollari quest'anno. Si tratterebbe di un aumento di quasi 600 miliardi di dollari, ossia circa 200 miliardi in più rispetto a quanto previsto solo tre mesi fa, nonostante la guerra in Iran.

## **BALZO DEGLI UTILI NEL SETTORE TECNOLOGICO**

Da dove nasce tutto questo ottimismo? Il primo pensiero va naturalmente al settore energetico e ai grandi gruppi petroliferi, dove il rialzo del prezzo del petrolio fa lievitare immediatamente i profitti.

Gli analisti hanno recentemente previsto per il 2026 un aumento degli utili pari a circa 50 miliardi di dollari. Si tratta di ben 40 miliardi in più rispetto alle previsioni di inizio anno, a condizione che il prezzo del petrolio rimanga elevato.

Alla fine, è soprattutto un altro segmento di mercato a sostenere l'ottimismo degli analisti: il settore tecnologico. Qui le previsioni sono state riviste al rialzo in modo costante nei primi mesi dell'anno. Oggi gli analisti stimano un balzo dei profitti di oltre il 50% rispetto all'anno precedente, il che comporterebbe un aumento degli utili di oltre 300 miliardi di dollari. Ciò rappresenterebbe quasi il 60% dell'incremento complessivo degli utili del mercato azionario – e in questa cifra sono già inclusi gli aumenti degli utili dei colossi tecnologici Amazon, Alphabet e Meta, poiché ufficialmente sono classificati in altri settori.

Ma anche questa è solo una parte della storia. Le aziende dei semiconduttori, il segmento più caldo all'interno del mondo tech, potrebbero addirittura raddoppiare i loro profitti e guadagnare nel 2026 oltre 230 miliardi di dollari in più rispetto all'anno precedente. In questo modo contribuirebbero per il 40% alla crescita degli utili dell'intero mercato. E quasi la metà di questo contributo arriverebbe da una sola società: Nvidia, il designer di chip, i cui profitti potrebbero aumentare di circa 90 miliardi di dollari. Ciò significa che quasi un sesto della crescita attesa degli utili dell'intero mercato azionario statunitense dipenderebbe da una sola azienda americana: una concentrazione storicamente senza precedenti e una peculiarità certamente non così diffusa.

### **CRESCE LO SCETTICISMO**

Il fatto che, nonostante prospettive positive, molti titoli tecnologici abbiano recentemente deluso dipende dagli investimenti giganteschi, che comprimono in modo significativo il flusso di cassa disponibile (free cash flow).

Gli ambiziosi piani di investimento nell'AI da parte dei cosiddetti "hyperscaler" assorbono enormi quantità di liquidità. Gli utili crescono, ma alla fine nei conti bancari delle aziende arriva sempre meno

denaro. Un caso particolarmente estremo è quello di Meta, dove quest'anno gli investimenti rappresentano circa la metà del fatturato. Di conseguenza, degli utili attesi per circa 85 miliardi di dollari, meno di 10 miliardi finirebbero effettivamente in cassa. Se poi si considerano anche i costi della remunerazione basata su azioni, compensati dall'azienda con massicci programmi di riacquisto, il flusso di cassa diventerebbe addirittura negativo per 30 miliardi di dollari.

A lungo termine, gli investitori potrebbero non gradire questa situazione. Il mercato osserva quindi con grande interesse se le aziende riusciranno effettivamente a ottenere la redditività sperata dagli investimenti nell'intelligenza artificiale.

Se ciò non dovesse accadere, è possibile che questi titoli subiscano una correzione. Nel caso le vendite dovessero proseguire, sarebbe lecito aspettarsi tagli al budget di investimento oppure lo sviluppo di chip proprietari più economici: una vera spada di Damocle che incombe sui titoli del settore dei semiconduttori.

### **I FORNITORI DI SOFTWARE SARANNO I GRANDI SCONFITTI?**

Negli ultimi trimestri, il mercato dei capitali ha operato una distinzione molto netta, all'interno del settore tecnologico, tra vincitori e vinti dell'intelligenza artificiale. Mentre i titoli delle aziende dei semiconduttori hanno guadagnato più del 50% dall'inizio del 2025, nello stesso periodo le azioni software hanno registrato un leggero calo di circa il 10%. Dalla fine di ottobre hanno perso, nel momento di massima flessione, addirittura un terzo del loro valore, anche se alcuni titoli hanno subito perdite ben più consistenti rispetto ai massimi raggiunti lo scorso anno.

È un dato notevole, perché il software aziendale è stato a lungo considerato un business stabile: le imprese cambiano software malvolentieri, perché si tratta spesso di operazioni costose e complesse. In borsa, le società di software sono state per anni tra le più affidabili in termini di redditività, grazie a ricavi simili ad abbonamenti ricorrenti.

Ora però si apre una domanda cruciale:

l'intelligenza artificiale potrebbe trasformare completamente questo mercato? E con quali effetti su prezzi e domanda? Una prima preoccupazione è che, grazie all'AI, in futuro si possano replicare intere soluzioni software.

Per software applicativi relativamente semplici, costruiti su modelli web e database consolidati, non è uno scenario da escludere. Ma quando il software aziendale, come nel caso di Microsoft o Sap, è profondamente integrato nei processi operativi, si basa su dati aggiornati e richiede un elevato grado di affidabilità, anche per implicazioni legali come la redazione dei bilanci, sostituirlo con soluzioni generate dall'AI appare un'ipotesi piuttosto audace. A ciò si aggiunge un altro fattore: i sistemi di intelligenza artificiale hanno bisogno di un'ampia quantità di dati, spesso controllati dai grandi fornitori di software, che possono così ostacolare l'accesso ai concorrenti.

Il rischio che l'AI sostituisca a breve software così profondamente integrati appare quindi limitato. Un secondo timore è che, rendendo il software più efficiente, l'AI consenta alle imprese di ridurre il personale. In quel caso servirebbero meno licenze software e tutti i fornitori del settore finirebbero sotto pressione.

### **IN POCHI SONO DISPOSTI A PAGARE DI PIÙ PER L'AI**

È possibile che i modelli di business cambino con la diffusione dell'AI: dai tradizionali canoni per postazione si potrebbe passare a formule basate sull'utilizzo effettivo, in cui si paga per l'intensità reale di calcolo e di impiego. Per ora, però, emerge chiaramente che i clienti non sono necessariamente disposti a spendere di più per le funzionalità di questa nuova tecnologia. In ogni caso, il passaggio da abbonamenti fissi a prezzi basati sull'uso richiederebbe tempo. Come già accaduto con l'introduzione del cloud, la transizione potrebbe pesare sui ricavi nel breve periodo, ma nel lungo termine creare anche le basi per una loro crescita.

La borsa, però, resta scettica. Oggi i favoriti sono i titoli dei semiconduttori,

tradizionalmente più ciclici e meno stabili sul fronte degli utili, mentre le azioni dei grandi gruppi software soffrono il venire meno dell'entusiasmo degli investitori legato all'AI.

Ma non sono solo le software house a essere trattate come perdenti dell'era AI. Anche i fornitori di informazioni finanziarie, come S&P Global o Moody's, vengono oggi guardati con sospetto, nonostante in questo caso il rischio di uno sconvolgimento appaia meno evidente e la dinamica degli utili resti, almeno per ora, intatta. Così, più settori un tempo considerati rifugi di redditività affidabile sono improvvisamente caduti in disgrazia.

E ciò non riguarda soltanto il mondo digitale, ma anche i titoli difensivi: aziende che coprono bisogni quotidiani come alimentari, salute e prodotti per la casa, e che per questo sono tradizionalmente ritenute poco sensibili al ciclo economico. Qui entrano in gioco diversi fattori: farmaci e iniezioni che riducono l'appetito, cambiamenti demografici, nuove tendenze nei consumi, crescita più debole nei mercati emergenti e, più di recente, l'aumento dei prezzi di benzina e materie prime, che soprattutto negli Stati Uniti ha aggravato la cosiddetta crisi dell'accessibilità economica. Tutte queste ragioni frenano la crescita dei titoli difensivi, che però continuano a poggiare su una base di redditività stabile. Un discorso simile vale anche per i grandi gruppi delle carte di credito, come Visa e Mastercard.

## IL LUSSO RESTA IN ATTESA

Nel caso dei beni di consumo durevoli, il cui acquisto è di natura discrezionale e può quindi essere rinviato, l'incertezza, come quella che abbiamo vissuto ad esempio durante la guerra con l'Iran, ha naturalmente un impatto ancora più forte. Lo dimostra il confronto tra l'andamento recente dei titoli di questo comparto, che comprende produttori di beni di lusso, auto, articoli sportivi, ma anche grandi retailer come Walmart o Amazon e quello delle azioni energetiche.

Non bisogna però cadere nell'errore di pensare che in futuro tutti questi beni



non saranno più richiesti e che il mondo finirà per ruotare soltanto attorno ai semiconduttori e ai social media. Del resto, senza consumi, a che cosa servirebbero?

Anche se, nel contesto geopolitico attuale e con il petrolio su livelli elevati, non appare particolarmente conveniente investire in titoli dei consumi ciclici, sarebbe sbagliato sottovalutarne la capacità di operare con profitto e di generare nel lungo termine flussi di cassa consistenti.

Un esempio sono le case automobilistiche premium tedesche Bmw e Mercedes. Negli ultimi 10 anni non hanno prodotto soltanto utili elevati, ma anche robusti flussi di cassa liberi che, complessivamente, superano l'attuale valore di borsa.

Più della metà di queste risorse è stata distribuita agli azionisti sotto forma di dividendi, un aspetto che spesso si dimentica, perché l'andamento di lungo

periodo del prezzo del titolo tende a nascondere questa importante fonte di rendimento. Un'altra parte è stata destinata al riacquisto di azioni proprie, riducendo il numero di titoli in circolazione e aumentando così la quota degli azionisti storici nell'azienda. Una dinamica ben diversa da quella osservata nel settore tecnologico, dove i riacquisti spesso servono solo a compensare le nuove azioni assegnate ai dipendenti. Senza dubbio, nei consumi ciclici le prospettive di crescita sono più contenute e la sensibilità al ciclo economico più marcata. Ma a fronte di ciò ci sono flussi di cassa elevati e rendimenti da dividendo interessanti, che nell'attuale fase di mercato sembrano passare inosservati. E questo aspetto, per inciso, non vale solo per i titoli citati come esempio, ma per molte altre aziende di settori diversi, il cui valore di mercato non riflette adeguatamente, né gli elevati flussi di cassa, né i dividendi distribuiti.



