

FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 19 - numero 186 - luglio/agosto 2026



L'AI ALLA CONQUISTA DELLO SPAZIO

BANCHE EUROPEE, UNA CRESCITA CHE VIENE DA LONTANO



BANCA
GENERALI
PRIVATE



BG

FUND
MANAGEMENT
LUXEMBOURG

IN MOMENTI DI INCERTEZZA, AFFIDATI A CHI MIRA A PROTEGGERE I TUOI INVESTIMENTI.

Perché scegliere le Strategie Protection LUX IM:



**Investire
all'avanguardia
con trend
innovativi.**



**Obiettivo
di protezione
del patrimonio
nel tempo.**



**Tutelare
l'investimento
con strategie
dinamiche.**



**Creare valore
in ogni direzione.**



LUX IM, la SICAV di BG Fund Management Luxembourg, ti offre una gestione professionale che unisce esperienza e innovazione. Una gamma diversificata di comparti che ti permette di costruire il tuo investimento su misura, con la flessibilità di adattarlo alle tue esigenze e l'attenzione alla sostenibilità che il futuro richiede.



Messaggio pubblicitario con finalità promozionale che non costituisce una sollecitazione a investire né una raccomandazione d'investimento. Prima dell'adesione e per conoscere le caratteristiche, i rischi e i costi dell'investimento, si raccomanda di leggere i Documenti contenenti le Informazioni Chiave (KID) e il Prospetto Informativo, disponibili sul sito internet della società di gestione BG Fund Management Luxembourg S.A., all'indirizzo www.bgfml.lu, nonché presso le Filiali e gli Uffici dei Consulenti Finanziari di Banca Generali. LUX IM è una società di investimento a capitale variabile (Sicav) multicomparto di diritto lussemburghese. L'investimento in azioni della Sicav presenta principalmente rischi finanziari riconducibili alle possibili oscillazioni del valore delle azioni della Sicav dovute, ad esempio, all'andamento dei mercati e dalla natura degli strumenti finanziari sottostanti, e può non essere adatto a tutti i tipi di investitori. Il presente materiale è prodotto senza riferimento alla situazione finanziaria o fiscale, al profilo di rischio o a esperienze e conoscenze né alle speciali esigenze del destinatario o di terzi. I concetti di protezione e di tutela, laddove utilizzati, si riferiscono a tecniche di gestione e strumenti che hanno l'obiettivo di limitare i rischi di perdite; essi non comportano tuttavia alcuna garanzia di rendimento dell'investimento, né di restituzione o di conservazione del capitale investito, che rimane soggetto al rischio di perdita. Per una descrizione esaustiva dei rischi rilevanti si rimanda alla documentazione d'offerta; per una descrizione degli aspetti relativi alla sostenibilità si rimanda altresì all'indirizzo www.bgfml.lu/site/home/sostenibilita.html. I riconoscimenti riportati nel presente documento sono stati conseguiti, nel rispettivo anno di riferimento, da Banca Generali S.p.A.

IN FINANZA NON SEMPRE L'EVIDENZA È GIUSTA di Giuseppe Riccardi



«Non vediamo Etf e gestione passiva come una minaccia. Sono strumenti che hanno conquistato uno spazio importante e che possono avere un ruolo nei portafogli...Dunque, la consulenza non compete con gli Etf, ma dà senso all'utilizzo degli strumenti, qualunque essi siano». Queste semplici parole pronunciate da Igor Garzesi, direttore generale di Banca Mediolanum, nel corso dell'intervista a Fondi&Sicav pubblicata a pagina 51, dà una chiara risposta a un dubbio che sempre più spesso gli investitori manifestano: quale bisogno c'è di consulenza, che ovviamente ha un costo, per prodotti già efficienti? All'apparenza

sembra tutto facile: se si azzecca il prodotto giusto, si guadagna acquistando direttamente l'asset class prescelta, magari su una piattaforma, senza commissioni e quindi con un rendimento finale più alto.

Su questo ragionamento non ci sarebbe nulla da dire, se non ci fosse un se di troppo: "se si azzecca il prodotto giusto". Già, perché sbagliare il prodotto può significare, ai tempi attuali di volatilità, farsi carico di perdite anche importanti in pochi giorni. Abbiamo visto interi indici subire cadute a doppia cifra in una sola seduta: il caso della Corea insegna.

E poi il migliore prodotto può essere giusto in un determinato momento, ma in un altro no e, magari, un buon professionista può spiegare quando è il caso di comprarlo e quando è meglio venderlo. E non è un'indicazione da poco.

Questo è il valore della consulenza: costruire portafogli su misura per ogni cliente, rispettando la sua propensione al rischio, i suoi obiettivi e il suo orizzonte temporale. Sembra facile, invece è un lavoro complesso. E va retribuito.



RIPENSARE ALLA DIVERSIFICAZIONE NEI PORTAFOGLI di Pinuccia Parini

L'inizio del "nuovo regime" per i mercati finanziari impone una serie di riflessioni su come strutturare i portafogli e, soprattutto, richiede di prendere atto che le correlazioni tra le asset class non sono più le stesse e che diversificare le decisioni d'investimento comporta la capacità di ricercare il valore.

La prima parte dell'anno è stata ancora una volta positiva per i mercati finanziari, con i più importanti azionari che hanno chiuso con nuovi massimi storici, l'obbligazionario governativo che, dopo essere stato sotto pressione per la chiusura dello Stretto di Hormuz, si è stabilizzato,

mentre le materie prime hanno fatto registrare performance eterogenee.

All'interno delle diverse classi di attivo si è assistito, però, a una maggiore dispersione, anche se il tema trainante, ancora una volta, è stato l'intelligenza artificiale. Su questo argomento, il dibattito è tra chi ha aspettative elevate sugli impatti che la diffusione di questa tecnologia avrà sul tessuto economico e chi, invece, comincia a chiedersi se la grande onda degli investimenti in atto non provocherà alcuni dissesti anche a livello sociale. Per il momento, il mercato ha deciso di dare fiducia al trend in atto e proprio per questa ragione bisogna seguirne da vicino le evoluzioni.

E attualmente, c'è una crescente domanda di infrastrutture che serviranno

a costruire l'architettura legata all'Ai, alla digitalizzazione della rete, alla sua elettrificazione o a rendere più efficienti gli impianti energetici: in sintesi, si tratta di realizzare le installazioni fisiche sui quali si innesterà un nuovo ciclo di crescita. Ed è proprio questo enorme complesso di investimenti che offrirà le maggiori opportunità d'investimento.

In un contesto dove sarà decisivo avere più strumenti a disposizione per investire, Fondi&Sicav ha deciso di introdurre una nuova rubrica, in collaborazione con Altaroc, per affrontare il tema degli asset privati e, nello specifico, del private equity. Si tratta di un contributo propeudeutico alla formazione su una classe di attivo che dobbiamo imparare a conoscere.

SOMMARIO

Numero 186
luglio/agosto 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,
Antonio Caruccio, Arianna Caviglioli,
Barbara Galliano, Paolo Andrea Gemelli,
Rocki Gialanella, Mark William Lowe,
Fabrizio Pirolli, Pier Tommaso Trastulli,
Emanuela Zini

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

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

direttore responsabile
Alessandro Secciani

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

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

immagini usate su licenza di
Shutterstock.com

3 EDITORIALE

6 GEOPOLITICA

In Perù, la resilienza economica sopravviverà ai cambiamenti politici?

8 OSSERVATORIO ASIA

Giappone, più soldi per la difesa

10 FACCIA A FACCIA

Bo Fifer, managing director - portfolio manager for concentrated large cap growth and thematic equities, Tcw

«Ai, siamo solo agli inizi»

Anthony Willis, senior economist, Columbia Threadneedle Investments

«I mercati assorbono i rischi geopolitici»

14

MONOMANIA

Sempre più Ai, anche dove non c'è

BANCHE EUROPEE

Il bull market più inatteso

26

INVESCO

Continua la resilienza dei mercati

28

FLOSSBACH VON STORCH

Investire in modo consapevole nell'Ai

30

ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

Un ampio universo per un'allocatione multidimensionale

32

ALLSPRING GLOBAL INVESTMENTS

Hy, un mercato che prezza quasi la perfezione

34

JANUS HENDERSON

Bond a breve termine, un'opportunità da cogliere

36

ALTAROC

Il private equity trova il suo spazio nei portafogli italiani

38

INVESCO

Decelera ancora la propensione al rischio

40

OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA

La vestaglia nuova di Diderot

42

OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE

Un ecosistema industriale globale

45

VOCI DAI MERCATI

Chi vince anche con l'inflazione

46

LA FINANZA E LA LEGGE

Il ruolo rilevante di compliance e internal audit come presidi di governance

48

GENERALI ASSET MANAGEMENT

Investment Center, una regia per i mercati più complessi

49

ARTE

Turner e il Lago di Como: quando la luce diventa protagonista

51

CONSULENTI&RETI

«L'Ai è un acceleratore
del consulente, non un sostituto»

56

INCHIESTA

Eltif, ancora pochi clienti, ma sono asset alla portata di tutti



Il modo migliore per investire nei semiconduttori

CT (Lux) Global Technology

La tecnologia alimenta le nostre vite, ma cosa alimenta questa tecnologia?
I semiconduttori, piccoli ma fondamentali componenti che consentono ai dispositivi che utilizziamo ogni giorno di funzionare.

Scopri come investire in un settore in evoluzione, con un fondo che investe nella tecnologia che non invecchia e gestito da uno dei team più grandi ed esperti.

Rischi di cui tenere conto

Il fondo è esposto a una serie di rischi derivanti dai titoli in cui investe e dalle tecniche che adotta per raggiungere il suo obiettivo. Il fondo è esposto ai rischi associati all'investimento in azioni, alla concentrazione settoriale e alle valute.

columbiathreadneedle.it/GlobalTech



columbiathreadneedle.it/GlobalTech

Informazioni importanti. Per scopi di marketing. Il Fondo è un comparto di Columbia Threadneedle (Lux) I, una società di investimento con sede in Lussemburgo a capitale variabile ("SICAV"), gestita da Threadneedle Management Luxembourg S.A. L'attuale Prospetto informativo della SICAV, il Documento contenente le informazioni chiave e la sintesi dei diritti degli investitori sono disponibili in inglese e/o in italiano (ove applicabile) presso la Società di gestione Threadneedle Management Luxembourg SA, International Financial Data Services (Luxembourg) SA, il tuo consulente finanziario e/o sul nostro sito web www.columbiathreadneedle.it. Threadneedle Management Luxembourg S.A. può decidere di porre fine agli accordi presi per la commercializzazione della SICAV. I rischi di sostenibilità sono integrati nel processo decisionale di investimento del fondo esclusivamente a fini di gestione del rischio finanziario. Il Fondo è classificato come Articolo 6 ai sensi del Regolamento UE 2019/2088 sull'informativa relativa alla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR) e NON promuove le caratteristiche ambientali o sociali come obiettivo. Questo materiale non deve essere considerato un'offerta, una sollecitazione, una consulenza o una raccomandazione di investimento. La presente comunicazione è valida alla data di pubblicazione e può essere soggetta a modifiche senza preavviso. Le informazioni provenienti da fonti esterne sono considerate affidabili ma non vi è alcuna garanzia sulla loro accuratezza o completezza. Emesso da Threadneedle Management Luxembourg S.A. iscritta al Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), con numero di registrazione B 110242, 6E route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Granducato del Lussemburgo. e/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM), registrata con il numero 08068841.

Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.

CTEA5457963.6- | WF2789548 (05/25)

In Perù, la resilienza economica sopravviverà ai cambiamenti politici?

a cura di Mark William Lowe

Per gran parte degli ultimi due decenni, il Perù ha vissuto ripetute crisi politiche, frequenti avvicendamenti di governo, scontri istituzionali e periodi di agitazione sociale.

In molti paesi, una simile instabilità finirebbe per minare i risultati economici, indebolire la fiducia degli investitori e ridurre la crescita. Ma il Perù ha in gran parte sfatato questo schema. Le recenti elezioni presidenziali segnano l'inizio di una nuova fase politica, ma la questione centrale va ben oltre il risultato stesso.