# 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](http://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](http://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](http://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](http://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.

# Un pilastro dell'economia sanitaria

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

Il mercato globale delle life science rappresenta uno dei pilastri strutturali dell'economia sanitaria mondiale, con un valore stimato di circa 1,9 trilioni di dollari, di cui circa il 70% attribuibile al comparto farmaceutico. Questa dimensione riflette non solo il peso economico del settore, ma anche il suo ruolo strategico nella generazione di innovazione, nella sostenibilità dei sistemi sanitari e nel miglioramento degli outcome clinici.

Le life science (scienze della vita) rappresentano l'insieme delle discipline scientifiche, industriali e tecnologiche che studiano gli organismi viventi e applicano le conoscenze acquisite allo sviluppo di prodotti e soluzioni per la salute umana, animale e ambientale.

In ambito economico-industriale, il termine identifica un settore che comprende principalmente farmaceutica, biotecnologie, dispositivi medici, diagnostica e digital health, integrando attività che vanno dalla ricerca biologica e medica fino alla produzione e commercializzazione di terapie

e tecnologie sanitarie. Questo settore si distingue per l'elevata intensità di ricerca e sviluppo, per il forte contenuto innovativo e per la stretta interazione tra scienza, industria e sistemi sanitari.

## **I PROTAGONISTI**

L'ecosistema si articola lungo una catena del valore estremamente composita che comprende attività ad alta intensità di capitale e conoscenza: si va dalla ricerca di base alla scoperta di nuove molecole, fino alla sperimentazione clinica, alla produzione su scala industriale e alla commercializzazione globale. In questo contesto, interagiscono attori eterogenei (grandi multinazionali farmaceutiche, biotech emergenti, istituzioni accademiche, organismi regolatori e sistemi sanitari pubblici) che danno origine a un modello di innovazione sempre più collaborativo e distribuito.

Il settore è sostenuto da driver strutturali di lungo periodo che ne garantiscono la resilienza e la crescita. L'invecchiamento della popolazione nei paesi avanzati e l'espansio-

ne della classe media nei mercati emergenti determinano un aumento strutturale della domanda di cure, mentre la crescente incidenza di patologie croniche e degenerative richiede soluzioni terapeutiche sempre più sofisticate e personalizzate.

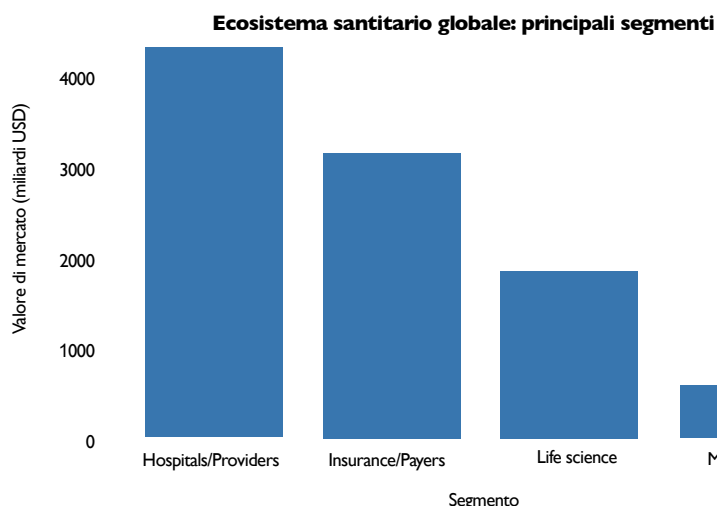
A questi fattori si aggiunge il progresso tecnologico, che rappresenta il principale elemento di discontinuità rispetto al passato. In particolare, l'integrazione di intelligenza artificiale, big data e digitalizzazione sta trasformando profondamente i processi di drug discovery e di gestione dei trial clinici, consentendo di ridurre significativamente tempi, costi e tassi di fallimento nello sviluppo dei farmaci. Parallelamente, la crescente disponibilità di dati clinici e genomici abilita modelli di medicina personalizzata e precision medicine, ampliando il potenziale terapeutico e il valore economico delle innovazioni.

Dal punto di vista geografico, il mercato evidenzia una crescente polarizzazione. Il Nord America mantiene una posizione dominante con circa il 55% del mercato farmaceutico, grazie a un ecosistema altamente sviluppato in termini di ricerca, capitale di rischio e capacità regolatoria, seguito dall'Europa e da un insieme di mercati emergenti in rapida crescita. Tuttavia, questa distribuzione è sempre più influenzata da dinamiche geopolitiche, politiche industriali e strategie di reshoring, che stanno ridefinendo le catene globali del valore e aumentando il grado di frammentazione del settore.

## LE AREE DI SVILUPPO

Le principali aree di sviluppo si concentrano nei segmenti a maggiore contenuto innovativo, tra cui il biopharma, che include terapie avanzate come quelle geniche e cellulari, la diagnostica avanzata, sempre più integrata con strumenti digitali e analisi dei dati, i medical device, caratterizzati da un forte progresso tecnologico (robotica, stampa 3D, dispositivi impiantabili), e la digital health, che rappresenta uno dei comparti a più elevato tasso di crescita grazie alla diffusione di soluzioni di telemedicina, monitoraggio remoto e piattaforme digitali per la gestione dei pazienti. Tutti questi segmenti condividono un'elevata intensità di capitale e innovazione, configurando il settore della life science

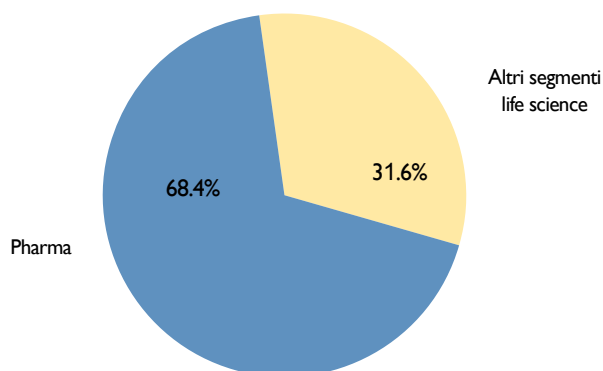
## FIGURA 1 – ECOSISTEMA SANITARIO GLOBALE



Il grafico confronta i principali segmenti dell'ecosistema sanitario globale: hospital/provider, insurance/payer, life science e medical device. Evidenzia il peso delle life science, pari a circa 1.900 miliardi di dollari, all'interno di un sistema sanitario molto più ampio. Fonte: Indegene, Global Life Sciences Industry Trends 2025, dati da Everest, EFPIA, Bain Research e GrandView Research.

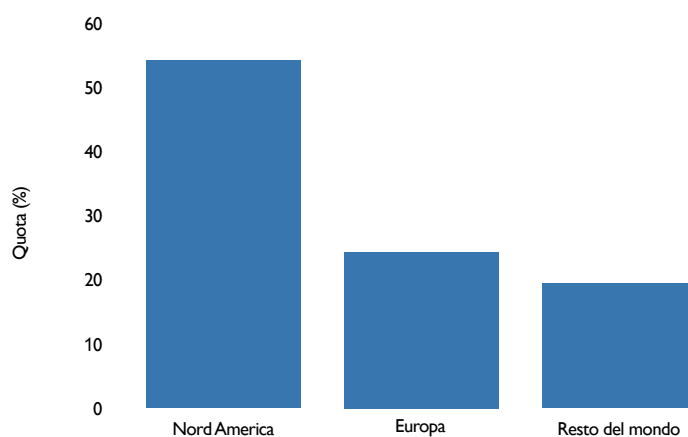
## FIGURA 2 – COMPOSIZIONE DEL MERCATO LIFE SCIENCE

### Life science: peso del pharma sul mercato globale



Il grafico mostra che il comparto farmaceutico rappresenta circa 1.300 miliardi di dollari, pari a circa il 68% del mercato life science globale, mentre gli altri segmenti valgono circa 600 miliardi di dollari. Fonte: Indegene, Global Life Sciences Industry Trends 2025

## FIG. 3 – RIPARTIZIONE GEOGRAFICA DEL MERCATO FARMACEUTICO



Il grafico illustra la distribuzione geografica del mercato pharma: Nord America 55%, Europa 25%, resto del mondo 20%. La concentrazione nordamericana conferma il ruolo dominante degli Stati Uniti nella domanda, nei prezzi e nell'innovazione farmaceutica. Fonte: Indegene, Global Life Sciences Industry Trends 2025.

come uno dei più dinamici e strategici nell'economia globale contemporanea.

## ANALISI SWOT

Il mercato presenta punti di forza rilevanti legati alla sua natura altamente innovativa e alla forte domanda strutturale. La capacità di generare breakthrough terapeutici, unita alla crescita dell'AI applicata alla medicina, rappresenta un vantaggio competitivo significativo. Inoltre, il settore è tra i più produttivi in termini di R&D e genera impatti economici rilevanti in termini di occupazione e valore aggiunto.

Tuttavia, emergono debolezze strutturali. L'elevato costo del capitale, la volatilità dei finanziamenti venture e la complessità regolatoria limitano la scalabilità, soprattutto per biotech e startup. A ciò si aggiunge il rischio di inefficienze nella collaborazione tra ricerca accademica e industria, ancora frammentata in molti ecosistemi.

Le opportunità sono legate alla convergenza tecnologica. AI, genomica, medicina personalizzata e terapie avanzate (cell & gene therapy) stanno ampliando il mercato indirizzabile e accelerando il time-to-market. L'aumento delle attività di M&A e licensing, in crescita dal 2024, rappresenta un ulteriore catalizzatore.

Le minacce derivano da fattori esogeni: pressione sui prezzi dei farmaci, scadenze brevettuali (patent cliff) e crescente intervento regolatorio sui prezzi e sulla trasparenza. Inoltre, la volatilità macroeconomica e geopolitica può ridurre gli investimenti e rallentare l'innovazione.

## ANALISI DEI RISCHI GEOPOLITICI

Il settore life science è oggi ancora più esposto alle dinamiche geopolitiche rispetto al periodo post-pandemico. La competizione tra Stati Uniti e Cina non riguarda più solo

le supply chain, ma anche l'accesso a piattaforme tecnologiche, dati clinici, capacità di ricerca e asset biotech innovativi. Le iniziative statunitensi volte a ridurre la dipendenza da fornitori cinesi in ambiti sensibili API (Active pharmaceutical ingredient), CDMO (Contract development and manufacturing organization), CRO (contract research organization) e biotecnologie avanzate stanno spingendo le multinazionali a rivedere le proprie catene del valore, diversificando siti produttivi e partner di ricerca. Tuttavia, la Cina resta sempre più rilevante come fonte di innovazione: nel 2025 le big pharma hanno aumentato i deal di licensing con biotech cinesi, attratte da pipeline competitive e costi di sviluppo più efficienti.

Il rischio regolatorio e di pricing è diventato più incisivo. Negli Stati Uniti, il programma di negoziazione dei prezzi Medicare introdotto dall'Inflation Reduction Act è ormai entrato in una fase operativa più avanzata, con impatti crescenti sui ricavi attesi dei farmaci ad alto budget impact e con pressioni sui margini delle big pharma. Nel 2025 l'amministrazione Usa ha rivendicato risparmi rilevanti dalla seconda tornata di negoziazioni Medicare, confermando che il controllo della spesa farmaceutica resta una priorità bipartisan, nonostante il contenzioso legale del settore.

In Europa, la riforma della legislazione farmaceutica e le nuove strategie industriali mirano a bilanciare accesso ai farmaci, sicurezza degli approvvigionamenti e competitività dell'innovazione. Il punto critico è evitare che la complessità regolatoria e la frammentazione dei mercati nazionali riducano l'attrattività degli investimenti in R&D rispetto a Stati Uniti e Asia. La Commissione Europea, inoltre, ha avviato una strategia dedicata alle life science nel 2025, mentre l'EMA segnala una revisione complessiva della normativa farmaceutica europea.

Infine, la sicurezza delle supply chain resta una vulnerabilità strategica. API, componenti per medical device, semiconduttori, reagenti e capacità manifatturiere specialistiche sono diventati asset geopolitici. La traiettoria prevalente è quindi una "globalizzazione selettiva": le imprese mantengono reti internazionali per accedere a innovazione e mercati, ma aumentano ridondanza produttiva, nearshoring<sup>1</sup> e controllo sui fornitori critici.

## SCENARI EVOLUTIVI (IPOTESI IN COMPETIZIONE)

### Scenario 1 – Accelerazione tecnologica (probabilità medio-alta)

L'adozione massiva di AI e biotecnologie accelera l'innovazione, riduce i costi di R&D e aumenta la produttività del settore. Forte crescita di M&A e pipeline farmaceutiche.

### Scenario 2 – Frammentazione regolatoria (probabilità media)

Differenze normative e tensioni geopolitiche creano mercati regionali separati. Crescono i costi operativi e si riduce l'efficienza globale.

### Scenario 3 – Stagnazione finanziaria (probabilità medio-bassa)

Elevati tassi di interesse e riduzione del venture capital rallentano innovazione e pipeline, penalizzando biotech e mid-cap.

## CONCLUSIONI

Il settore life science si trova in una fase di trasformazione strutturale, caratterizzata da forte innovazione tecnologica, ma anche da crescente complessità regolatoria e geopolitica. Nel medio termine, la traiettoria più probabile è una crescita sostenuta trainata da AI e biotecnologie, ma con un livello di rischio superiore rispetto al passato. Gli operatori vincenti saranno quelli in grado di combinare capacità di innovazione, resilienza operativa e presenza globale diversificata, sfruttando partnership strategiche e modelli collaborativi tra industria e ricerca.

1. Nearshoring

Il nearshoring è una strategia di riorganizzazione della catena del valore che consiste nel rilocalizzare attività produttive o di servizio in paesi geograficamente vicini al mercato di riferimento, anziché in aree lontane (offshoring).

TAB. 1- MATRICE DI INCOERENZA

Indicatori chiave	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3
Crescita R&D	+1	0	-1
M&A activity	+1	0	-1
Pressione regolatoria	-1	+1	+1
Investimenti Vc	+1	0	-1
Innovazione AI	+1	0	0
Supply chain globali	+1	-1	0

# L'eredità che non aspetta

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

Nel 2024 gli italiani hanno speso in gioco d'azzardo più di quanto abbiano fatto per mangiare: giocate per 172 miliardi di euro contro circa 145 per spese alimentari familiari. Non è una provocazione moralistica. È la fotografia di una società che ha costruito un rapporto con il denaro fondato più sulla speranza di vincere che sulla pazienza di accumulare, più sull'urgenza del presente che sulla costruzione del futuro. Ed è in questo Paese, con questa psicologia collettiva, che sta per avvenire il più grande trasferimento intergenerazionale di ricchezza della storia moderna. La domanda che ogni consulente finanziario dovrebbe porsi non è «quando accadrà», ma «chi sarà presente quando ciò avverrà». E quello italiano non è un caso isolato. Cerulli Associates, azienda americana di ricerche e consulenze per il settore finanziario, stima che ne-

gli Stati Uniti, entro il 2048, verranno trasferiti tra generazioni circa 124 trilioni di dollari. Nello Stivale, invece, la Banca d'Italia valuta la ricchezza netta delle famiglie in circa 11.732 miliardi di euro, rappresentata per circa la metà dal patrimonio immobiliare, con il 10% più facoltoso della popolazione che detiene il 60% della ricchezza complessiva, mentre il 50% meno abbiente ne possiede solo il 7%.

L'Associazione Italiana Private Banking calcola il trasferimento cumulato che si realizzerà entro il 2030 in circa 2 mila miliardi di euro, una cifra poco al di sotto del nostro intero prodotto interno annuo. Questa trasmissione non riequilibrerà l'asimmetria: tenderà anzi ad amplificarla, a meno che non intervenga una pianificazione realizzata da professionisti

capaci di strutturare il passaggio in modo consapevole.

## GENERAZIONI E LONGEVITÀ

Molto si è scritto sui boomer, la genera-

“ “ *La Banca d'Italia valuta la ricchezza netta delle famiglie in circa 11.732 miliardi di euro, rappresentata per circa la metà dal patrimonio immobiliare, con il 10% più facoltoso della popolazione che detiene il 60% della ricchezza complessiva* ” ”

zione nata dal Dopoguerra a metà anni '60, come grandi detentori di ricchezza di cui beneficeranno i millennial, ossia coloro che sono nati tra i primi anni '80 e la metà dei '90; molto meno si è detto dei giovani che nel prossimo decennio si troveranno

\* 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 PIROLI**  
esperto di formazione bancaria  
e assicurativa



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario



a gestire la transizione più complessa: la generazione X. Costoro, nati tra il 1965 e il 1980, sono i protagonisti di cui quasi nessun operatore si è ancora occupato sistematicamente. Nella sua analisi del mercato americano, Cerulli ritiene che essa erediterà circa 1.400 miliardi all'anno nel prossimo decennio, più di qualsiasi altra coorte nella storia degli Stati Uniti.

È una generazione che si trova ad affrontare simultaneamente tre ordini di problemi: genitori anziani da accudire, con costi che possono erodere rapidamente la stessa eredità in arrivo, figli da sostenere economicamente ben oltre la maggiore età e una pensione da costruire in un sistema contributivo puro. Il 72% dei suoi rappresentanti prossimi ad andare in quiescenza prevede di dovere lavorare più a lungo del previsto e il 39% non ha ancora una strategia finanziaria strutturata, anche se stanno per essere inondati di denaro.

I professionisti che sono già presenti nelle loro vite con una solida relazione consulenziale possono, dunque, «vincere senza combattere». Oltretutto anche i millennial, nei prossimi cinque lustri, godranno di cospicue ricchezze. Un terzo di loro, infatti, conta di ricevere un'eredità, presumibilmente ignorando che solo il 22% dei boomer intende esplicitamente lasciargliela, almeno stando al "Planning & Progress Study" pubblicato nel 2024 da Northwestern Mutual.

Ma la variabile che tende a spargliare tutto è la longevità. L'Italia è tra i paesi più longevi al mondo: 81,4 anni per gli uomini, 85,5 per le donne. Nella teoria economica del ciclo di vita, codificata nel 1954 da Franco Modigliani e Richard Brumberg, il trasferimento dovrebbe essere prevedibile: si accumula, si decumula, si trasmette. Questo fenomeno dà origine al cosiddetto "puzzle del decumulo della ricchezza" (wealth decumulation puzzle o retirement saving puzzle), empiricamente documentato in numerosi paesi, secondo cui gli anziani in pensione tendono a ridurre il proprio patrimonio in modo molto più lento di quanto previsto dalla teoria economica standard, o addirittura continuano ad accumulare ricchezza anche dopo il ritiro dal lavoro.

Le spiegazioni principali proposte dalla letteratura scientifica sono due, non necessariamente alternative: il motivo del

lascito, ovvero la volontà di tramandare ricchezza ai figli o ad altri familiari e il risparmio precauzionale, cioè la necessità di mantenere riserve a fronte di rischi futuri incerti, come la longevità, le spese sanitarie o i costi della non autosufficienza.

## DIVERSE GRAMMATICHE

In un lavoro pubblicato originariamente nel 2020, e poi integrato nel 2022, Luigi Ventura, dell'Università La Sapienza e il giapponese Charles Y. Horioka, dell'Università di Kobe, hanno rilevato non solo che più del 40% degli anziani italiani in pensione non riduce il proprio patrimonio, ma addirittura oltre l'80% continua a risparmiare, accumulando senza consumare il proprio capitale con l'obiettivo di trasferirlo ai discendenti. Tutto ciò può essere interamente vanificato dalla propria non autosufficienza. Il costo annuo di una badante convivente, infatti, si attesta attorno ai 20.000 euro; un posto in Rsa supera in Lombardia i 27.000 euro annui (Osservatorio Rsa Fnp-Cisl, 2024); mentre l'indennità di accompagnamento Inps è ferma a circa 530 euro al mese, meno del 30% del costo minimo dell'assistenza domiciliare. Ci sono 4 milioni di anziani non autosufficienti, destinati a sfiorare i 5 milioni entro il 2030 (Rapporto Oasi 2025, Sda Bocconi). Chi entra in una Rsa a 82 anni e vive fino a 87 consuma tra il 45% e il 77% del proprio patrimonio. Eppure i tre quarti dei boomer non hanno mai stimato il costo di un anno di non autosufficienza (Nationwide LTC Survey, 2024).