Il Paese riuscirà a preservare i punti di forza istituzionali che hanno sostenuto la stabilità economica, nonostante la persistente instabilità politica? La risposta influenzerà non solo lo sviluppo futuro del Perù, ma anche la sua posizione in un'economia globale sempre più competitiva. Per comprendere questo Paese, è necessario riconoscere il contrasto tra le sue istituzioni politiche ed economiche. Mentre il sistema politico ha spesso faticato a garantire continuità, le istituzioni economiche sono rimaste sostanzialmente rigide, credibili e prevedibili. Questa distinzione aiuta a spiegare perché il Perù abbia mantenuto fondamentali macroeconomici relativamente solidi.

L'ISTITUZIONE PIÙ DEBOLE

La frammentazione politica è diventata una caratteristica strutturale del Perù piuttosto che un evento eccezionale. I rapporti tra l'esecutivo e il Congresso si sono ripetutamente deteriorati, i governi che si sono succeduti hanno faticato a portare a termine i propri mandati e la fiducia dell'opinione pubblica nelle istituzioni rimane limitata. Allo stesso tempo, la criminalità organizzata, l'estrazione mineraria illegale e le ricorrenti proteste sociali continuano a mettere

 *Il futuro del Paese dipenderà quindi meno dai singoli leader politici che dalla capacità delle sue istituzioni di garantire maggiore stabilità, continuità politica e un governo efficace* 

alla prova la capacità dello stato di governare in modo efficace.

Le ultime elezioni aprono un nuovo capitolo politico, ma molte di queste sfide strutturali rimangono immutate. Il futuro del Paese dipenderà quindi meno dai singoli leader politici che dalla capacità delle sue istituzioni di garantire maggiore stabilità, continuità politica e un governo efficace.

Il Perù rispecchia, inoltre, una tendenza regionale più ampia. In diverse parti

del Sudamerica, i governi che favoriscono politiche economiche orientate al mercato e una maggiore attenzione alla sicurezza pubblica hanno guadagnato sostegno politico. Sebbene ogni paese segua il proprio percorso, la competitività economica, l'efficacia istituzionale e la sicurezza sono diventati temi sempre più importanti in tutta la regione.

RESILIENZA ECONOMICA

Il quadro economico è decisamente più rassicurante. Le istituzioni internazionali prevedono che l'economia peruviana continui a crescere intorno al 3%; l'inflazione è tornata sostanzialmente all'interno dell'intervallo obiettivo della Banca Centrale di Riserva del Perù e il debito pubblico rimane vicino a un terzo del Pil, una posizione relativamente favorevole tra le economie emergenti. La politica fiscale è rimasta prudente, mentre l'istituzione monetaria continua a godere di un elevato grado di credibilità. Questi risultati non sono semplicemente la conseguenza dei prezzi favorevoli delle materie prime. Per molti anni il Perù ha mantenuto un quadro macroeconomico basato sulla disciplina fiscale, sulla stabilità monetaria e sull'apertura agli investimenti. Questa continuità ha contribuito a preservare la fiducia degli investitori internazionali e delle istituzioni multilaterali anche quando la situazione politica interna è rimasta incerta. La nazione occupa quindi una posizione insolita all'interno dell'America Latina.

In diversi paesi, la prolungata instabilità politica ha finito per indebolire la stabilità macroeconomica. Il Perù ha seguito in gran parte un percorso diverso. La volatilità politica è persistita, eppure le istituzioni economiche del Paese hanno dimostrato un livello di resilienza che rimane relativamente raro nella regione.

L'ATTIVITÀ MINERARIA

L'attività mineraria è fondamentale per l'economia del Perù, ma la sua rilevanza va ormai ben oltre le esportazioni. Il Paese è uno dei principali fornitori mondiali di rame, argento e zinco, pur rimanendo un importante produttore di oro. Il rame ha assunto un'importanza particolare, poiché i governi e le industrie investono nell'elettrificazione, nelle energie rinnovabili, nelle infrastrutture digitali e nella produzione avanzata.

Il Perù occupa, quindi, una posizione sempre più significativa nella competizione globale per i minerali critici. La Cina ha investito massicciamente nel settore minerario del Paese per molti anni, mentre gli Stati Uniti e l'Europa stanno cercando di diversificare le catene di approvvigionamento e garantire un accesso affidabile alle risorse strategiche. La capacità del Perù di sviluppare nuovi progetti minerari in modo efficiente e responsabile influenzerà quindi non solo i propri risultati economici, ma anche le filiere industriali più ampie.

Questa crescente importanza strategica crea opportunità significative. Allo stesso tempo, accresce le aspettative in materia di certezza normativa, sviluppo delle infrastrutture e relazioni costruttive tra le società minerarie, le comunità locali e le autorità pubbliche.

LA VERA PROVA

La prossima fase dello sviluppo del Perù sarà determinata da questioni istituzionali piuttosto che politiche. Sarà possibile mantenere la disciplina fiscale? L'indipendenza della Banca centrale continuerà a sostenere la credibilità macroeconomica? Gli investimenti nel settore minerario potranno procedere con maggiore certezza normativa? Le infrastrutture miglioreranno a sufficienza per sostenere la crescita a lungo termine? Sarà possibile gestire in modo più efficace le tensioni sociali legate ai grandi progetti?



Le tendenze demografiche forniscono un ulteriore sostegno alle prospettive a lungo termine del Perù. Con una popolazione di circa 35 milioni di abitanti, una forza lavoro relativamente giovane e un processo di urbanizzazione in corso, il Paese possiede condizioni favorevoli all'espansione della domanda interna e allo sviluppo economico. Per realizzare questo potenziale, tuttavia, saranno necessari una governance più solida e istituzioni pubbliche più efficaci.

CONCLUSIONI

L'esperienza recente del Perù mette in discussione uno dei presupposti più diffusi nell'economia politica: un'instabilità politica prolungata porta inevitabilmente al declino economico. Per gran parte degli ultimi due decenni, il Paese ha dimostrato che istituzioni economiche rigorose possono preservare la stabilità macroeconomica, attrarre investimenti e sostenere la crescita anche quando il contesto politico rimane frammentato.

Il nuovo ciclo del Paese riceverà inevitabilmente notevole attenzione, ma la questione più importante è se il Perù sarà in grado di preservare la credibilità istituzionale che ha sostenuto i suoi risultati economici per più di una generazione. La disciplina fiscale, l'indipendenza della Banca centrale, la certezza delle norme e la capacità di portare a termine grandi progetti infrastrutturali e minerari avranno, in ultima analisi, un peso maggiore rispetto ai singoli eventi politici. In un contesto internazionale caratterizzato dalla competizione geopolitica, dalla diversificazione delle catene di approvvigionamento e dalla crescente domanda di minerali critici, il futuro del Perù dipenderà non solo dalla ricchezza delle sue risorse naturali, ma anche dalla solidità delle sue istituzioni. La capacità di preservare questo equilibrio determinerà le sue prospettive economiche a lungo termine e la sua capacità di convertire la ricchezza naturale in uno sviluppo sostenibile e inclusivo.

Giappone, più soldi per la difesa

a cura di Pinuccia Parini

La premier giapponese Sanae Takaichi sta spingendo per riformare la Costituzione del Paese, una carta che non è mai stata modificata dalla sua entrata in vigore nel 1947. Non è la prima volta che la questione emerge, ma nessun governo è riuscito a cambiare l'articolo 9 che sancisce la rinuncia formale alla guerra come mezzo di risoluzione delle controversie e vieta il mantenimento di forze armate. Il Giappone non ha mai apportato modifiche perché i requisiti per farlo sono molto rigidi e così è successo che gli esecutivi hanno storicamente aggirato questa difficoltà reinterpretando gradualmente l'articolo 9.

UN PO' DI STORIA

La Costituzione venne promulgata in Giappone nel 1946, quando il Paese, dopo la fine della Seconda guerra mondiale, era occupato dagli Stati Uniti agli ordini del Supreme commander for the allied powers, Douglas MacArthur. Sotto la sua guida, il Paese fu smilitarizzato, riformato e democratizzato e nel 1952, con il Trattato di San Francisco, divenne indipendente. Fu durante questo periodo di profondi cambiamenti che l'attuale carta costituzionale prese forma e, indiscutibilmente, risenti dell'influenza americana e del contesto storico da cui era nata. E questa è anche la ragione per cui, proprio le forze politiche conservatrici e nazionaliste hanno chiesto, negli anni, di rivedere proprio l'articolo 9, considerato come una cessione della sovranità del Giappone agli Stati Uniti.

L'ESPORTAZIONE DELLE ARMI

Le forze armate giapponesi, ufficialmente denominate Forze di autodifesa del Giappone, e la sua industria della difesa stanno attraversando una fase di trasformazioni storiche. La mentalità antimilitarista post-bellica ha condizionato le modalità con cui il Paese ha gestito la produzione in questo settore, che spesso ha rappresentato un segmento di dimensioni ridotte all'interno dei grandi conglomerati civili e dell'esportazione di armi. Come argomenta un'analisi fatta dal Center for Strategic & International Studies (Csis)⁽¹⁾, sino alla fine della Guerra fredda, nonostante il rafforzamento della base tecnologica giapponese, l'esportazione di armi rimase un tabù. «L'industria della difesa giapponese, pur consistente, era in gran parte isolata e si limitava a fornire alle Forze di autodifesa giapponesi equipaggiamenti costosi, su licenza o personalizzati, il che limitava la crescita e l'innovazione del settore».

Ma fu proprio a cavallo tra la fine degli anni '80 e l'inizio dei '90 che Tokyo cominciò a fare alcune piccole eccezioni a questa politica e dall'avvio degli anni 2000 il governo diede il via ad alcuni cambiamenti più sostanziali nella politica di esportazione in risposta alle crescenti minacce regionali pro-

venienti dalla Cina e dalla Corea del Nord. I cambiamenti furono gradualmente. Nel 2011, sotto la guida del primo ministro Yoshihiko Noda, il governo iniziò a consentire il trasferimento di attrezzature legate alla difesa per operazioni di mantenimento della pace e umanitarie.

Ma fu il primo ministro Shinzo Abe, nel 2014, ad avere un approccio più deciso, che inizialmente permise il trasferimento ne-

Sotto la guida dell'attuale prima ministra, Sanae Takaichi, il bilancio militare annuale è stato portato a oltre 10 trilioni di yen (circa 64 miliardi di dollari) per raggiungere l'obiettivo del 2% del Pil

gli Stati Uniti di articoli prodotti su licenza per poi perseguire un importante appalto per la fornitura di sottomarini in Australia, ignorando la cautela e le preoccupazioni dell'industria giapponese sul trasferimento tecnologico. L'Australia scelse poi il progetto di un concorrente francese.

UNA FORTE ACCELERAZIONE

Ma il cambiamento più significativo dal 1954 in materia di sicurezza è avvenuto sotto la guida dell'attuale prima ministra, Sanae Takaichi: il bilancio militare annuale è stato portato a oltre i 10 trilioni di yen (circa 64 miliardi di dollari) per raggiungere l'obiet-

tivo del 2% del Pil. Questa trasformazione posiziona il Giappone nella parte alta della classifica mondiale per spese militari. In aggiunta, il Partito liberal democratico spinge per ulteriori impegni finanziari entro cinque anni, citando i parametri di riferimento internazionali del 3,5% del Pil.

Le spese per la difesa saranno finanziate attraverso aumenti delle imposte sulle società e sul tabacco, insieme a un aumento dell'imposta sul reddito in arrivo a partire dal 2027. Viene posta una forte enfasi sulla deterrenza attraverso l'acquisizione di missili a lungo raggio "counterstrike", gli investimenti significativi nella difesa costiera e i droni. In una svolta storica rispetto alla sua tradizionale posizione pacifista, il Giappone ha rivisto le normative sulle esportazioni e il governo ora consente il trasferimento e la vendita di armi letali e navi da guerra a soggetti di sicurezza approvati.