Non tutta la longevità è tuttavia erosione: cresce infatti la tendenza al cosiddetto "giving while living", la riallocazione anticipata di asset in vita, attraverso donazioni, trust, piani di accumulo per i nipoti. Questa forma di passaggio consente al beneficiario di ricevere quando ne ha davvero bisogno: è su questa leva che la consulenza può produrre il suo massimo valore aggiunto.

Karl Mannheim, nel saggio "Il Problema delle generazioni" (1928), aveva già intuito qualcosa che la finanza comportamentale ha poi documentato: una generazione non è un semplice gruppo d'età, ma un'unità di destino. Gli eventi vissuti tra i 15 e i 25 anni lasciano strutture cognitive permanenti che nessuna informazione successiva cancella del tutto. Chi appartiene ai boomer e alla generazione X ha costruito la propria

identità finanziaria sulla linearità: carriere prevedibili, immobili rivalutati, pensioni parzialmente retributive: valuta quindi la consulenza sulla continuità relazionale e sulla competenza percepita. Millennial e generazione Z, i nati attorno al 2010, hanno interiorizzato la precarietà: carriere frammentate, casa come obiettivo spostato a 35 anni, pensione contributiva pura. Cercano trasparenza sulle commissioni, velocità nella risposta, sostenibilità come punto di partenza e non come optional. Questo imprinting si riflette anche sulla fiducia da accordare. I due blocchi richiedono al consulente due approcci relazionali profondamente diversi e la capacità di interagire, sia con l'uno, sia con l'altro all'interno del medesimo gruppo familiare è tra le competenze più rare del mestiere.

## UN PROBLEMA DI PSICOLOGIA

Il passaggio generazionale è prima di tutto un problema di psicologia. Il denaro che cambia di mano porta con sé strati di significato (identitari, relazionali, simbolici) che nessuna analisi di portafoglio cattura. Chi cede teme di lasciare meno di quanto ha promesso; chi riceve teme di non meritarselo, di non saperlo gestire, di tradire le aspettative di chi lo ha costruito con decenni di lavoro. Vicky Reynal nel suo recentissimo "I soldi nella mente" offre una chiave di lettura essenziale: le abitudini finanziarie si ereditano prima del patrimonio. Il figlio del padre che «teneva tutto sul conto» tenderà a fare lo stesso non per ignoranza, ma per lealtà inconscia a una narrativa familiare appresa prima di capire cosa fosse un tasso d'interesse. Il consulente che partecipa a una riunione familiare senza essere consapevole di queste dinamiche non gestisce una conversazione finanziaria: partecipa, spesso inconsapevolmente, a un dramma che precede di decenni qualsiasi pianificazione successoria.

Morgan Housel, analista finanziario ed editorialista, ha sintetizzato quest'intuizione in modo brillante: «Le tue esperienze personali con il denaro rappresentano forse lo 0,00000001% di tutti gli eventi accaduti nel mondo, ma [rappresentano] circa l'80% di come pensi che il mondo funzioni». Non si decide con i dati: si decide con la propria storia. E quando quella storia viene trasmessa, si trasmettono anche le paure, le credenze, le lacune.

Il momento in cui il patrimonio transita, poi, è quello peggiore per costruire la relazione. Chi si trova a gestire una somma significativa senza un riferimento professionale già consolidato si affida quasi sempre a chi è già presente. Il dato di Cerulli Associates è inequivocabile: il 25% dei clienti facoltosi nella fascia 30/45 anni è già figlio di un cliente del consulente, ma nel 70% dei casi la relazione è ancora tutta da costruire. Un piano di accumulo da 100 euro al mese per il figlio trentenne di un cliente di 70 anni non è redditizio adesso: è un investimento sulla relazione di chi tra 15 anni gestirà, magari, 300 mila euro di eredità. Non è più tempo di aspettare: il 42% dei ventenni cerca informazioni finanziarie sui social media (Ricerca Nationwide, 2024), ed è lì che si formano opinioni e preferenze prima ancora che esista un patrimonio da potere affidare. La consulenza finanziaria ha, pertanto, davanti a sé la più grande opportunità strutturale degli ultimi 50 anni; che però è anche la più grande insidia: continuare a lavorare nei modi consueti, mentre il domani richiede qualcosa di profondamente diverso.

## LA DOMANDA CHE TRASFORMA

C'è una domanda che quasi nessun consulente fa ai propri clienti più anziani: «Cosa succederebbe al tuo patrimonio se tra un anno non fossi più autonomo?», non per instillare la paura, quanto piuttosto per sollecitare la responsabilità verso chi verrà dopo. È il tipo di dialogo che apre la pianificazione attraverso una polizza long term care, la revisione della struttura successoria, l'anticipazione del già citato giving while living, l'introduzione degli eredi nella relazione professionale. Ed è quel colloquio che trasforma un consulente in un riferimento familiare per il futuro. L'eredità non aspetta. Mentre la relazione che consente di presidiarne il trasferimento si costruisce anni prima che diventi urgente. Il consulente che ha già aperto questi canali, che ha già incontrato i figli del proprio cliente, che ha già strutturato una pianificazione armonica e consapevole, si trova in una posizione che nessun concorrente potrà scalfire nel momento in cui il patrimonio cambierà proprietario. Nel passaggio patrimoniale, come in pochi altri casi, essere già presenti vale più di qualsiasi altra competenza.

## LA FINANZA E LA LEGGE

### STRUMENTI PER MODERNIZZARE IL MERCATO

# La riforma del Tuf e il nuovo volto della gestione collettiva

di Flavio Burrai, Associate di Advant Nctm

Con la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale del d. lgs. 14 aprile 2026, n. 47, la riforma organica del Tuf è diventata realtà. In esecuzione della delega contenuta nella cosiddetta “Legge Capitali” (l. n. 21/2024), il legislatore ha ridisegnato i confini del mercato dei capitali italiano.

Per gli operatori del settore il nuovo decreto non rappresenta una rivoluzione inaspettata nei contenuti, che ricalcano sostanzialmente lo schema di quello che era già circolato nei mesi scorsi, ma introduce un regime transitorio che merita un’analisi attenta per i risvolti operativi immediati.

#### GEFIA SOTTO SOGLIA

Come già commentato in queste colonne dall’avv. Lorenzo Macchia all’indomani dell’approvazione dello schema di decreto, il cuore della riforma per la gestione collettiva risiede nell’introduzione di modelli operativi più snelli.

La principale innovazione riguarda i Gefia sotto soglia registrati. Superando l’impostazione adottata in sede di recepimento della Direttiva Aifmd, l’Italia si allinea finalmente alla prassi comunitaria: per i gestori di Fia italiani chiusi e riservati che non investono in crediti e operano entro le soglie dei 100 milioni di euro o 500 milioni in assenza di leva e con lock-up quinquennale, il regime autorizzativo preventivo della Banca d’Italia è sostituito da una più agevole iscrizione in un apposito registro.

I Gefia sotto soglia registrati saranno assoggettati a un regime di vigilanza circoscritto, non già continuo, bensì limitato alla verifica delle condizioni di registrazione e al monitoraggio del rischio sistemico, con controlli attivati esclusivamente “ad evento”.

I Fia in questione dovranno rivestire necessariamente la forma chiusa e la natura riservata, potendo essere commercializzati esclusivamente a investitori professionali. Il regolamento del Fia potrà tuttavia prevedere la partecipazione di investitori non professionali, a condizione che questi sottoscrivano o acquistino quote per un importo complessivo non inferiore a 500 mila euro e dimostrino di detenere un portafoglio finanziario di almeno 5 milioni di euro.



“ Per gli operatori del settore il nuovo decreto non rappresenta una rivoluzione inaspettata nei contenuti, che ricalcano sostanzialmente lo schema di decreto già circolato nei mesi scorsi, ma introduce un regime transitorio che merita un’analisi attenta per i risvolti operativi immediati ”

#### DEBUTTANO LE SOCIETÀ DI PARTENARIATO

Parallelamente, assistiamo al debutto delle società di partenariato. Queste ultime, che devono essere costituite come società in accomandita per azioni (Sapa), rappresentano la naturale evoluzione delle Società di Investimento Semplice (Sis), ora abrogate. Il nuovo veicolo avrà come unico scopo l’investimento collettivo nei settori del private equity e venture capital, utilizzando il patrimonio raccolto tramite l’offerta delle proprie azioni, strumenti finanziari partecipativi e altre modalità di raccolta definite nello statuto.

#### RIFLESSI PRATICI

Dal punto di vista pratico, il passaggio al regime di sola registrazione per i piccoli gestori ridurrà significativamente i tempi per arrivare al mercato.

Tuttavia, la “vigilanza attenuata” non deve essere confusa con un’assenza di regole: resta fermo il rispetto della normativa antiriciclaggio e la necessità di assetti organizzativi idonei, sui quali l’organo di controllo sarà chiamato a vigilare. Per le Sgr, la sfida sarà valutare se e come integrare questi nuovi veicoli nelle proprie strategie di gruppo.

A completare il quadro delle innovazioni operative, da ultimo,

si segnala l'introduzione degli enti previdenziali privatizzati all'interno della categoria dei clienti professionali e l'aggiornamento delle definizioni di Oicr per ricomprendere all'interno dello stesso tanto le gestioni interne quanto quelle esterne.

### **IL REGIME TRANSITORIO**

Gli articoli da 11 a 16 del decreto disciplinano le disposizioni transitorie che impattano anche sulla gestione collettiva.

L'articolo 12 del decreto stabilisce che i gestori che attualmente si avvalgono delle deroghe previste per le SiS o per altri regimi semplificati (ai sensi del previgente art. 35-undecies Tuf) hanno dodici mesi dall'adozione delle disposizioni attuative della Banca d'Italia per regolarizzare la propria posizione. Due le strade percorribili:

1. richiedere la piena autorizzazione come Sgr o Sicav/Sicaf "ordinaria";

2. presentare istanza per l'iscrizione nel nuovo registro dei Gefia sotto soglia, ma a una condizione stringente: ottenere il consenso espresso di tutti i partecipanti ai Fia già istituiti alla prosecuzione dell'incarico sotto il nuovo regime.

In assenza di tale consenso, o in caso di mancata istanza entro il termine, la Banca d'Italia procederà alla revoca dell'autorizzazione e alla cancellazione dagli albi. Si tratta di un passaggio delicato che impone ai gestori una tempestiva attività di compliance e di relazione con i propri investitori. Nelle more del termine, l'istituzione di nuovi Fia sarà consentita solo se compatibile con i requisiti del nuovo regime sotto soglia.

In conclusione, la riforma 2026 offre strumenti preziosi per modernizzare il nostro mercato. La palla passa ora ai regolatori per le norme tecniche e, soprattutto, agli operatori, chiamati a gestire una transizione che non permette distrazioni cronologiche.



# Banca Generali, investire in tempo di guerra, tra 'attacco' e 'difesa'

a cura di Arianna Cavigioli

Conflitti e tensioni geopolitiche pesano sulle borse nel breve termine, innescando volatilità, mentre lo spettro della stagflazione e i tassi in rialzo minacciano di erodere nel lungo termine i patrimoni investiti. I mercati finanziari del 2026 sono un rebus non facile da decifrare e mettono alla prova paradigmi consolidati. Per rispondere alle esigenze degli investitori in questo scenario complesso, Banca Generali ha rinnovato la gamma di strategie di risparmio gestito della Sicav Lux Im con quattro nuove soluzioni pensate per coniugare investimento di lungo termine e protezione. A parlarne è **Luigi Capezzone**, co-chief investment officer, head of investment strategies and solutions di **Bg Fund Management Luxembourg**.

### In base a quali presupposti avete selezionato e sviluppato le nuove strategie per la Sicav Lux Im?

«L'idea di Lux Im è mettere a disposizione dei consulenti e dei clienti le eccellenze del panorama dei fondi d'investimento, 'building blocks' per costruire portafogli diversificati adatti a ogni contesto di mercato. In questi mesi abbiamo lavorato pensando in particolare a strategie in grado di offrire sia strumenti di 'attacco', sia strumenti di 'difesa' in termini di asset allocation, per coniugare l'investimento con una prospettiva di lungo termine e protezione dalla volatilità in una fase complessa come quella attuale, nella quale la geopolitica condiziona fortemente i mercati».

### Come si traduce tutto ciò in termini di strategia d'investimento?

«Negli ultimi anni abbiamo assistito a una crescente correlazione tra gli asset obbligazionari e azionari, che rende sempre più necessario, in chiave di 'difesa', l'utilizzo di strategie di tipo alternativo e a capitale protetto per preservare il portafoglio. La componente di 'attacco' è rappresentata dalle strategie azionarie, l'asset che storicamente nel lungo periodo permette di creare più valore, anche se gli investitori italiani hanno storicamente una quota molto bassa di equity nei loro portafogli. Da anni stiamo lavorando per sviluppare strumenti in grado di aumentare progressivamente la percentuale azionaria, mantenendo al contempo una parte di protezione. Lux Im Best Industrial Equities Upside Step-In, una delle nuove strategie che abbiamo presentato, va proprio in questa direzione».

### Quali sono le caratteristiche di questa strategia?

«Il nuovo fondo nasce mettendo a fattor comune le competenze maturate da Bg Fml nell'ambito delle advisory industriali e l'innovazione delle strutture a capitale protetto e step-in, che permettono di esporsi all'azionario gradualmente e mantenendo una protezione integrale a scadenza del capitale investito inizialmente. La strategia nell'arco di cinque anni prende gradualmente esposizione al mercato azionario fino ad arrivare a un'alloca-



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

zione del 100% azionaria, il tutto con protezione del 100% del capitale investito a scadenza. Il fondo è attivamente esposto a un portafoglio costruito con le migliori strategie dei nostri team di gestione azionaria tematica su comparti strutturali consolidati ed emergenti: si tratta di asset che combinano competenze finanziarie e advisory industriale specifica, dall'AI alla blockchain, passando per la space economy e la robotica, fino al biotech e al settore dell'energia. È una strategia che gioca in attacco, senza perdere di vista la difesa».

### Spostandoci sul lato della difesa, quali nuove soluzioni avete introdotto?

«Nell'area obbligazionaria, insieme a Jp Morgan Asset Management abbiamo strutturato e lanciato un fondo target date con scadenza 2032, che ci permette di cogliere le opportunità offerte dal rialzo dei tassi innescato dal conflitto in Iran. La strategia punta a offrire un rendimento effettivo al netto dei costi del 4%. Inoltre, sul fronte delle soluzioni multi-asset, abbiamo ampliato l'offerta con il fondo financial Income di Algebris Investments, che punta a estrarre il massimo valore dagli asset del settore finanziario europeo, sia azionari, sia obbligazionari. Infine il Pimco Strategic Income, viene combinato per il 75% di esposizione obbligazionaria del fondo Pimco Income con il 25% di una strategia azionaria sistematica su titoli europei ad alto dividendo. Miriamo a performance nel tempo superiori a quelle del comparato obbligazionario da solo».

# Andy Warhol e l'Italia: un dialogo tra arte, mercato e cultura negli anni '70 e '80

a cura di **Emanuela Zini**

La mostra "Andy Warhol. Passaggio in Italia 1975-1987", alla Galleria Crédit Agricole - Refettorio delle Stelline di Milano, propone, fino al prossimo 20 giugno, un'indagine puntuale e per molti aspetti inedita sul rapporto tra Andy Warhol e il contesto culturale italiano e raccoglie oltre 100 tra opere e documenti evocando la più ampia tradizione storica dei viaggi in Italia tra VIII e XIX secolo.

## UN DECENNIO CRUCIALE

Più che una retrospettiva canonica, l'esposizione si configura come un dispositivo narrativo che intreccia opere, documenti e fotografie per restituire la densità di un decennio cruciale, ancora poco sistematizzato dalla storiografia warholiana.

Il percorso espositivo si articola come un vero e proprio "memoir per immagini", costruito attorno ai due poli geografici e simbolici di Milano e Napoli. Qui Warhol trova interlocutori privilegiati in figure chiave del sistema dell'arte italiano come Lucio Amelio, Alexander Iolas e Luciano Anselmino, promotori di commissioni che orientano in modo significativo la produzione dell'artista, nel corso del suo soggiorno italiano, negli anni '70 e '80.

In questo quadro emerge con chiarezza il ruolo dei galleristi italiani non solo come mediatori commerciali, ma come veri co-autori di processi culturali, capaci di indirizzare la ricerca dell'artista e di inserirla in un tessuto locale estremamente ricettivo.

Un elemento di particolare interesse è la componente documentaria: materiali d'archivio, inviti, poster e fotografie contribuiscono a ricostruire il contesto relazionale e

produttivo entro cui Warhol opera in Italia. Le immagini di Mimmo Iodice per Napoli e quelle di Maria Mulas e Fabrizio Garghetti per Milano restituiscono un ecosistema culturale vivace, segnato da contaminazioni tra arti visive, musica e performance.

## "VESUVIUS" E "THE LAST SUPPER"

Fulcro della mostra sono due cicli emblematici: "Vesuvius" e "The Last Supper".

Nel primo, Warhol trasfigura il vulcano partenopeo in un'icona seriale, convertendo la potenza naturale in superficie pop, secondo una logica di spettacolarizzazione tipica della sua grammatica visiva. Nel secondo, realizzato a Milano nel 1986, il confronto con il modello leonardesco si traduce in una riflessione complessa sulla riproducibilità, ma anche, e soprattutto, su una dimensione privata e spirituale dell'artista, spesso trascurata dalla critica.

La terza sezione della mostra amplia il discorso sulla serialità, includendo le celebri copertine di Lp realizzate da Warhol tra gli anni '50 e '80, accanto alla serie "Ladies and Gentlemen". Qui il tema dell'identità si intreccia con le dinamiche produttive della "Second Factory", spazio in cui la dimensione imprenditoriale dell'artista raggiunge una piena maturità, ridefinendo il rapporto tra arte, mercato e cultura di massa.

A completare il percorso interviene una selezione di opere provenienti dalle Collezioni Crédit Agricole Italia, che introduce un confronto sincronico con la scena artistica dell'epoca.

## IL CONTESTO ITALIANO

Nasce così un dialogo con le collezioni e



il contesto italiano, con i lavori di Ettore Sottsass, Emilio Tadini, Hermann Nitsch, Daniel Spoerri e Novello Finotti che non funzionano come semplice corredo, ma come dispositivo critico che colloca Warhol entro una rete di affinità e divergenze, evidenziando la complessità del panorama artistico tra gli anni '70 e '80.

La mostra milanese si distingue per l'approccio quasi filologico con cui ricostruisce un capitolo specifico della carriera di Warhol, evitando la spettacolarizzazione e la ripetizione, provando a offrire una prospettiva di lettura nuova e più articolata. Ne emerge un artista profondamente immerso nelle dinamiche culturali italiane, capace di assorbirne stimoli e contraddizioni, restituendoli attraverso un linguaggio che, pur rimanendo coerente con la propria cifra pop, si carica qui di nuove stratificazioni simboliche.

"Passaggio in Italia" si presenta come una riflessione critica sulla circolazione transnazionale delle immagini e sui modi in cui un artista globale come Warhol si confronta con identità culturali specifiche, rielaborando e ridefinendo continuamente il proprio linguaggio visivo. In altre parole, non è semplicemente un viaggio o una descrizione di luoghi italiani (cioè una "ricognizione geografica"), bensì una riflessione critica su come le immagini circolano tra diversi paesi e culture. Queste ultime (opere d'arte, fotografie, icone visive) non restano legate a un solo contesto nazionale: viaggiano, vengono reinterpretate e assumono nuovi significati in contesti diversi e, nel caso di Andy Warhol, si intrecciano con elementi della cultura italiana.