IL SETTORE DELLA DIFESA

Alla luce di questa accelerazione, l'industria giapponese potrebbe nel tempo diventare sempre più competitiva nel mercato internazionale? Ci sono alcuni settori industriali in cui il Paese vanta una solida esperienza come la cantieristica navale e i sistemi elettronici, ma la divisione della difesa, al loro interno, è stata sempre contenuta per i motivi storici enunciati in precedenza. Ciò ha fatto sì che anche le risorse allocate siano state limitate, sia in termini di investimento, sia di capacità di attrarre talenti.

La situazione, però, sembra stia gradualmente cambiando. Ad esempio, la divisione Aircraft, defense & space di Mitsubishi Heavy Industries (Mhi), uno dei più importanti conglomerati giapponesi, ha registrato un aumento del fatturato del 35% e ha raggiunto 1.400 miliardi di yen nell'anno fiscale 2025, trainata da un incremento del 38% dei ricavi nel settore difesa e spazio. Il comparto ha, inoltre, conseguito un aumento del 52% dell'utile operativo, grazie a un portafoglio ordini record e alla forte domanda regionale di asset militari. Infine, è stata annunciata l'intenzione di raddoppiare gli investimenti negli impianti di produzione per la difesa.

Ma Mhi non è la sola conglomerata a muoversi in questa direzione. Kawasaki Heavy industries sta potenziando le sue divisioni aerospaziale e navale per soddisfare la crescente domanda di forniture e Ihi Corporation sta espandendo gli impianti di produzione e ingegneria aerospaziale per motori e sistemi mili-

tari di nuova generazione. In ambito elettronico, aziende come Mitsubishi Electric, Nec e Fujitsu stanno aumentando gli investimenti per supportare reti integrate di difesa aerea e missilistica, sensori e tecnologie cross-domain. Il già citato studio Csis rileva che, nonostante le aziende giapponesi sembrano «essersi liberate delle preoccupazioni di lunga data sui rischi reputazionali associati al settore della difesa, (...) spetterà all'industria giapponese decidere se andare oltre lo sviluppo occasionale o la vendita di attrezzature per diventare un attore internazionale stabile nel settore (...). Il successo dipenderà da un sostegno governativo deciso all'industria, fino ai livelli dirigenziali; dalla capacità di individuare e perseguire vantaggi comparativi sul mercato internazionale; e dall'apertura a investire nel trasferimento tecnologico e nella produzione all'estero per mitigare i vincoli interni.

CONSISTENTI STIMOLI FISCALI

Dal prossimo anno in Giappone dovrebbe essere introdotto un nuovo quadro pluriennale per dotare di fondi le politiche volte a rafforzare il suo potenziale di crescita. Il finanziamento del programma sarà garantito secondo gli stessi principi del bilancio annuale, attingendo alle entrate fiscali, ai risparmi derivanti da

tagli alla spesa in altri settori e all'emissione di titoli di stato. Si tratta di un piano i cui i dettagli non sono ancora definiti. La notizia ha fatto seguito alla presentazione di un programma di investimenti pubblici e privati di oltre 370 trilioni di yen (2,3 trilioni di dollari) entro l'anno fiscale 2040 in settori strategici tra cui l'intelligenza artificiale e i semiconduttori. In termini annuali significa ipotizzare che la quota di investimenti sul Pil aumenti di circa il 20%. Tutto ciò in un Paese dove il rapporto debito/Pil ha superato ormai il 200% e le preoccupazioni sono aumentate, visto l'ingente piano di stimolo fiscale della premier.

L'agenda politica di Takaichi diventa sempre più ambiziosa. In questa prospettiva, il Nikkei 225 ha toccato nuovi massimi, i rendimenti dei titoli di stato giapponesi sono saliti ai livelli più alti degli ultimi decenni e lo yen continua a rimanere molto debole. Ma forse, non è una priorità la richiesta di "discussioni approfondite" sulla revisione della Costituzione pacifista, per riconoscere ufficialmente le Forze di autodifesa all'interno del testo costituzionale, pur riconoscendo la necessità di adeguarsi alle tensioni regionali e internazionali.

1. <https://www.csis.org/index%20php/analysis/japans-new-defense-export-policy-will-industry-seize-day>



BO FIFER

MANAGING DIRECTOR - PORTFOLIO MANAGER FOR CONCENTRATED
LARGE CAP GROWTH AND THEMATIC EQUITIES
TCW

Ai, siamo solo agli inizi

a cura di Pinuccia Parini

Cosa significa oggi investire nell'intelligenza artificiale?

«Oggi, investire nell'intelligenza artificiale significa individuare le aziende che forniscono l'infrastruttura di base per questa tecnologia che ha la sua spina dorsale nei data center. Si è ancora nella fase iniziale di uno sviluppo che a tendere vedrà decuplicare gli utilizzatori dell'Ai che interagiranno con una frequenza cento volte superiore attraverso modalità che richiederanno una potenza di calcolo mille volte maggiore. Questa è l'evoluzione della domanda dell'Ai che ci prefiguriamo. È probabile che, nel prossimo futuro, la forza trainante per la crescita dell'Ai arriverà dalle imprese e pensiamo che ciò accadrà soprattutto il prossimo anno, anche se già nella seconda metà del 2026 questa evoluzione dovrebbe iniziare a prendere corpo con più forza. Ma

c'è un aspetto che, a tale proposito, va tenuto a mente: al momento si è già speso a livello globale circa un trilione di dollari per costruire i data center necessari all'Ai, una cifra notevole, ma non sufficiente a soddisfare l'attuale domanda che è destinata a crescere nel tempo. Ed è proprio per questa ragione che la sempre maggiore richiesta di infrastrutture offre opportunità d'investimento attrattive in termini di ritorno. Crediamo, però, che, col tempo, si entrerà in una nuova fase in cui gli investimenti in intelligenza artificiale avranno come oggetto le aziende, le Ai adopter, che sapranno trarre maggiore vantaggio competitivo dall'adozione di questa tecnologia, all'interno dell'industria di appartenenza. Nello specifico, saranno le imprese che, grazie all'Ai, saranno capaci di diminuire i costi, accelerare l'aumento del fatturato, espandere i margini e



alimentare i flussi di cassa in modo da potere poi remunerare maggiormente gli azionisti».

Come strutturate quindi la vostra strategia di investimento nell'Ai?

«Segmentiamo l'universo di riferimento in tre aree. La prima è composta dalle società Ai enabler, ossia che abilitano l'intelligenza artificiale, all'interno delle quali rientrano le aziende hardware che realizzano l'infrastruttura per i data center (circa due terzi del portafoglio); alla seconda area appartengono le imprese Ai system, che producono modelli Ai e tecnologie basate su macchine progettate per funzionare con diversi livelli di autonomia; la terza è costituita appunto dalle imprese che sono definite Ai adopter».

Non ritiene che nelle valutazioni dei titoli legati all'Ai siano già ampiamente scontate le aspettative future?

«Se la sua domanda si riferisce alla presenza di una bolla speculativa nell'Ai, che io definisco come quel fenomeno che si manifesta quando i prezzi sono irragionevolmente elevati e l'offerta è in eccesso, la mia risposta è no. Per il momento nessuna di queste due condizioni si è verificata. In aggiunta, sembrerà curioso, ma se fossimo in una bolla, quest'ultima sarebbe già scoppiata senza conseguenze particolari: il P/E prospettico delle mega-cap è già sceso, in aggregato, del 40% dal picco e quello del gruppo più ampio di società big-cap del settore dell'intelligenza artificiale ha corretto del 50%. A ciò va aggiunto che il prezzo di questi titoli ha ritracciato solo tra il 15-20%. Se si considerano le Magnifiche 7, esclusa Tesla, il P/E prospettico cui i titoli trattano è di 25 e il PEG ratio è di 1,4, che scenderebbe sotto uno se si escludesse Apple. Quindi, per rispondere alla sua domanda, crediamo che i multipli attuali non riflettano le aspettative future».

Le aziende Ai stanno investendo molto e spesso usando il loro cash flow, ma quali sono i ritorni sugli investimenti?

«Prendiamo, ad esempio, in considerazione gli hyperscaler. Tra il 2022 e il 2025 hanno investito circa un trilione di dollari e i ricavi incrementali durante lo stesso periodo sono stati di 500 miliardi di dollari e nei prossimi tre anni diventeranno 1,5 trilioni. Alfabet e Microsoft, tre anni fa, crescevano a una percentuale intorno a una singola cifra alta, quest'anno il consenso si attende per la prima +21% e

+17% per la seconda. In pratica il gruppo degli hyperscaler è passato dal 10% di aumento dei ricavi nel 2023 a oltre il 20% oggi. Ciò significa che il costo dei data center ha generato un ritorno sugli investimenti (Roi) tra un livello poco superiore al 10% a uno vicino al 20%, a seconda dei casi, e comunque sopra il costo del capitale. Gli investimenti fatti sembra che siano stati concentrati nella fase iniziale di sviluppo della tecnologia come avvenne all'epoca delle dot.com, ma siamo in un'epoca diversa: a differenza di allora, l'offerta non supera la domanda. La capacità raggiunta dai migliori modelli Ai è ancora lontana dal livello cui, a mio parere, dovrebbe arrivare per essere veramente dirompente; comunque, nell'arco di un triennio ha conseguito risultati strabilianti. Mi si potrebbe obiettare che si sta spendendo molto, ma vorrei ricordare che l'ammontare non è neppure uguale a quanto è stato utilizzato prima dell'Ai: si sta passando da un'architettura guidata dai Cpu a una trainata dai Gpu e dagli Xpu che assorbirà alcune occupazioni, ma soprattutto agevolerà la gestione dei carichi di lavoro delle persone, rendendole più efficienti. Ci sarà un risparmio in termini di spese operative per le aziende che compenserà abbondantemente il costo degli investimenti effettuati».

Nel 2025 il caso DeepSeek ha sconvolto il mercato globale dell'Ai. La Cina sta puntando molto sull'open source per diffondere la propria tecnologia. Guardate anche a questo mercato?

«Da un punto di vista geografico, abbiamo sempre evitato il mercato cinese perché riteniamo che non ci sia sufficiente trasparenza e l'informativa finanziaria non ci sembra adeguatamente solida da permetterci di investire con un alto grado di convinzione. Riteniamo che i player cinesi saranno tali sul loro mercato di appartenenza, che per le aziende occidentali rimane difficile da penetrare, viste anche le diverse restrizioni presenti da ambo le parti. In merito al modello di sviluppo open source o closed source, vorrei invece fare una considerazione generale. Nel primo caso, il vero vantaggio è il costo, che è inferiore e una delle ragioni per cui ciò è possibile risiede nel fatto che si tratta solitamente di modelli piccoli allenati su un numero inferiore di dati e che richiedono risorse inferiori per essere realizzati e messi in funzione. Il nostro parere è che, nel futuro, modelli con un linguaggio specializzato a uso verticale per specifiche industrie ricopriranno un ruolo importante per la dif-

fusione dell'Ai, a condizione che possano offrire risposte al flusso di lavoro di un'impresa con costi bassi e senza comprometterne la qualità».

Il costo è quindi un aspetto sensibile per l'Ai?

«Un ostacolo al tasso di adozione dell'intelligenza artificiale è attualmente il costo dei token. È un fattore determinante per il ritmo con cui i consumatori e le imprese adotteranno l'Ai. Influisce, inoltre, sui profitti che andranno a beneficio dei fornitori di infrastrutture e sul tasso di crescita dei ricavi dei fornitori di Ai. Ad esempio, il colosso tecnologico Nvidia ha recentemente indicato che le sue unità di elaborazione grafica hanno raggiunto una riduzione del consumo energetico di 100.000 volte per token generato rispetto al decennio precedente. Per contestualizzare il dato, se l'efficienza dei consumi delle automobili avesse tenuto il passo, oggi sarebbe possibile fare il giro del mondo con meno di tre cucchiai di benzina. Questa efficienza energetica è uno dei motivi principali per cui i costi dell'Ai stanno attualmente diminuendo di circa il 90% all'anno (a parità di prestazioni)».

Sempre rimanendo sul tema dei costi, il fatto che l'Ai sia energivora potrebbe creare dei problemi anche a livello sociale?

«In merito alla questione dell'acqua necessaria per il raffreddamento dei data center, penso ci sia stato qualche fraintendimento. I data-center più moderni si avvalgono di sistemi di refrigerazione chiusi e utilizzano la stessa acqua che si prende dalla rete idrica, senza attingerne di nuova o la rimettono nel sistema con perdite a livello ambientale locale minime. Per quanto riguarda il fabbisogno energetico, invece, è un problema che può essere risolto se si fosse lungimiranti. Negli Usa, attualmente, c'è la capacità di generare 1.250 gigawatt e di solito, quotidianamente, se ne usa in media la metà, al massimo 750 gigawatt. Ciò vorrebbe dire che, teoricamente, nel peggiore dei casi ci sarebbero almeno 500 gigawatt di energia non utilizzata. Il problema è che negli Stati Uniti non c'è una rete unica, ma tante e mal funzionanti e l'energia non è sempre disponibile in ogni luogo, visto che le rinnovabili sono una componente significativa dell'offerta energetica. Forse se si riuscisse a pianificare in anticipo dove costruire un data center e si trovasse il luogo ideale per farlo, l'accesso all'energia non dovrebbe essere un più un problema».

ANTHONY WILLIS

SENIOR ECONOMIST

COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

I mercati assorbono i rischi geopolitici

a cura di Pinuccia Parini

Non è ancora chiaro se il conflitto in Medio Oriente sia veramente finito, ma sembra che gli impatti sull'economia siano stati contenuti. Cosa ne pensa?

«La crescita globale ha mostrato di essere resiliente, nonostante un contesto in cui permangono i rischi geopolitici e una crisi energetica. Addirittura, le piazze finanziarie hanno dimostrato di superare questi shock in tempi relativamente brevi. Un fattore che ha fatto probabilmente da collante e ha spinto al rialzo i corsi azionari è stato una stagione degli utili aziendali molto forte, trainati dal settore tecnologico di cui l'intelligenza artificiale è la forza motrice. Certamente, rispetto all'inizio dell'anno, l'atteggiamento delle banche centrali è cambiato, tanto che le attese di un taglio del costo del denaro hanno lasciato il posto a

possibili aumenti dei tassi. Inoltre, le aspettative inflazionistiche sono cresciute e diventate un fattore di instabilità per i mercati obbligazionari che saranno soggetti a fasi di volatilità a causa delle preoccupazioni legate a inflazione, deficit fiscali e crescente livello di debito. Però, in uno scenario in cui le incertezze permangono, rimaniamo costruttivi in ambito azionario, che preferiamo al reddito fisso e privilegiamo l'Asia e i paesi emergenti».

Come si spiega questa capacità dei mercati di guardare oltre la crisi del momento?

«A dire la verità non è un aspetto nuovo. La reazione dei mercati finanziari alle maggiori crisi geopolitiche che si sono avvicinate dagli anni '50 è facilmente misurabile: gli indici sono saliti in media dell'1,4%, 2,8% e 5,9% rispettivamente



dopo uno, tre e sei mesi dall'evento. Ci sono state crisi finanziarie, pandemiche, energetiche che sono state superate e gli indici hanno toccato nuovi massimi. Ed è altrettanto misurabile che, nell'ultimo decennio, dal Covid all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, sino ad arrivare alla guerra degli Stati Uniti e di Israele contro l'Iran, le borse hanno dato ancora prova di grande resilienza e con una volatilità inferiore a quella registrata in situazioni analoghe in passato. L'annuncio dei dazi il 2 aprile del 2025, dopo un sell-off iniziale, ha visto gli operatori di mercato razionalizzare l'accaduto e concludere che quei livelli di tassazione non sarebbero mai stati applicati, perché avrebbero affossato le borse, le economie e gli stessi Stati Uniti che li avevano proposti. E anche nel caso del conflitto nel Golfo è accaduto qualcosa di simile, con ben 40 annunci di fine del conflitto che non si sono materializzati, ma che testimoniano quanto desideroso fosse Trump di fermare la guerra. Consapevoli di ciò, gli operatori hanno deciso di considerarla un evento di durata contenuta».

Ma, quello recentemente firmato, è un accordo di pace o una semplice tregua più lunga?

«Ritengo sia una tregua fragile, con 60 giorni a disposizione per definire un accordo di pace di lungo periodo. Il protocollo d'intesa definisce un quadro per negoziati futuri i cui dettagli potrebbero essere interpretati in modo diverso da Stati Uniti e Iran. L'aspetto cruciale, da un punto di vista economico e dei mercati finanziari, è la libertà di navigazione nello Stretto di Hormuz, con tutto ciò che ne deriva. Penso, però, che sarà difficile sostituire in tempi brevi l'Accordo sul nucleare iraniano firmato nel 2015 tra l'Iran, i cinque membri permanenti del Consiglio di sicurezza delle Nazioni Unite, la Germania e l'Unione Europea. Se il conflitto fosse durato per un altro trimestre, è probabile che si sarebbero acutizzate le preoccupazioni legate alla scarsità di alcuni beni, ma la storia degli ultimi 20 anni dei mercati finanziari ci ha insegnato che quando la situazione è sull'orlo del precipizio c'è sempre una rete di sicurezza che viene tesa, che si chiami "Fed put" o "whatever it takes" o in qualsiasi altro modo possa essere etichettata».

E per quanto riguarda la resilienza dell'economia?

«A mio avviso, i consumatori hanno trovato un modo di adeguarsi e sopravvivere ai momenti critici e ciò fa sì che l'economia nel suo complesso non abbia subito particolari contraccol-

pi. Ma ciò non vuole dire che non si sia creata una spaccatura a livello sociale in un quadro in cui l'inflazione è più elevata ed erode il potere d'acquisto delle famiglie. Ciò genera disagi per chi non beneficia di un sistema di welfare perché non ha un'occupazione e tanto meno del wealth effect prodotto dai mercati finanziari o dell'aumento di valore della propria abitazione, come emerge con forte evidenza negli Stati Uniti. Ed è la disuguaglianza economica che nutre i fenomeni crescenti di populismo dove la classe politica promette di offrire una risposta al malessere sociale ed economico delle persone. Ma, tornando alla resilienza, la storia ci dice che un prezzo del petrolio elevato è negativo per l'economia, in particolare per i consumatori. Però, a nostro avviso, una stabilizzazione del greggio tra i 75 e i 80 dollari al barile non dovrebbe impattare la crescita. In aggiunta, lo shock energetico di oggi non è quello del 2022: l'offerta si è interrotta più immediatamente, sono state utilizzate le scorte di petrolio per contenerne i prezzi e dovrebbe essere una fase di impasse temporanea. Infine, nel 2022 le politiche monetarie erano accomodanti e i mercati del lavoro rigidi. La crisi energetica di questi mesi non ha fatto altro che amplificare le pressioni inflazionistiche, ma che sono più deboli rispetto a quattro anni fa».

Tuttavia la guerra del Golfo non era certo inglobata nelle stime di crescita per quest'anno e l'inflazione complessiva prevista era più bassa...

«In ottobre 2025 le stime del Fondo Monetario Internazionale sul Pil globale erano incoraggianti, ma anche quelle pubblicate dall'istituzione lo scorso aprile mostrano solo un contenuto impatto negativo della guerra in Medio Oriente. Anzi, non mi stupirei se, in occasione dei prossimi aggiornamenti, venissero riviste al rialzo dalla stessa istituzione. Non va poi dimenticato che ci sono ancora sufficienti stimoli per sostenere l'economia: dagli Usa, all'Europa, dalla Cina al Giappone. Come menzionato in precedenza, l'atteggiamento delle banche centrali e le aspettative dei mercati finanziari sul percorso dei tassi di interesse è diametralmente cambiato. Ora ci si attende che la Fed lasci il costo del denaro invariato, la Boe alzi i tassi una o due volte, la Bce possa aumentarli per tre volte (forse un po' troppo) e la Boj due. Per quanto riguarda l'inflazione, è in salita, ma non la componente core».

La crisi del Golfo condiziona maggiormente l'Europa?

«Credo che il rischio stagflazione si sia allon-

tanato. Anche se la crescita mostra segnali di ripresa nella seconda parte dell'anno, l'aumento dei prezzi dell'energia rappresenta un rischio per le prospettive future e bisognerà vedere come verrà gestita la situazione dalla stessa Bce. In Europa, la stagione degli utili aziendali è stata positiva e le attese sono per risultati molto più solidi rispetto al 2025, ma molto è già inglobato nelle valutazioni di mercato. Nel Regno Unito, l'economia è debole, così come lo è la politica. L'inflazione era destinata a raggiungere il target, mentre ora un livello intorno al 4% appare plausibile, con la Bank of England probabilmente orientata ad alzare i tassi. Anche in questo caso ritengo che l'approccio possa essere eccessivamente restrittivo. Le valutazioni azionarie, però, risultano più interessanti, se confrontate a quelle di altri mercati. Lo stesso negli Stati Uniti dove si rivelano abbastanza ricche: la dinamica degli utili è solida e non più circoscritta alle solite mega-cap. Il tema dell'AI resta indubbiamente centrale, con però una maggiore distinzione tra "vincitori" e "vinti" e le stesse società chiamate ora a dimostrare i ritorni sugli ingenti investimenti fatti. Certo, l'economia appare discreta, sostenuta anche dallo stimolo fiscale, ma l'incertezza politica resta elevata, con le elezioni di medio termine all'orizzonte».

E i paesi emergenti?

«Le prospettive di crescita appaiono positive, trainate da Cina e India, ma con alcuni rischi legati all'aumento dei prezzi dell'energia. La Cina ha giocato molto bene le proprie carte, utilizzando le terre rare per raggiungere un compromesso commerciale con gli Stati Uniti. Le valutazioni restano interessanti rispetto ad altre regioni, sebbene meno dopo i recenti forti rialzi. Le dinamiche demografiche e la crescita della classe media restano fattori attrattivi».

Che cosa a suo parere rimane sottovalutato dal mercato?

«L'ordine internazionale basato su regole del dopoguerra si sta erodendo ed è in atto una frammentazione geopolitica. Ritengo che l'Europa debba riconoscere la fragilità dell'alleanza transatlantica e per questa ragione la spesa per la difesa dovrebbe aumentare rapidamente. Nonostante i mercati tendano a gestire abbastanza bene gli shock geopolitici, penso che la creazione delle "sfere di influenza" stia disegnando un "nuovo mondo" che richiede un'attenta valutazione degli equilibri che si andranno a creare».

Sempre più Ai, anche dove non c'è

di Boris Secciani

Venerdì 12 giugno è andata in onda la più grande offerta pubblica di acquisto della storia, SpaceX, ed Elon Musk è diventato il primo trilionario al mondo. La quotazione è avvenuta in una fase di mercato in cui si è assistito a una breve caccia al value, innescata dall'euforia post-tregua fra Usa e Iran, che ha riguardato soprattutto i titoli del software. Subito dopo, però, si è tornati al dominio del tema dei semiconduttori e dei gruppi esposti al capex dei data center. In altre parole, la monomania legata all'intelligenza artificiale è tornata a essere protagonista, anche se i titoli coinvolti non sono stati scevri da volatilità. In questo contesto, le valutazioni di SpaceX si collocano perfettamente in un paradigma che sembra avere abbandonato la logica dei numeri. Ciò che fa emergere diverse perplessità è se il mercato, ossessionato dall'idea di fare passare come infrastruttura per l'intelligenza artificiale qualsiasi cosa, abbia applicato questa stessa logica all'economia dello spazio per fare rientrare dalla finestra il leit motiv dominante e soprattutto per giustificare le valutazioni borsistiche

Venerdì 12 giugno è finalmente arrivato l'evento finanziario più atteso dell'anno: la quotazione di SpaceX al Nasdaq. Lo sbarco in borsa di una holding che controlla alcune delle società più di frontiera fra quelle create da Elon Musk ha rappresentato un passaggio probabilmente epocale per la storia dei mercati. Ciò per una serie di motivi che vanno oltre i numeri stessi dell'operazione, che, peraltro, sono piuttosto impressionanti: innanzitutto si tratta della più grande offerta pubblica di acquisto della storia, con 75 miliardi di dollari inizialmente proposti agli investitori, cui se ne sono aggiunti altri 11 di over-allotment. Al prezzo fissato per l'Ipo, l'azienda mostrava una capitalizzazione complessiva intorno a 1,7 trilioni di dollari. Si tratta, dunque, di un nuovo membro del club dei 12 zeri, che al momento attuale conta 15 membri. Nei due giorni successivi, poi, le quotazioni sono salite ulteriormente in maniera robusta, portando il valore di mercato del gruppo sulla soglia dei 3 trilioni di dollari. Una somma monstre che significava la quarta posizione assoluta nel ran-



king dei titani dell'azionario Usa e globale, dietro solo a Nvidia, Apple e Alphabet e davanti a Microsoft e Amazon. A ciò si è affiancata l'ascesa incredibile della ricchezza dell'uomo più ricco della Terra, incoronato ufficialmente come il primo trilionario della storia umana. Una posizione poi persa a metà della quarta settimana di giugno, a causa di una serie di scivoloni dei corsi di SpaceX, culminati con un crash da 185 dollari a 154,60 nella seduta di lunedì 22 giugno.