# FONDI&SICAV

conoscere per investire al meglio

## ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER

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



seguici



[www.fondiesicav.it](http://www.fondiesicav.it)

# CONSULENTI & RETI



«I giovani rappresentano il futuro della professione e portano con loro caratteristiche molto importanti: competenze digitali, capacità di comunicare attraverso nuovi linguaggi e una naturale predisposizione al lavoro di squadra. Sono qualità preziose, soprattutto in una fase in cui anche la relazione con il cliente sta evolvendo e richiede maggiore capacità di ascolto, flessibilità e utilizzo intelligente della tecnologia. L'esperienza, naturalmente, è la leva da costruire. Per questo motivo investiamo molto su percorsi dedicati, formazione continua e lavoro in team. Il confronto con consulenti senior consente ai giovani di accelerare il proprio percorso di crescita, mantenendo al tempo stesso freschezza, curiosità e apertura all'innovazione»

**STEFANO GALLIZIOLI**  
responsabile coordinamento rete consulenti finanziari  
Fideuram – Intesa Sanpaolo Private Banking

# La sola competenza non basta più

a cura di **Alessandro Secciani**

Il mercato della consulenza finanziaria italiana attraversa una fase di forte competizione sul fronte del reclutamento. Le grandi reti si contendono giovani talenti, professionisti affermati e figure con potenziale manageriale, in uno scenario in cui la qualità del capitale umano è diventata variabile decisiva per la crescita. Il gruppo Fideuram, che riunisce le reti Fideuram, Sanpaolo Invest e Iw Private Investments, per un totale di circa 7 mila consulenti, oltre un milione di clienti e più di 425 miliardi di euro di Aum (dati al 31 dicembre 2025) è ormai chiaramente leader di mercato nella consulenza finanziaria e soprattutto nel private banking. Alla base c'è una strategia di reclutamento che ha tre obiettivi: ricambio generazionale, esperienza senior e capacità di coordinamento. Ma non è solo una questione di numeri. Il reclutamento è per una rete di consulenti finanziari un

momento cruciale: occorre, in un rapporto basato in maniera totalitaria sulla fiducia, sapere scegliere con grande cura le persone in grado di interpretare al meglio la filosofia della società, di inserirsi in un gruppo molto ampio e con caratteristiche molto precise, di garantire uno stile ben codificato con il cliente e, infine, di avere una buona capacità commerciale. È un insieme di componenti non facile da mettere insieme. Per capire come si articola questa strategia, quali profili vengono cercati e che cosa il Gruppo offre a chi sceglie di entrare nelle sue reti, Fondi&Sicav ha incontrato **Stefano Gallizioli**, responsabile coordinamento rete consulenti finanziari di **Fideuram – Intesa Sanpaolo Private Banking**. Gallizioli è approdato in Fideuram nel 2011, con l'incarico di responsabile dello sviluppo della rete, presidiando in modo integrato le funzioni di sviluppo



commerciale, sviluppo professionale e reclutamento per le reti dei consulenti finanziari del gruppo. Dal gennaio 2022 ricopre l'attuale incarico, posizione che lo colloca al vertice del presidio commerciale e organizzativo delle tre reti che fanno capo a Fideuram. È inoltre membro della Commissione Tecnica Hr dell'Associazione italiana private banking (Aipb), dedicata allo sviluppo professionale del private banker.

**Partiamo dai numeri. Come si è sviluppato il flusso di ingressi nel Gruppo Fideuram nell'ultimo biennio?**

«Negli ultimi due anni il gruppo Fideuram ha proseguito un'attività di recruiting coerente con la propria strategia di svilup-

po sostenibile delle reti. L'obiettivo non è semplicemente crescere nei numeri, ma rafforzare la qualità complessiva della rete, mantenendo un equilibrio tra nuove generazioni, professionisti già affermati e figure con potenziale manageriale. Nel periodo compreso tra maggio 2024 e aprile 2026 sono entrati nelle reti Fideuram, Sanpaolo Invest e Iw Private Investments 899 consulenti finanziari. È un dato significativo, che racconta bene la capacità del Gruppo di attrarre professionalità diverse. Il 57% dei nuovi ingressi è rappresentato da consulenti under 35, a conferma di un investimento strutturale sul ricambio generazionale, mentre il restante 43% è composto da professionisti con esperienza consolidata. Accanto a questi profili, abbiamo inse-

rito in modo mirato anche consulenti con competenze manageriali, in grado di contribuire allo sviluppo di team e strutture territoriali. È proprio da questo equilibrio tra giovani, senior e figure con potenziale di coordinamento che nasce una crescita solida, ordinata e duratura della rete».

**Al di là del curriculum e dei portafogli gestiti, quali sono le qualità che considerate imprescindibili in un consulente che bussava alla vostra porta? Esistono requisiti culturali che ritenete davvero non negoziabili?**

«Il primo elemento che valutiamo non è numerico, ma culturale ed etico. Cerchiamo consulenti che condividano una visione di



lungo periodo della relazione con il cliente e che si riconoscano in un modello di consulenza evoluta, fondato sulla pianificazione patrimoniale complessiva. Naturalmente le competenze tecniche sono fondamentali, perché il contesto di mercato è sempre più complesso e richiede preparazione, metodo e capacità di lettura dei bisogni. Ma da sole non bastano. Per costruire relazioni professionali solide e durature servono valori comuni, attenzione alla qualità del servizio e piena condivisione del nostro modo di interpretare la consulenza. Per noi il consulente non è semplicemente un professionista che gestisce portafogli, ma una figura di riferimento per il cliente e per la sua famiglia, capace di accompagnarne le scelte nel tempo».

**In un mercato sempre più affollato di offerte e proposte, qual è la vostra reale leva distintiva? Al di là dei numeri e della leadership, che cosa trova un consulente nel gruppo Fideuram che fatica a trovare altrove?**

«Nelle reti Fideuram, Sanpaolo Invest e Iw Private Investments i consulenti trovano

innanzitutto un'azienda solida, con una storia lunga quasi 60 anni e una posizione di leadership costruita nel tempo. Parliamo di tre reti con circa 6 mila consulenti, oltre un milione di clienti e più di 200 miliardi di euro di asset: numeri che rappresentano prima di tutto una garanzia di continuità, stabilità e capacità di investimento. Ma il vero elemento distintivo è il modello di servizio. Il consulente può operare come consulente patrimoniale a 360 gradi, con accesso a strumenti finanziari, assicurativi e di wealth planning, all'interno di una piattaforma ampia e articolata. A ciò si aggiunge una struttura manageriale e organizzativa che accompagna, sia l'inserimento, sia lo sviluppo professionale nel tempo. Chi entra nel Gruppo non trova solo una rete commerciale, ma un ecosistema professionale in grado di sostenere la crescita del consulente e di valorizzarne il ruolo nella relazione con il cliente».

**L'innovazione di prodotto e di servizio è un tema centrale nella consulenza patrimoniale contemporanea. In questo quadro, che ruolo gioca, per esempio, Sfera+,**

**la piattaforma con cui avete ampliato il perimetro dell'offerta? Quanto incide l'avvio di un nuovo servizio nel rendere più attrattiva la proposta del gruppo verso i consulenti?**

«L'innovazione conta moltissimo, ma per noi deve avere una finalità precisa: migliorare concretamente il modo di fare consulenza e accompagnare l'evoluzione dei bisogni dei clienti. Con Sfera+ abbiamo ampliato il perimetro della consulenza, superando un approccio concentrato prevalentemente sulla pianificazione finanziaria e integrando in modo strutturato anche la protezione e la gestione dell'imprevisto. Tutto ciò significa mettere il consulente nelle condizioni di leggere in modo più completo il ciclo di vita del cliente, adattando il servizio alle sue esigenze personali, familiari e professionali. Il cliente non ha bisogno solo di fare crescere il patrimonio, ma anche di proteggerlo, di gestire i rischi e di affrontare momenti di possibile fragilità. In questo senso Sfera+ consente di rendere la consulenza più concreta, più completa e più vicina alla vita reale delle persone. È un elemento che rafforza la relazione di fiducia con il cliente e rappresenta anche un valore distintivo per i professionisti più esperti che valutano un ingresso nel Gruppo, perché offre strumenti evoluti per qualificare ulteriormente il proprio ruolo consulenziale».

**Veniamo ai più giovani. Per chi muove i primi passi nella professione, l'inserimento in una grande rete è insieme un'opportunità e una prova impegnativa. Quale tipo di percorso avete costruito per chi inizia la carriera?**

«Ai giovani proponiamo un progetto strutturato di crescita nel tempo. Non chiediamo loro semplicemente di entrare in rete, ma li accompagniamo in un percorso professionale che consenta di costruire competenze, autonomia e sostenibilità nel lungo periodo. L'azienda investe direttamente nella fase di inserimento, attraverso la formazione continua del Campus Fideuram, il supporto nella costruzione del portafoglio clienti e l'affiancamento a consulenti senior all'interno di team dedicati. Questo approccio permette ai giovani di crescere in un ambiente protetto ma sfidante, nel

quale possono imparare il mestiere, sviluppare metodo e consolidare progressivamente la propria identità professionale. L'obiettivo è formare consulenti capaci di generare valore nel tempo, per i clienti e per la rete».

**I millennial portano in azienda un patrimonio di competenze digitali e linguaggi nuovi, ma si confrontano con una professione che storicamente premia l'esperienza e i tempi lunghi della relazione. Dal vostro osservatorio, quali sono i punti di forza e le criticità di queste nuove generazioni di consulenti?**

«I giovani rappresentano il futuro della professione e portano con loro caratteristiche molto importanti: competenze digitali, capacità di comunicare attraverso nuovi linguaggi e una naturale predisposizione al lavoro di squadra. Sono qualità preziose, soprattutto in una fase in cui anche la relazione con il cliente sta evolvendo e richiede maggiore capacità di ascolto, flessibilità e utilizzo intelligente della tecnologia. L'esperienza, naturalmente, è la leva da costruire. Per questo motivo investiamo molto su percorsi dedicati, formazione continua e lavoro in team. Il confronto con consulenti senior consente ai giovani di accelerare il proprio percorso di crescita, mantenendo al tempo stesso freschezza, curiosità e apertura all'innovazione. Investire sui giovani significa investire nel futuro della consulenza finanziaria. Noi siamo molto orgogliosi dei nostri giovani, perché rappresentano una componente fondamentale della crescita futura delle nostre reti».

**Nel reclutamento dei consulenti affermati, la leva economica è spesso considerata decisiva e la concorrenza tra reti ha alzato sensibilmente le condizioni di ingresso. Quanto pesa davvero, nella vostra esperienza, la componente economica nelle scelte di chi cambia casa? E quali altri fattori entrano nella decisione?**

«La componente economica è certamente rilevante, ma non può essere l'unico criterio di scelta. Per un consulente che valuta un cambiamento professionale è fondamentale considerare anche la so-

lidità dell'azienda, la completezza degli strumenti messi a disposizione e la capacità di offrire un servizio di qualità alla propria clientela. La vera spinta al cambiamento nasce spesso dalla possibilità di servire meglio i propri clienti, di lavorare in un contesto più strutturato e di avere alle spalle un'organizzazione capace di sostenere la crescita professionale nel tempo. La leva economica assume pieno significato solo se inserita all'interno di un progetto professionale di lungo periodo. È questo l'aspetto che cerchiamo di condividere con i candidati: non una scelta tattica, ma un percorso solido e coerente con le loro ambizioni».