UN GROVIGLIO DI ELEMENTI

Fino a qui, comunque, siamo nel campo degli aspetti più visibili e mediatici della storia, che si sono sviluppati lungo un groviglio di elementi da serial hollywoodiano e di caratteristiche tipiche di un mercato ossessionato dal growth da ormai 15 anni. Il contesto in cui le azioni di SpaceX hanno finalmente cominciato a essere scambiate rappresenta, invece, l'aspetto più interessante del tutto, in quanto spia di flussi di liquidità che hanno cambiato ulteriormente pelle rispetto anche all'anno scorso. Nello specifico, la ripresa degli ultimi due mesi sembra per il momento avere sepolto le speranze di rotazione e di allargamento della crescita, alimentate, invece, nelle fasi finali del 2025. Ma, visto ciò che sta succedendo, conviene analizzare gli avvenimenti da aprile in poi su due segmenti che sono il simbolo dell'equity statunitense: il software e i microchip, con il primo dei due che sta vivendo un periodo molto difficile, a causa del rischio disruption legato

all'intelligenza artificiale.

Se si osserva un qualsiasi benchmark di settore, ad esempio l'S&P Software & Services Select Index, si notano alcuni sviluppi decisamente interessanti. Innanzitutto, alla fine della terza settimana di giugno questo indice registrava un calo di circa l'11,5% per il 2026 e, sempre alla stessa data, i corsi si trovavano ancora in territorio di bear market rispetto ai massimi storici (registrati nel 2025), con ancora circa il 22% da recuperare.

Sinora, peraltro, siamo nell'ambito del fenomeno denominato SaaSocalypse. L'aspetto veramente interessante, però, è quanto è accaduto negli ultimi tre mesi. A inizio aprile, infatti, questo nugolo di titoli ha toccato il minimo del proprio movimento per poi recuperare da quel punto quasi il 40% a inizio giugno. Da lì, nelle tre settimane successive, è iniziata una nuova fase di discesa che ha generato un declino superiore al 13%. In pratica, si è assistito a una breve caccia al value, innescata dall'euforia post-tregua fra Usa e Iran, che ha però ceduto il passo a un ritorno al dominio assoluto del tema dei semiconduttori e dei gruppi esposti al capex dei data center.

RAZZI O INFRASTRUTTURA AI?

Come proxy di questi ultimi andiamo a osservare il Philadelphia Semiconductor Index (detto anche Sox), che ha generato un rendimento superiore al 100% nei primi sei mesi dell'anno. Il dato assume contorni ancora più stupefacenti, se si analizzano i numeri del

recente passato con maggiore granularità. Infatti, nel corso di gennaio e febbraio lo stesso benchmark si era apprezzato intorno al 15%. L'alpha delle aziende di questo comparto era risultato comunque notevolissimo, perché nelle stesse settimane l'S&P 500 era rimasto praticamente invariato. Una crescita eccellente, ma ancora coerente con il normale premio cui ci ha abituati l'equity growth made in Usa. Da lì in poi si è andati incontro a qualcosa di oggettivamente non spiegabile in termini razionali: il Sox ha registrato una correzione di poco meno del 17% nelle fasi più acute del conflitto mediorientale, portandosi in territorio lievemente negativo per il 2026. Ma da fine marzo agli ultimi giorni di giugno, è stato messo a segno un balzo superiore a un raddoppio complessivo delle quotazioni. Particolarmente impressionante, poi, è il fatto che in quel trimestre, nello specifico lo scorso 5 giugno, il benchmark dei microchip ha registrato un calo di quasi il 10,3% in una singola seduta: è stato un andamento tipico di un bull market fortissimo e che ha cominciato anche a indurre pesanti timori nelle teste degli investitori. Tutto ciò, sostanzialmente, restituisce l'immagine di una quasi monomania per tutto ciò che è data center. Infatti, rialzi notevolissimi sono stati messi a segno anche da parte di società che operano in vari segmenti collegati al capex della capacità di calcolo. Si badi bene: non l'AI nel suo complesso, bensì specificatamente la parte più fisica della filiera, un purissimo esempio della parabola dei

Guerre stellari e politica

Uno dei punti salienti che emerge nel settore della difesa europeo e americano è la crescente fusione fra asset militari e infrastrutture strategiche civili. Un processo evolutivo (non proprio sorprendente) già particolarmente avanzato negli Stati Uniti e in Cina. La guerra del futuro si trova a fare da trait d'union quasi perfetto fra il settore aero-spaziale, con le sue necessità di una filiera industriale quasi del tutto nuova, e l'AI. Un mix che molto sta colpendo la fantasia di gestori, analisti e osservatori vari, per le sue implicazioni nella sfida fra le grandi potenze del globo. Potenzialmente si tratta di una torta ricchissima, ma interamente dipendente dalla cassa pubblica.

VANTAGGIO STRUTTURALE PER LE AZIENDE USA

E questo dato di fatto, come sottolinea **Damien Mariette**, thematic equity portfolio manager di **Cpram (gruppo Amundi)**, crea un vantaggio strutturale non proprio irrilevante per le aziende statunitensi: «L'intelligenza artificiale è un'onda di piena che avrà implicazioni anche per l'ecosistema militare: dal software all'equipaggiamento militare, così come oggi i droni stanno ridefinendo il campo di battaglia. Si tratta di una dinamica che deve essere presa in considerazione su entrambe le sponde dell'Atlantico, poiché le sfide sono le stesse. Gli Stati Uniti hanno il vantaggio di disporre già di una spesa per la difesa su livelli elevati, il che consente di affrontare un'ampia gamma di temi. Al momento, nessuno può dire quale tecnologia o quale società sarà la più adatta a cogliere queste opportunità».

BUDGET CICLOPICI AI SISTEMI MILITARI

Fatto salvo che l'America non sembra intenzionata a saltare nel campo del rigore fiscale e che dalle parti di Washington ci si fa molti meno problemi a riservare budget ciclopici ai sistemi militari, stabilire chi saranno i beneficiari dei war game del ventunesimo secolo è qualcosa che assomiglia a un esercizio di futilità. Chiaramente si tratta di un panorama in cui lo story-telling finisce per prevalere sui fondamentali, come ricorda **Cole Wenner**, marketing analyst di **Krane Shares**: «La valutazione di 1.750 miliardi di dollari di SpaceX rappresenta più il riflesso di un'eccezionale aspettativa del mercato che un punto di riferimento per la valutazione dell'azienda. A quel livello, le analisi stanno chiaramente scontando uno scenario estremamente favorevole per il futuro, che tiene conto dei ricavi potenziali derivanti dai lanci spaziali, dai satelliti e dalle attività legate alla difesa, piuttosto che basarsi esclusivamente sui fondamentali attuali. Di conseguenza, una certa dose di Fomo (fear of missing out, timore di perdere l'occasione, n.d.r.) è inevitabile».



DAMIEN MARIETTE
thematic equity
portfolio manager
Cpram (gruppo Amundi)



*L'intelligenza artificiale è
un'onda di piena che avrà
implicazioni anche per
l'ecosistema militare*



picconi e delle pale durante la corsa all'oro. L'elemento forse ancora più folle è che simili movimenti stanno facendo da contraltare a una non irrilevante crescita dello scetticismo nei confronti della monetizzazione dell'intelligenza artificiale. Di ciò si trova una prova nel periodo non eccessivamente brillante che stanno attraversando i titoli degli hyperscaler. Mentre il mondo passa da una crisi geopolitica all'altra, i problemi fiscali dei governi si accumulano, la crescita ristagna e l'AI viene considerata al tempo stesso una tecnologia inevitabile e dai ritorni tutt'altro che certi. SpaceX e la sua valutazione mostruosa, dunque, rientrano in pieno in un paradigma che sembra avere abbandonato la logica dei numeri, anche quelli ipotetici e ottimistici tipici delle azioni growth, per andare ad abbracciare le suggestioni generate dalla costruzione ex novo del futuro.

COMPETENZE IMPAREGGIABILI

Al di là dei dubbi, SpaceX in realtà vanta capacità, competenze e tecnologie in alcuni ambiti impareggiabili. Come ricorda **Ben Ritchie**, head of developed market equities di **Aberdeen Investments**: «Un dato è certo: SpaceX è già l'attore dominante nel settore dei lanci spaziali commerciali e della connettività satellitare. I numeri sono impressionanti. Secondo i documenti depositati, nel 2025 l'azienda ha generato circa 18,7 miliardi di dollari di ricavi con Starlink, la rete internet satellitare globale dell'azienda, che ha rappresentato oltre il 60% dei ricavi e ha generato un utile operativo di oltre 4 miliardi di dollari. Questo elemento cambia radicalmente i termini della questione. A differenza di molte Ipo di alto profilo, SpaceX può contare su ricavi tangibili, già significativi e con una portata globale. Il suo modello integrato verticalmente (progettazione di razzi, lancio di satelliti e monetizzazione della connettività) offre una rara combinazione di capacità industriale e ricavi ricorrenti. La prossima fase di crescita potrebbe dipendere da Starship, il razzo di nuova generazione di SpaceX, attualmente in fase di sviluppo. Se il progetto avesse successo, potrebbe espandere notevolmente la capacità di lancio, riducendo al contempo i costi e aprendo potenzialmente la strada a una gamma più ampia di applicazioni commerciali».

TUTTI OSSESSIONATI DALL'AI

Ciò che lascia perplessi è un mercato che sembra ossessionato dall'idea di fare passare come infrastruttura per l'intelligenza artificiale qualsiasi proposta si presti anche solo vagamente all'operazione. Nell'ambito di questa logica, la stessa economia dello spazio sembra quasi una scusa per fare rientrare dalla finestra il leit motiv dominante, alla base di valutazioni borsistiche estreme. Un atteggiamento non troppo sano che rischia alla lunga di fare malissimo ad aziende di ottima qualità, come (per citarne solo alcune) Infineon, StMicroelectronics, Schneider Electric, Iberdrola, Ge Vernova, Caterpillar e, appunto, SpaceX. Tutti gruppi per i quali il capex dei data center rappresenta o una promessa futura o un nuovo driver di crescita già concreto, ma altamente instabile. In definitiva, il rischio di mercato maggiore oggi non è da ricercare nei multipli elevati dei core business di diverse aziende, bensì nel fatto di volere attribuire una natura nuova a società che probabilmente la detengono solo parzialmente. Gli esempi di tutto

Tra colli di bottiglia e caos politico

Oltre al progressivo distacco dalla realtà dei fondamentali, vi è un pericolo molto concreto e di difficilissima gestione: il caos politico della prima economia del mondo. Infatti, i grandi protagonisti americani della rivoluzione tecnologica/spaziale/militare presentano aspetti controversi e un basso grado di popolarità presso un'opinione pubblica sempre più polarizzata. Anche senza immaginare un'ondata di populismo senza freni nei prossimi anni, non è difficile ipotizzare l'avvio di un'epoca di minore laissez-faire nei confronti di quelli che vengono percepiti (a torto o a ragione) come dei contemporanei padroni delle ferriere.

SPACEX SEMPRE PIÙ IMPORTANTE PER I GOVERNI

Tony Wang, portfolio manager di **T. Rowe Price**, incentra il proprio intervento proprio sulla dialettica fra colli di bottiglia tecnologici e diffidenza da parte del settore pubblico: «SpaceX sta diventando sempre più importante per i governi. Il vantaggio competitivo non è il know how di lanciare satelliti, ma la capacità di fornire servizi di lancio affidabili, comunicazioni resilienti e supporto per missioni di difesa e di intelligence. Tuttavia, una maggiore importanza strategica potrebbe anche comportare un maggiore scrutinio politico, controlli sulle esportazioni, pressioni contrattuali e sostegno a fornitori alternativi. La produzione è un altro aspetto importante del caso di investimento. L'approccio verticale integrato di SpaceX, i test rapidi e il processo di sviluppo iterativo potrebbero creare vantaggi in termini di costi, velocità e apprendimento difficili da replicare per i concorrenti». Occhio, pertanto, a considerare questi due anni della seconda amministrazione Trump come un paradigma acquisito e immutabile, sia che nel 2028 salga al potere un presidente democratico, sia un successore repubblicano.



“

Un dato è certo: SpaceX è già l'attore dominante nel settore dei lanci spaziali commerciali e della connettività satellitare

”



BEN RITCHIE
head of developed
market equities
Aberdeen Investments

ciò si trovano nel cuore stesso del superciclo dei microchip: basti pensare all'allargamento del mega-bull market dalle memorie Hbm a quelle di tipo flash, un segmento che storicamente ha sempre alternato anni sonnacchiosi e rapide traiettorie di tipo boom-and-bust.

SALDAMENTE SULLA CARTA

Al proposito, un ragionamento interessante viene portato avanti dallo stesso Ben Ritchie «A circa 1.750 miliardi di dollari, la valutazione implica un estremo ottimismo riguardo alla crescita futura. Sulla base dei dati attuali, ciò si traduce in un multiplo di ricavi che si avvicina alle tre cifre. Per giustificare una valutazione simile sulla base di multipli più in linea con il mercato, SpaceX dovrebbe aumentare i ricavi di diverse volte, portandoli a centinaia di miliardi di dollari l'anno. Gran parte di questa crescita prevista è legata a iniziative più recenti, tra le quali l'xAi e i data center spaziali. Tuttavia, entrambe si trovano ancora in una fase iniziale, con un limitato riscontro commerciale a oggi e, in alcuni casi, ancora saldamente sulla carta. Inoltre, lo sviluppo di capacità di supporto, come la produzione di chip su larga scala, è complesso e richiede ingenti investimenti di capitale».

Se si entra poi nel dettaglio dei dati di bilancio, il quadro si fa ancora più tranchant: **Wolf von Rotberg**, equity strategist di **J. Safra Sarasin**, spiega: «L'azienda si articola in tre linee di business: Space (razzi), Connectivity (Starlink) e Ai (X, Grok). Space, da cui l'azienda prende il nome, ha generato ricavi per 4,1 miliardi di dollari nel 2025. I ricavi della divisione Connectivity sono stati pari a 11,4 miliardi di dollari. È stato anche l'unico segmento con un utile netto positivo nel 2025. Il segmento Ai ha generato ricavi per 3,2 miliardi di dollari e perdite ingenti. Tuttavia, anche se l'Ai rappresenta solo il 17% del fatturato di SpaceX, il prospetto attribuisce il 93% del mercato potenziale totale (Tam) al segmento Ai, ma solo l'1,3% a Space. Il Tam di Connectivity rappresenta il restante 5,6%. Ciò dimostra che SpaceX vuole essere vista come un'azienda specializzata nell'intelligenza artificiale, molto più che come una società che opera nel settore spaziale. È proprio a questo comparto che viene destinata la maggior parte degli investimenti in conto capitale. Per soddisfare le aspettative delineate nel prospetto informativo, l'intelligenza artificiale dovrebbe registrare una crescita massiccia nei prossimi anni. Per il momento, l'adozione di xAi (Grok) è rimasta indietro rispetto ad altri modelli, il che non

“

Per soddisfare le aspettative delineate nel prospetto informativo (SpaceX n.d.r.), l'intelligenza artificiale dovrebbe registrare una crescita massiccia nei prossimi anni

”



WOLF VON ROTBERG
equity strategist
J. Safra Sarasin

significa che non possa ancora recuperare terreno. Ma la concorrenza rimarrà probabilmente agguerrita e la capacità di calcolo limitata. I data center nello spazio potrebbero essere la soluzione, ma questa sembra ancora lontana “anni luce”».

QUOTAZIONI MAMMUT

La creatura di Elon Musk potrebbe poi costituire semplicemente il primo grande evento di una nuova fase di quotazioni mammut. In particolare, Anthropic appare in prima fila in questo processo mentre OpenAI probabilmente non si quoterà prima del 2027. Chiaramente, chiedersi se l'appetito per il

rischio sia sufficiente ad assorbire una simile montagna di nuove security è il primo quesito che si pone. Da questo punto di vista il quadro non è drammatico, sostanzialmente per una singola ragione: è vero che si sta chiedendo ai portafogli di cacciare una quantità di denaro senza precedenti, ma è altrettanto fuori discussione che queste operazioni nel complesso rappresentano una percentuale alquanto modesta del totale dell'equity statunitense. A livello globale, infatti, oltre l'80% della ricchezza azionaria è stata creata nel corso degli anni 2000 raggiungendo dimensioni oceaniche. Non devono quindi stupire le parole rassicuranti





di **Adam Berger**, multi-asset strategist e **Matthew Strzepka**, head of equity capital markets di **Wellington Management**: «Storicamente, alcune mega Ipo hanno generato pressioni nel breve termine, ma questi episodi non hanno generalmente prodotto impatti duraturi e significativi sul mercato nel suo complesso. Sebbene la nuova ondata di mega Ipo possa essere più ampia di questi esempi storici, vale la pena ricordare che anche la capitalizzazione complessiva del mercato oggi è più elevata rispetto al passato: pesci più grandi, ma anche uno stagno più grande».

L'incognita cruciale che si accompagna a questo processo è infatti un'altra, ossia la spinta a cambiare le regole di inclusione dei protagonisti delle grandi offerte pubbliche iniziali nei maggiori indici azionari americani. In qualche maniera, le riforme portate avanti sono consequenziali alla monomania per l'infrastruttura Ai. In un clima di generale scarsa prudenza, si tolgono paletti storici, per massimizzare l'esposizione a questa tema, lungo due precise direttrici (flottante al posto della capitalizzazione e accorciamento dei tempi di inclusione) che vengono analizzate in maniera efficace da Wolf von Rotberg: «È degno di nota il fatto che, nonostante questi volumi record di emissione, le tre società (Anthropic, OpenAi e SpaceX, n.d.r.) non sarebbero riuscite a superare la soglia minima di free float richiesta dai vari fornitori di indici. Il Nasdaq, ad esempio, prevedeva un requisito minimo del 10% di free float per l'inclusione nell'indice. Poiché SpaceX aveva deciso di entrare in Borsa con una valutazione fino a 2.000 miliardi di dollari,

un free float di 75 miliardi di dollari rappresentava meno del 4% della capitalizzazione di mercato. Ma per accelerare il processo di quotazione, i provider di indici hanno adeguato i propri criteri. A partire dal 1° maggio, il Nasdaq ha aggiornato le proprie regole di inclusione per eliminare il requisito minimo del 10% di free float. Un meccanismo di "fast entry" consente inoltre alle società la cui capitalizzazione di mercato si colloca tra le prime 40 del Nasdaq 100 di essere aggiunte dopo soli 15 giorni di negoziazione dalla loro Ipo. In precedenza, il periodo di maturazione era di 12 mesi, un lasso di tempo considerato adeguato a determinare il prezzo. Anche le regole di inclusione nell'indice S&P 500 sono in fase di revisione. Le modifiche potrebbero includere una deroga al requisito degli utili, che rappresenta un ostacolo per tutte e tre le società, dato che sono ancora in perdita».

INNALZAMENTO DEL BETA

Un simile approccio sostanzialmente porta a un innalzamento del beta per le azioni coinvolte, grazie all'enorme espansione degli Etf e di altri prodotti indicizzati. Nel caso in cui questi seguano pedissequamente i pesi dell'indice di riferimento, si trovano costretti a comprare in maniera abnorme security la cui disponibilità è ridotta. Una eccellente spiegazione al riguardo viene elaborata da Adam Berger e Matthew Strzepka: «Storicamente, le società di nuova emissione venivano aggiunte agli indici solo dopo un "periodo di maturazione" che poteva durare diversi mesi o anche più a lungo. Ciò spesso ritardava l'inclusione fino a dopo la scadenza dei lock-up dell'Ipo e la diminuzione

della potenziale pressione di vendita da parte dei detentori privati. Più di recente, i fornitori di indici hanno evoluto il loro modo di pensare. Nelle ultime settimane, due importanti fornitori hanno modificato le loro regole in modo da consentire a SpaceX (e a qualsiasi altra mega Ipo qualificata che seguirà) di essere aggiunta molto più rapidamente: al momento della stesura del documento si è arrivati a cinque giorni di negoziazione per gli indici Russell e a 15 per il Nasdaq 100.

È importante sottolineare che il Nasdaq 100 pondera i titoli in base alla loro capitalizzazione di mercato totale piuttosto che al valore delle azioni disponibili per la negoziazione pubblica (noto anche come flottante). In pratica, ciò significa che le strategie passive che seguono il Nasdaq 100, compresi i grandi Etf come Qqq, potrebbero essere costrette ad acquistare una quantità sproporzionata delle azioni SpaceX disponibili per la negoziazione post-Ipo, sebbene il Nasdaq abbia posto alcuni limiti. Nel loro insieme, questi due fattori possono generare una domanda più forte e più rapida da parte degli investitori passivi orientati agli indici sulla scia dell'Ipo, potenzialmente durante un periodo di massimo entusiasmo (o addirittura di frenesia) degli investitori».

In definitiva il quesito da porsi non è se stia venendo quotata troppa carta, ma se non sia troppo poca, visto che così si crea uno squilibrio perenne fra domanda e offerta. Uno stato di costante tensione, alla base del futuro alto beta mega-cap, dall'elevato potenziale di ingenti cali nelle fasi di risk-off. Un mondo in cui ormai la parola diversificazione sembra avere perso qualsiasi attrattiva.