**Nelle dinamiche di selezione si parla spesso di "chimica" tra azienda e candidato. Quanto conta, nel vostro processo, il primo approccio? E che cosa cercate di leggere fin dal primo incontro?**

«Conta moltissimo, perché il primo approccio permette di capire non solo il profilo professionale del candidato, ma anche il suo modo di interpretare la consulenza. Il nostro è un lavoro che consente di aiutare le persone a pianificare il proprio futuro. Per questo è fondamentale trovare candidati che condividano questa visione, che abbiano empatia, passione per la relazione con il cliente e desiderio di costruire rapporti professionali duraturi. L'empatia è un elemento centrale già nella fase di selezione, perché ci permette di comprendere la qualità della relazione che il consulente è in grado di instaurare con i clienti, con i colleghi e con l'organizzazione».

**Guardando avanti, e sulla base del Piano di impresa del gruppo 2026-2029, quali sono gli obiettivi di acquisizione che vi siete dati per i prossimi anni? Su quale composizione di profili intendete puntare?**

«Gli obiettivi di crescita sono coerenti con il Piano di impresa del gruppo 2026 – 2029. Puntiamo a una crescita equilibrata, sia attraverso l'inserimento di giovani consulenti, sia attraverso l'ingresso di professionisti esperti con potenziale di sviluppo. Vogliamo rafforzare le nostre reti in modo ordinato, privilegiando profili capaci di contribuire alla qualità del servizio, alla relazione con la clientela e allo sviluppo futuro

dell'organizzazione. La crescita deve essere solida, sostenibile e coerente con il nostro modello di consulenza».

**Nell'attuale fase di mercato, sono più numerosi i consulenti che propongono spontaneamente la loro candidatura o siete voi a contattare? Come si è ridefinito il rapporto di forza tra reti e professionisti?**

«Il mercato oggi è certamente un mercato di offerta: molte reti cercano consulenti e la competizione per attrarre i migliori professionisti è elevata. Per noi, però, la selezione parte sempre dalle persone. Siamo noi a cercare i profili più coerenti con il nostro modello e, quando li troviamo, costruiamo insieme un percorso di crescita basato su relazioni professionali di lungo periodo. Non ci interessa una crescita indistinta. Ci interessa inserire consulenti che condividano la nostra cultura, il nostro modo di lavorare e la nostra visione della consulenza. È ciò che rende il percorso solido per il professionista, per la rete e soprattutto per i clienti».

**La formazione viene spesso identificata con la fase di inserimento dei più giovani, ma il settore impone aggiornamenti continui anche ai professionisti più esperti. Quale tipo di percorsi avete strutturato per i consulenti senior? E quanto questo aspetto pesa nelle valutazioni di chi sta considerando un ingresso nel Gruppo?**

«Assolutamente sì. La formazione non riguarda solo chi inizia la carriera, ma accompagna tutte le fasi del percorso professionale. Il settore evolve continuamente: cambiano i mercati, cambiano i bisogni dei clienti, cambiano gli strumenti tecnologici e si amplia il perimetro della consulenza. Per questo il nostro investimento principale resta sul capitale umano. La formazione continua consente ai consulenti esperti di aggiornare le proprie competenze, valorizzare il modello di servizio e affrontare con maggiore efficacia le nuove sfide professionali. È una leva competitiva fondamentale e rappresenta uno dei punti di forza di cui andiamo fieri. È anche un elemento molto importante nella fase di selezione: i candidati più qualificati valutano con attenzione la capacità dell'azienda di investire davvero sulla loro crescita professionale nel tempo».

# Sempre più Eltif nella rete

di **Alessandro Secciani**

Gli Eltif (European long-term investment funds) rappresentano certamente un successo insperato per il mercato finanziario italiano, visto che erano stati realizzati come prodotti di nicchia. Sono fondi di investimento alternativi regolamentati dall'Ue, nati nel 2015 per convogliare il risparmio privato verso l'economia reale: Pmi non quotate, infrastrutture, immobili, private equity e private debt. In Italia, si sono diffusi in modo significativo soprattutto dopo l'entrata in vigore il 10 gennaio 2024 della nuova normativa (Eltif 2.0), che ha rivoluzionato il settore rimuovendo le principali barriere all'ingresso. Sono stati eliminati la soglia minima di investimento di 10.000 euro e il vincolo che impediva ai privati con portafogli sotto i 500.000 euro di investire più del 10% del patrimonio in questi strumenti. È frequente trovare operatori che offrano una soglia minima di 1.000 euro e c'è stato chi, probabilmente come provocazione, ha offerto una soglia di ingresso a 1 euro.

La quota minima di attivi illiquidi è stata ridotta dal 70% al 55%, lasciando fino al 45% in liquidità per facilitare eventuali riscatti.

Sul mercato italiano si trovano diverse soluzioni: fondi chiusi tradizionali con periodo di sottoscrizione limitato e strutture evergreen o semi-liquide con finestre di riscatto periodiche. Queste ultime, introdotte proprio da Eltif 2.0, permettono soglie d'ingresso tramite piattaforme digitali e danno accesso a gestori globali.

Ma c'è una distinzione strutturale più importante nel nuovo panorama Eltif 2.0 e cambia radicalmente il profilo d'investimento. Prima del 2024, praticamente tutti gli Eltif erano closed-end; oggi le versioni evergreen stanno diventando la norma, specialmente nella distribuzione retail. Vediamo le differenze, anche in funzione del fatto che si parla di una soluzione che comporta un buon valore aggiunto, sia per il cliente, sia per il consulente finanziario e la scelta del tipo di prodotto è fondamentale.

## **ELTIF A SCADENZA (CLOSED-END)**

È la struttura classica, ereditata dal private equity istituzionale. Gli investitori sottoscrivono il capitale durante un periodo iniziale di raccolta e non hanno il diritto di richiedere il rimborso delle quote fino al termine della vita del fondo, che può durare diversi anni. Tipicamente un Eltif chiuso ha una finestra di sottoscrizione di 12-18 mesi, durante la quale vengono raccolti gli impegni dagli investitori; poi una fase di investimento (2-4 anni) in cui il gestore impiega gradualmente il capitale; una fase di gestione/maturazione (2-5 anni) in cui gli asset crescono; e, infine, una fase di disinvestimento (1-2 anni) in cui gli asset vengono liquidati e il capitale restituito agli investitori con le plusvalenze. La durata totale è solitamente tra 6 e 10 anni. Il vantaggio è che il gestore ha il capitale bloccato e può quindi comprare asset davvero illiquidi di qualità (partecipazioni dirette in aziende non quotate, infrastrutture, real estate) sfruttando appieno il premio di illiquidità, che, sto-

ricamente, è 300-500 punti base in più rispetto ai mercati pubblici. La classica curva a J (perdite iniziali dovute a commissioni e costi di set-up, poi risalita graduale) è pienamente esposta perché il portafoglio si costruisce da zero. Il rischio è ovviamente la totale illiquidità: una volta sottoscritto, il capitale è vincolato: l'uscita anticipata è possibile solo vendendo la quota a una controparte interessata (mercato secondario praticamente inesistente per il retail) o accettando tagli significativi.

## **ELTIF EVERGREEN (SEMI-LIQUIDO)**

È la struttura abilitata da Eltif 2.0, mutuata dai modelli americani di interval fund. Conosciuti anche come fondi "evergreen", questi veicoli hanno in genere date di scadenza dichiarate fino a 99 anni e rimangono completamente investiti, consentendo agli investitori di acquistare e vendere quote secondo le proprie tempistiche. Non c'è finestra di sottoscrizione, non c'è data terminale: il fondo è sempre aperto a nuovi investi-

tori e consente riscatti periodici, ma con importanti limitazioni alla liquidità.

I meccanismi principali per gestire l'illiquidità sono tre. I gestori utilizzano periodi di preavviso (notice period) per i riscatti, che di norma sono di 12 mesi, ma possono essere ridotti in base alla quota di attività liquide detenute dal fondo; nella pratica italiana sono più frequentemente 30-90 giorni. I redemption gate limitano l'importo totale dei riscatti effettuabili in una singola finestra temporale, di solito intorno al 5% del valore del fondo, per proteggere i rimanenti investitori da uscite di massa improvvisa. E poi una riserva di liquidità strutturale fino al 45% del patrimonio in asset liquidi (cash, bond pubblici, equity quotata), che serve da "cuscinetto" per fare fronte ai riscatti ordinari.

Il vantaggio è evidente: accesso continuo, nessuna corsa al closing, possibilità di costruire esposizione gradualmente con Pac mensili/trimestrali, e un'uscita (parziale) sempre disponibile nelle finestre previste. Inoltre, gli investitori entrano in un portafoglio già costruito e diversi-





fificato, evitando la J-curve. Lo svantaggio strutturale è che quel 20-45% di riserva di liquidità comporta una porzione di capitale che non è esposta al premio di illiquidità e quindi diluisce il rendimento atteso rispetto a un closed-end puro. In più, in scenari di stress di mercato i gate possono attivarsi, bloccando i riscatti esattamente quando servirebbero. Comunque, l'Eltif resta uno strumento per un capitale «paziente», come afferma Anna Gervasoni, docente universitaria e direttore generale di Aifi, l'Associazione italiana del private equity, venture capital e private debt: orizzonte tipicamente 5-10 anni, liquidità limitata anche nelle versioni evergreen, commissioni generalmente più alte dei fondi Ucits e rischio legato a società non quotate o asset reali. Sono strumenti di diversificazione e non per un investimento strategico. Ma i vantaggi di questo prodotto finanziario, che ha anche diverse controindicazioni sono indubbiamente diversi e vale la pena metterli in fila.

### LA DEMOCRATIZZAZIONE

Lo dicono tutti, dalle società di gestione alla stessa Commissione Europea. La narrazione canonica, è formulata da BlackRock: «Tradizionalmente i mercati privati sono stati riservati a investitori istituzionali o ultra-ricchi a causa della loro complessità e delle alte soglie di ingresso; Eltif 2.0 ha cambiato questa visione, semplificando le regole e introducendo strutture flessibili che li rendono accessibili al retail come mai prima». Inoltre Mark Wiedman, capo del business clientela globale di BlackRock, in un'intervista a BloombergMarketScreener, ha affermato: «In un mondo in cui i mercati privati crescono di 1.000 miliardi o più ogni anno, molti consulenti finanziari trovano ancora troppo difficile fare partecipare i propri clienti. Vogliamo sbloccare questo meccanismo». È l'argomento del level playing field (condizioni di parità): se le pensioni dei dipendenti pubblici californiani investono in private equity da 40 anni, perché il dentista di Treviso

non dovrebbe poterlo fare? Chi sostiene questa tesi vede gli Eltif come un atto di equità finanziaria.

### LA CAPITAL MARKET UNION

Questa tesi viene difesa dalla Commissione europea, la Bce, il think-tank Bruegel e da molti grandi gestori istituzionali. L'Europa deve finanziare la transizione energetica, l'Ai, l'autonomia strategica industriale, la modernizzazione delle infrastrutture digitali; le stime di settore parlano di 13 mila miliardi di mercati privati globali, che diventeranno oltre 30 mila entro il 2030; i governi non possono finanziare da soli queste necessità, soprattutto in un contesto di pressione sul debito pubblico. L'industria bancaria europea, post-Basilea III e IV, ha una capacità di erogazione strutturalmente ridotta sul mid-market. Il risultato è un funding gap di 400-500 miliardi all'anno per le Pmi europee. L'Eltif è uno degli strumenti, certamente non l'unico, ma rilevante, per ricucire quel gap mobilizzando il risparmio retail europeo, che storicamente è prudente, sovrappesato in liquidità e titoli di stato. I conti correnti delle famiglie italiane contengono circa 1.500 miliardi di euro fermi nei conti correnti, in larga parte a rendimento reale negativo. Riallocare anche solo il 5% di questa massa verso l'economia produttiva genererebbe 75 miliardi di nuovi capitali per le imprese. Per questo motivo, il Tesoro italiano ha mantenuto e rafforzato il Pir alternativo che contiene un regalo fiscale ed è giustificato dal risultato macro atteso. È forse l'argomento più forte a sostegno degli Eltif.

### IL PREMIO DI ILLIQUIDITÀ

È la trincea tecnica preferita degli asset manager. La tesi: i mercati privati offrono storicamente un premio di illiquidità di 200-400 punti base annui rispetto ai mercati pubblici equivalenti, per remunerare il fatto di rinunciare alla liquidità immediata. Inoltre, sono meno correlati ai mercati quotati, quindi inseriti in un portafoglio bilanciato riducono la volatilità complessiva. Secondo BlackRock, l'approccio evergreen di Eltif 2.0 cattura i benefici unici dei mercati privati, con un potenziale di rendimenti più alti e di-

# Un regalo dal fisco

L'Italia ha un incentivo specifico che altri paesi non hanno: la combinazione con la disciplina dei Pir (Piani individuali di risparmio). Gli Eltif conformi alla normativa Pir godono dell'esenzione da tassazione su capital gain e dividendi, se detenuti almeno cinque anni, e di una deduzione Irpef sulle eventuali minusvalenze (fino al 20% dell'importo investito, spalmata su 10 anni). Tutto ciò ha reso i cosiddetti Eltif Pir-compliant molto attraenti per il retail italiano e uno strumento sempre più proposto dai consulenti finanziari ai loro clienti.

I benefici, a condizione di detenere l'investimento per almeno cinque anni, sono:

- esenzione totale dall'imposta del 26% su redditi di capitale e plusvalenze (cedole, dividendi, capital gain alla vendita o al rimborso);
- esenzione dall'imposta di successione sulle quote;
- deducibilità delle eventuali minusvalenze.

Trattandosi tipicamente di Pir alternativi, i limiti di investimento agevolato sono molto più alti del Pir "ordinario": fino a 300.000 euro all'anno e un cumulato di 1,5 milioni di euro.

È utilizzabile anche il regime Eltif Pmi Italia. Si tratta di un regime ad hoc, parallelo al Pir, pensato per gli Eltif specializzati in Pmi italiane. Gli incentivi riguardano solo le persone fisiche residenti in Italia. «I limiti quantitativi sono più generosi rispetto al Pir ordinario: è possibile destinare agli investimenti agevolati somme per un importo non superiore a 150.000 euro l'anno fino a 1.500.000 di euro complessivi, contro i limiti di 30.000 euro l'anno e 150.000 euro complessivi previsti per i Pir», spiega Assogestioni. Se l'Eltif non rientra, né nel regime Pir, né in quello "Pmi Italia", si applicano le regole ordinarie: aliquota del 26% su redditi di capitale e plusvalenze, imposta di bollo dello 0,2% annuo sul valore di mercato delle quote, e ordinaria imposta di successione. In questo caso, dal solo punto di vista fiscale, l'Eltif non è diverso da un fondo comune qualunque.

È sempre da tenere presente, comunque, che il vantaggio fiscale è subordinato al rispetto dell'orizzonte minimo di cinque anni: un'uscita anticipata fa decadere il beneficio (con applicazione retroattiva dell'imposta più interessi). È un aspetto coerente con la natura dell'Eltif, che è un fondo chiuso illiquido.

Va inoltre sottolineato che il vantaggio fiscale, per quanto rilevante, è solo uno dei fattori da considerare: costi di gestione, struttura delle commissioni, qualità del gestore e illiquidità sono altre variabili da ponderare.

verificazione, pur consentendo finestre di liquidità per gli investitori.

Le principali statistiche di settore mostrano che gli investitori sofisticati credono al premio, al punto che a oggi le masse gestite in Italia sono 4,5 miliardi di euro, che rendono il nostro Paese il secondo mercato europeo per dimensioni. Il mercato europeo nel suo complesso ha raggiunto circa 28,5 miliardi di euro con 244 prodotti, quindi l'Italia pesa per circa il 16% del totale dell'Unione Europea.

## L'AUTOCONTROLLO

È un argomento che riprende, in chiave europea, le considerazioni dell'economista comportamentale Richard Thaler sui "commitment devices". Suona così: il piccolo risparmiatore italiano è strutturalmente vittima del proprio cervello. Compra azioni a prezzi alti, vende a livelli bassi, esce dal mercato durante i crolli e rientra a recupero avvenuto. Un Eltif, con il suo lock-up contrattuale di cinque-otto-dieci anni, impedisce fisicamente al sottoscrittore di sabotarsi durante una fase di panico. Lo costringe



a fare ciò che dovrebbe fare di sua iniziativa e che invece tipicamente non fa: stare fermo.

In questa lettura, l'illiquidità non è un bug ma una caratteristica protettiva. Anzi, l'argomento si rovescia: gli Etf e i fondi aperti, proprio perché vendibili in qualunque momento, sono pericolosi per l'investitore medio non sofisticato. L'Eltif protegge il cliente da sé stesso. È un argomento che fa storcere il naso ai puristi, ma intellettualmente regge.

### **PROTEZIONE REGOLAMENTARE**

I nuovi Eltif hanno funzionalità progettate per proteggere gli investitori retail, come requisiti di diversificazione e limiti alla leva, oltre al periodo di riflessione già esistente. La differenza con un fondo private equity classico, riservato a investitori professionali, con soglie di ingresso a partire da 5 milioni e assenza di vincoli operativi, è enorme. Un Eltif retail deve rispettare:

- il limite massimo del 20% per singolo emittente;
- il limite massimo del 30% di leva;
- la valutazione almeno semestrale da soggetto indipendente;
- la disclosure piena nel Kid;
- Un periodo di ripensamento di 14 giorni in cui il sottoscrittore può recedere senza penali;
- suitability test Mifid aligned obbligatorio.

Sono protezioni che un risparmiatore non ha, né su un certificato strutturato, né su un Etf tematico. Su questo punto, gli Eltif retail sono più regolati di altre categorie con cui competono. Un consulente bancario che vendesse al cliente sbagliato un Eltif si esporrebbe a contestazioni Mifid più gravi di quante ne avrebbe vendendo allo stesso cliente un certificato a capitale condizionatamente protetto.

### **LA SPECIFICITÀ ITALIANA**

Lo sostengono il Mef, Assogestioni, Aipb e, a livello accademico, l'università Bocconi. La struttura del risparmio italiano è anomala in chiave europea: sovrappeso su Btp, immobiliare e liquidità, sottoesposizione cronica all'equity (specialmente non-italiano e non-quotato). Questa anomalia ha un costo macroeconomico: minore finanziamento



alle imprese italiane, minore creazione di campioni industriali, dipendenza strutturale dalle banche per il credito. Il Pir Alternativo è uno degli strumenti scelti per correggere questa anomalia, esattamente come prima il Pir ordinario aveva tentato (con risultati misti) di correggerla per i mercati quotati.

La dimensione del regalo fiscale (i 60-120 milioni l'anno di gettito sacrificato

stimato) va valutata a fronte del beneficio macro: se anche solo il 30% dei capitali Eltif italiani finisse davvero in capitale produttivo per le Pmi, su un orizzonte decennale, il moltiplicatore sull'occupazione e sulla base imponibile generata potrebbe essere positivo per il Tesoro stesso. La matematica fiscale, su un orizzonte sufficientemente lungo, può chiudere in positivo.

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**

# Indipendenti, per convinzione

Flossbach von Storch è una delle principali società di gestione del risparmio indipendenti a livello europeo. Nata nel 1998 dai due fondatori Bert Flossbach e Kurt von Storch, con oltre 400 dipendenti gestisce oggi un patrimonio di circa 70 miliardi di euro. La gestione attiva dei fondi inizia da un foglio bianco e tutte le decisioni dei gestori di portafoglio si basano sul processo di ricerca interno, che è sempre in armonia con la visione globale d'investimento della società e con le cinque linee guida: diversificazione, qualità, flessibilità, solvibilità e valore. Attraverso l'applicazione di questi principi, Flossbach von Storch è in grado di proteggere il patrimonio dei propri clienti, perseguendo così il suo obiettivo primario.

Visita il nostro sito per saperne  
di più sulla strategia di investimento  
e sui nostri fondi:  
[www.flossbachvonstorch.it](http://www.flossbachvonstorch.it)



**Flossbach von Storch**