Il bull market più inatteso

di Boris Secciani

Potrà sembrare curioso che, in tempi in cui l'intelligenza artificiale troneggia su tutto, si parli di un segmento che, forse erroneamente, viene associato alla "old economy". Ma il settore bancario europeo negli ultimi cinque anni ha conosciuto, borsisticamente parlando, una grande crescita, un vero e proprio bull market trainato dai fondamentali: i tassi più alti hanno permesso un aumento del margine di interesse, il modello di business è stato rivisto con una presenza più consistente delle attività che generano commissioni, i bilanci sono stati non solo ripuliti, ma ne è stata aumentata la qualità. Non è un caso che il Roe del settore abbia raggiunto livelli che non si vedevano da 20 anni. Tutto ciò è avvenuto in un contesto economico in cui, seppure modestamente, il Vecchio continente è cresciuto da un punto di vista economico. Dopo un periodo ricco di soddisfazioni per gli azionisti, il punto di domanda è quali saranno le forze trainanti degli istituti di credito e se, in termini di valutazioni, potrebbero conoscere un rerating

Il settore bancario europeo rappresenta quasi un autentico miracolo che nessuno aveva previsto, quanto meno non con l'intensità che si è avuta nell'ultimo triennio. Le banche sono state la vittima principale della Grande crisi finanziaria del 2008, subendo anche il double tap del quasi default di diversi membri dell'Eurozona nei primi anni '10. Ma, superato in qualche modo il picco della crisi, nel decennio successivo le quotazioni dei titoli azionari dei maggiori istituti di credito del Vecchio continente hanno sostanzialmente oscillato all'interno di un vasto trading range, dopo una lunga emorragia che era arrivata a spazzare via più dell'80% della capitalizzazione borsistica complessiva del comparto. Essenzialmente, la stabilizzazione degli anni '10 si è quasi sempre configurata come un'occasione tattica di tipo deep value da ridurre al primo alito di risk-off. In pratica, per oltre un decennio il paradigma che prevedeva nei confronti delle maggiori banche un'esposizione sistemica solo attraverso il reddito fisso (spingendosi al massimo nel territorio dei Cico) è stato quasi un articolo di fede. Una regola aurea che si è pro-



tratta fino a pochissimo tempo fa, dopo che si era affermata un'epoca in cui si viveva ormai in un mondo completamente diverso rispetto al 2008-2012. Fa impressione rilevare che lo Stoxx 600 Banks ha toccato alla fine del terzo trimestre del 2020 un minimo ancora più basso rispetto a quello messo a segno durante la crisi sovrana. Una fase in cui i mercati stavano già anticipando l'uscita definitiva dal Covid, con tecnologia e commodity in piena ripresa. Da allora i cambiamenti sono stati radicali: nel quinquennio che va dalla fine del primo semestre del 2021 al giugno 2026 le quotazioni dell'indice bancario sono più o meno triplicate, mentre nei 12 mesi terminati anch'essi all'inizio del secondo semestre di quest'anno è stato registrato +45,5% circa. Anche la guerra fra Usa e Iran non ha scalfito più di tanto il bull market: dopo una correzione di circa il 15%, i corsi si sono ripresi vigorosamente e rapidamente, mettendo a segno un nuovo massimo dai picchi pre-collasso del 2008.

I rendimenti appena elencati assumono uno spessore ancora più rilevante, se paragonati a quanto accaduto all'equity europeo in generale. Lo Stoxx 600, infatti, si è fermato circa a +18,5% nei quattro trimestri fino all'inizio di luglio del 2026, mentre su un intero lustro non è comunque andato oltre +40% circa. Una crescita umiliante, se si considera che cosa hanno fatto altre piazze, inclusi diversi emergenti.

I DRIVER DEL BULL MARKET

I driver che hanno innescato il bull market

degli istituti di credito sono abbastanza evidenti: in primis la presenza di tassi di interesse più elevati rispetto all'era del quantitative easing. Un fenomeno che, comunque finisca la questione di Hormuz (ammesso che mai si vedrà l'ultimo capitolo), è destinato a perdurare per anni. La Bce ha infatti, probabilmente per l'ultima volta in questo ciclo, alzato il costo del denaro di 25 punti base. Ciò nonostante, è alquanto irrealistico ipotizzare un ritorno alle politiche monetarie di un decennio fa, a causa di un'inflazione comunque non ancora domata. Il che significa che le banche dell'Ue e britanniche potranno contare su un margine di interesse ormai stabilmente più che decoroso.

Tutto ciò dopo avere passato anni a ridurre la leva, aumentare la qualità dei bilanci e orientare sempre di più il proprio modello di business, anche attraverso un marcato processo di consolidamento, ad attività che generano commissioni. A questo scenario si somma un altro fattore: un andamento tutto sommato non drammatico, per quanto mediocre, del Pil reale (e non solo nominale) dell'Ue. Se si fa mente locale alle scosse telluriche che hanno dovuto superare economie come Francia, Italia e Germania a partire dallo scoppio della pandemia, il fatto di non avere assistito a nuovi round di crisi del debito sovrano o a un significativo deterioramento dell'esposizione al settore corporate costituisce un mezzo miracolo. Il risultato di tutto ciò ha generato un clima di fortissima fiducia nei confronti del segmento creditizio, anche se sicuramente non manca-



LYDIA REICH
gestore azionario mercati
sviluppati
Raiffeisen Capital Management

“

Le valutazioni sono aumentate bruscamente nel corso del 2025 e fino all'inizio del 2026, trainate da utili robusti, dividendi in crescita e un aumento dei riacquisti di azioni proprie

”

no le incognite per il futuro.

CORSI ANCORA RAGIONEVOLI

Lydia Reich, gestore azionario mercati sviluppati di **Raiffeisen Capital Management**, fornisce un quadro estremamente preciso della situazione attuale: «Le banche europee hanno già registrato un significativo rialzo delle valutazioni. La redditività è tornata di fatto ai livelli precedenti alla crisi finanziaria globale, questa volta su basi più stabili, sostenuta da posizioni patrimoniali più solide, profili di rischio più contenuti e maggiori distribuzioni agli azionisti. Le valutazioni sono aumentate bruscamente nel corso del 2025 e fino all'inizio del 2026, trainate da utili robusti, dividendi in crescita e un aumento dei riacquisti di azioni proprie. La prima metà

Il risiko bancario, tanti vantaggi dall'M&A

La ripresa della stagione del M&A rappresenta un fenomeno di cui è indispensabile parlare. Nel terreno del reddito fisso, **David Benamou**, cio di **Axiom Alternative Investments**, si concentra sugli effetti benefici che si genereranno sui rating del debito degli istituti target delle acquisizioni: «Il consolidamento dovrebbe rimanere un fattore trainante importante. Le banche cercano economie di scala, sinergie di costo, efficienze tecnologiche e una più ampia offerta di prodotti in un contesto in cui la crescita dei ricavi è moderata. Prevediamo che proseguiranno, sia le operazioni nazionali, sia alcune altre transfrontaliere selezionate. Gli investitori in obbligazioni subordinate possono trarre vantaggio dal miglioramento del rating di cui le banche target godono tipicamente dopo l'acquisizione»

NON MANCANO PERÒ LE INCOGNITE

Le incognite, però, non mancano: nello specifico non si può tralasciare il fatto che gli istituti di credito non sono aziende come le altre. In molti casi vantano ancora significative quote detenute dagli stati e, anche quando non è così, la presenza della politica si fa sentire spesso e con finalità che raramente coincidono con quelle degli azionisti.

Da questo punto di vista, un certo ottimismo viene espresso da **Benjamin Pesquier**, credit portfolio manager, subordinated financial debt, di **Tikehau Capital**: «Gli istituti che operano in mercati più frammentati, caratterizzati da interessanti prospettive macroeconomiche e/o da una presenza significativa di azionisti finanziari o pubblici potenzialmente intenzionati a dismettere le proprie partecipazioni, possono rappresentare obiettivi particolarmente interessanti per gli acquirenti che desiderano espandersi in nuove aree geografiche o segmenti di mercato, oppure aumentare la propria scala operativa».



del 2026 ha poi portato con sé un periodo di volatilità, poiché le tensioni geopolitiche in Medio Oriente hanno spinto al rialzo i prezzi dell'energia e hanno brevemente riaperto i timori di stagflazione. Con l'attenuarsi di questi rischi, i titoli azionari europei hanno registrato una ripresa, con le banche ancora una volta tra i principali motori del rialzo. L'indice Stoxx Europe 600 Banks, ad esempio, ha recentemente raggiunto il livello più alto dal 2008». In questo intervento sono racchiusi i capisaldi di quanto c'è da sapere oggi sugli istituti conti-

nentali: in termini di Roe si è ritornati a massimi che non si vedevano da 20 anni. A differenza di allora, in cui molti protagonisti del settore operavano con un ammontare di leva senza senso e una composizione degli asset che violava le più elementari norme del risk management, questa fase storica mostra, al contrario, un panorama caratterizzato da gruppi in grado di fornire una crescita degli utili stabile, di generare pure un ricco carry e posizionarsi quasi come un rifugio sicuro in un mondo dove è complicato non perdere la bussola.



DAVID BENAMOU
cio
Axiom Alternative Investments



Le banche cercano economie di scala, sinergie di costo, efficienze tecnologiche e una più ampia offerta di prodotti in un contesto in cui la crescita dei ricavi è moderata



FUORI DAI SALDI DI STAGIONE

Come si può immaginare, dopo un quadriennio di soddisfazioni, i corsi non sono più quelli di prima e i dati mostrano un profilo piuttosto ambiguo: è però certo che siamo usciti dal terreno dei saldi di fine stagione e, sottolinea Lydia Reich, le quotazioni rimangono modeste. Pertanto, cifre alla mano, un ulteriore rerating non appare certo fantascientifico: «Nonostante questa forte performance, le valutazioni rimangono modeste. Il settore viene scambiato a circa 9,9 volte gli utili attesi per il 2027, con uno sconto di circa il 34% rispetto al mercato più ampio. Anche un parziale rialzo delle valutazioni verso la media pre-crisi di circa 11,4 volte lascerebbe comunque le banche con uno sconto di circa il 20%, offrendo al contempo rendimenti da dividendi interessanti, che sono compresi tra il 5% e il 6%».

REDDITIVITÀ FORSE AI MASSIMI

Il potenziale dunque è ancora notevole, ma al tempo stesso appare però consigliabile considerare anche scenari più pessimistici, non per altro a causa dell'imprevedibilità che è ormai una costante di un sistema globale sempre più a rischio sbando. Innanzitutto, l'ipotesi che quello attuale possa essere considerato il punto più elevato del ciclo ha una sua razionalità. E non manca, in questa logica, chi offre per questo basket di azioni un'analisi incentrata su una crescita più moderata dei profitti e dei rendimenti complessivi nei prossimi trimestri, in linea con i movimenti dei risultati aziendali, senza contare più di tanto su un continuo aumento dei multipli.

Ivo Dierick, head of buy side research equity di **Dpam**, traduce questa visione in numeri precisi, forse meno entusiasmanti rispetto al passato, ma pur sempre da leccarsi i baffi: «Molti investitori, plasmati dalla narrazione post-crisi finanziaria globale, consideravano le aziende di credito non investibili. Eppure, le banche non sono mai state così solide: meglio capitalizzate, più liquide, meno rischiose e più disciplinate (sia sui costi, sia sul capitale). La redditività è su livelli record. Solo lo scorso anno questo miglioramento si è riflesso nelle valutazioni. Oggi, i diversi istituti appaiono nel complesso correttamente valutati, il che rende i prezzi delle azioni più sensibili al flusso di notizie (timori sul credito privato, intelligenza artificiale, geopolitica). Se il cessate il fuoco reggesse, il contesto Goldilocks dovrebbe persistere, con tassi di supporto, un quadro normativo stabile e un'attività economica discreta. Tutto ciò dovrebbe sostenere una crescita degli utili superiore al 10% annuo nei prossimi tre anni. Tuttavia, questo scenario è in gran parte riconosciuto e scontato dal mercato. È possibile un ulteriore rating, ma è improbabile che l'attuale redditività (>15%) sia strutturalmente sostenibile data la concorrenza (ad esempio, le fintech), i rischi politici (euro digitale, tasse sulle banche) e la natura umana. I rendimenti attesi dovrebbero allinearsi in linea di massima al costo del capitale proprio, circa il 10%, che rimane interessante».

MAGGIORE SELETTIVITÀ

Inoltre, quando ci si trova in un ambiente caratterizzato da trimestrali più normali, gli investitori cominciano a operare con maggiore selettività. Per cui appare quasi come semplice buon senso suggerire di operare, per quanto riguarda il futuro prossimo, con una maggiore



Bond bancari, l'antidoto a una minore crescita degli utili

Fino ad almeno il 2021, l'esposizione al credito del Vecchio continente è stata dominata dalla componente reddito fisso. Dopo anni di rally azionario, forse ora è giunto il momento di trovare una sintesi fra i due estremi tra i quali gli investitori hanno oscillato nei precedenti 11-12 anni. Nello specifico, si tratta di adottare un'allocazione sostanzialmente equilibrata (e calibrata secondo il proprio profilo di rischio) fra le due asset class. All'interno dei bond bancari, anche in questo caso, a fronte di una forte selezione, è possibile individuare emissioni soddisfacenti dal punto di vista del carry e del potenziale di restringimento degli spread. Qualora si sposi la tesi di un'economia, su questa sponda dell'Atlantico, meno inflativa e meno ostile al consumo, l'ipotesi di ricalibrare i portafogli verso il fixed income dei player del credito non è così peregrina. Anche in questo caso bisogna procedere con intelligenza e cautela a causa degli elementi altamente idiosincratici di ciascuna obbligazione.

UN FOCUS SUI TITOLI DI NICCHIA

Un mercato focus su titoli di nicchia, ad esempio, traspare dalle scelte di **Benjamin Pesquier**, di **Tikehau Capital**: «Le obbligazioni At1 offrono generalmente un interessante rendimento da carry, con un rendimento medio a scadenza o alla prima data di rimborso (yield to worst) intorno al 5,9%. Privilegiamo emissioni già consolidate sul mercato, caratterizzate da cedole elevate, ampi spread di reset e durata intermedia (con scadenze fino al 2030-2032), che tendono a mostrare una maggiore resilienza nelle fasi di stress di mercato. Al contrario, il profilo rischio/rendimento delle emissioni At1 più recenti non ci appare particolarmente interessante. Riteniamo, inoltre, che vi siano valide opportunità anche nei segmenti Tier 2 e Senior, che per loro natura presentano caratteristiche più difensive, ma offrono al contempo potenziale di compressione degli spread e opportunità legate alla dispersione delle valutazioni. Ciò avviene in particolare tra gli emittenti meno coperti dagli analisti (ad esempio nell'Europa centrale e orientale) e/o nelle obbligazioni fuori benchmark con tagli nominali più contenuti, che possono offrire spread da due a tre volte superiori rispetto alla media di questi segmenti».

ANCHE SUL LUNGO PERIODO

Infine, oltre alla contingenza macroeconomica, anche sul lungo periodo non mancano i motivi per orientarsi al fixed income delle banche. Security come i Cocos sono lì a ricordare un altro elemento: l'Europa è la più matura delle economie sviluppate, un paradigma che non consente di immaginare chissà quale profilo growth per entità che esistono da secoli e che, al di là dell'eccezionalità dell'ultimo lustro, devono affrontare sfide tecnologiche epocali.

attenzione alla selezione dei singoli istituti di credito, invece che accontentarsi della mera esposizione settoriale. Di tutto ciò è convinto **Ayowande McCunn**, analista finanziario di **Carmignac**: «Continuiamo a vedere un certo potenziale per un ulteriore rerating, ma più probabilmente nell'ordine di una crescita percentuale a una cifra nella fascia medio-alta, a livello settoriale, a meno che gli investitori non si convincano maggiormente della capacità delle banche europee di mantenere rendimenti strutturalmente più elevati rispetto al ciclo precedente. Da questo punto in avanti, i rendimenti saranno più legati a fattori specifici delle singole banche, con temi chiave quali la crescita del credito, la disciplina sui costi e la redditività del capitale. Per questo motivo stiamo svolgendo un'analisi più approfondita di tipo bottom-up, in particolare nel Regno Unito, in Grecia e presso alcune banche selezionate dell'Europa centrale e orientale».

OCCHIO ALLA RIPRESA

Finora il discorso è stato incentrato sulle potenzialità del comparto in termini assoluti. Il problema, però, muta in maniera non indifferente qualora si analizzi il tutto rispetto al resto dei listini europei. Continueranno le banche a sovraperformare? La domanda è particolarmente interessante se si ipotizza uno scenario che contempi un andamento del Pil dell'Ue un po' più forte rispetto al passato. Sostanzialmente, data la natura del tessuto produttivo del Continente, ciò si potrebbe realizzare solo nel caso in cui i problemi medio-orientali tornassero sotto la soglia del gestibile. Rientrerebbe quindi lo shock staglivo e con esso le pressioni sulla politica monetaria: a differenza dell'America, dove l'inflazione ha una dinamica più endogena, sarebbe un balsamo caratterizzato da una miscela di due elementi fra loro fortemente correlati. Peraltro, si genererebbe anche una spinta positiva sui conti pubblici di varie economie. Detto ciò, il ritorno del Goldilocks europeo sicuramente non farebbe male agli istituti di credito sul lungo periodo, anche se nell'immediato l'impatto potrebbe essere più ambiguo.

CURVE PIÙ PIATTE?

Per quanto sia cinico da affermare, essenzialmente si tornerebbe a un maggiore benessere strutturale a livello di consumi delle famiglie e a risultati aziendali per le banche con un ritorno a curve più piatte e virate verso livelli più bassi. Elementi che portano a prevedibili e non

Continuiamo a vedere un certo potenziale per un ulteriore rerating, ma più probabilmente nell'ordine di una crescita percentuale a una cifra, nella fascia medio-alta



AYOWANDE MCCUNN
analista finanziario
Carmignac

positive conseguenze sul margine di interesse. Esplicito da questo punto di vista è Ayowande McCunn: «Un accordo di pace duraturo tra Stati Uniti e Iran sarebbe positivo per l'Europa grazie a prezzi energetici più bassi, un minore rischio di stagflazione, maggiore fiducia e, potenzialmente, una domanda di credito più solida. In questo senso, quindi, le banche europee possono rappresentare un modo per puntare su un ciclo economico europeo più normale. Tuttavia, l'effetto sugli utili nel breve termine è più sfumato. L'ultimo aumento dei tassi da parte della Bce è stato esplicitamente collegato alle pressioni inflazionistiche legate al Medio Oriente, con il tasso sui depositi

salito al 2,25% a partire dal 17 giugno 2026. Se l'accordo di pace durasse e i prezzi dell'energia scendessero, anche le aspettative di inflazione e sugli aumenti dei tassi potrebbero ridursi. Ciò farebbe calare il vento favorevole del margine di interesse netto per le banche asset-sensitive».

C'È CHI NON SCEGLIE LE BANCHE

Non deve di conseguenza stupire che ci sia chi mostri una maggiore preferenza per comparti legati alla ripresa della domanda domestica come ad esempio **Craig Cameron**, portfolio manager di **Templeton Global Investments**: «Sebbene la crescita



degli utili e i ritorni di capitale restino solidi, riteniamo che le valutazioni abbiano ormai incorporato buona parte del potenziale di rialzo. Ci aspettiamo, quindi, una performance più in linea con il mercato europeo, dopo la recente fase di forte sovraperformance. In quest'ottica, manteniamo un posizionamento leggermente sottopesato, individuando opportunità più interessanti in altri settori. Una risoluzione del conflitto con l'Iran sarebbe certamente positiva per il settore bancario; tuttavia, altri comparti risultano maggiormente sensibili a un miglioramento del ciclo economico europeo. In particolare, un calo dell'inflazione e tassi d'interesse più bassi tendono a favorire i segmenti legati ai consumi rispetto ai finanziari. Il comparto consumer discretionary europeo, penalizzato dalla fiducia dei consumatori in modo significativo dall'inizio dell'anno dal conflitto, potrebbe offrire un maggiore potenziale di recupero». In un precedente intervento, Ivo Dierick accennava alla continua espansione delle fintech: in pratica si parla di uno scenario concorrenziale in cui la componente contenimento delle uscite e gli investimenti in tecnologia colossali risulteranno fondamentali per continuare a competere. In particolare, l'avvento dell'intelligenza artificiale trova proprio nel variegato mondo del credito un'area di applicazione naturale, data la corsa ad alleggerire la struttura delle spese.

L'AI FONDAMENTALE

Chiarissima al riguardo appare **Rosalie Pinkney**, senior credit analyst di **Columbia Threadneedle Investments**: «Con l'attenuarsi dei rischi geopolitici, investire nelle banche dell'area dell'euro offre un modo diretto per accedere a un ciclo economico europeo più normale. La prossima fase sarà probabilmente determinata meno dal beta macroeconomico e più dall'adattamento strutturale, in particolare in ambito tecnologico. L'adozione dell'intelligenza artificiale sta diventando fondamentale per il modo in cui gli istituti finanziari migliorano l'efficienza, gestiscono il rischio e rafforzano il coinvolgimento dei clienti. Ciò significa che le banche potranno comunque partecipare alla ripresa ciclica, ma i risultati saranno sempre più divergenti. Gli investitori otterranno un'esposizione alla normalizzazione economica, ma i rendimenti saranno determinati, tanto dall'esecuzione e dall'innovazione, quanto dai fattori macroeconomici favorevoli».



Ancora una volta bisognerà analizzare caso per caso e per chi investe nelle banche dell'Ue è con ogni probabilità incominciata l'era dello stock picking.

L'IMPATTO DELLE FUSIONI

Il tema delle fusioni bancarie ha trovato nuova linfa e sono tornate all'attenzione degli investitori dell'Eurozona proprio a partire dalle note vicende italiane. Non è folle immaginare, però, che qualcosa di simile possa svilupparsi in quasi tutto il continente. Tutto ciò a causa di due necessità ineludibili: il conseguimento di sinergie fra mercati, prodotti e diversi modelli di business e la necessità di riservare fondi giganteschi al capex tecnologico. Non sorprende che diversi gestori si concentrino su entrambe queste direttrici di futura redditività per inquadrare il tema del consolidamento continentale. Sintomatico l'intervento del **Team di Groupama Asset Management**: «I profili di investimento più interessanti includono banche che presentano, sia un buon contributo da parte del margine di interesse netto, sia una significativa esposizione al wealth management o alle attività di investment banking. Il consolidamento rimane uno dei temi principali in Europa per la seconda metà del 2026 e per il 2027 grazie alla spinta di diversi fattori: la ricerca di maggiori dimensioni e di sinergie a livello di costi e fatturati, il rafforzamento delle fabbriche prodotto e un processo di ottimizzazione del capitale allo scopo di ottenere una maggiore capacità di finanziamento

degli investimenti in tecnologie come l'AI. In questo contesto, l'Italia attualmente si pone come un laboratorio a livello europeo per il sistema bancario».

TANTE ECONOMIE DI SCALA

Sulla stessa lunghezza d'onda si pone anche **Filippo Alloatti**, head of financials credit di **Federated Hermes**: «La diversificazione di ricavi e prodotti è un must e, giustamente, spinge multipli più alti in borsa. La competizione per le commissioni da fabbriche prodotte (assicurazioni, Am, gestione patrimoni, etc.) è molto forte in quasi tutte le giurisdizioni. Le economie di scala permetteranno importanti investimenti nell'AI, anche in difesa per non perdere terreno nei confronti di concorrenti più attrezzati e di solito più grandi».

UN MERCATO EUROPEO UNICO?

La realtà appena descritta va a sovrapporsi in maniera naturale alla questione di un mercato unico europeo ancora incompiuto, con gli anni post-crisi finanziaria che essenzialmente hanno visto un po' dappertutto la creazione di grandi campioni nazionali in un'era in cui risanamento e stabilità erano le parole chiave. Oggi sarebbe il momento di andare oltre per tentare di colmare il gap in termini di profondità e varietà dei mercati finanziari con gli Usa. Come rammenta Ivo Dierick, di Dpam, «le operazioni di M&A aumentano l'attrattiva del settore. Sebbene non sia un fenomeno unico per l'Italia, le banche italiane svolgono attualmente un ruolo di primo piano. L'assenza di un'unione bancaria completa rimane un vincolo per vere banche d'Europa».

Continua la resilienza dei mercati

a cura di **Pinuccia Parini**

Che cosa attendersi dalle piazze finanziarie, dopo una prima parte dell'anno in cui la geopolitica è stata una dei protagonisti dello scenario globale, è la domanda che Fondi&Sicav ha posto a **Ben Jones**, global head of research, strategy & insights di **Invesco**.

Che cosa è successo nei mercati finanziari nel primo semestre dell'anno?

«La performance degli asset globali nei primi sei mesi del 2026 è stata in gran parte positiva, nonostante gli shock geopolitici e di offerta. All'inizio dell'anno ci aspettavamo una sovraperformance degli asset ciclici ed è ciò che si è verificato, con in testa materie prime e azioni quotate. Il dollaro Usa si è rafforzato modestamente rispetto alle valute dei mercati sviluppati, come l'euro, e risulta in rialzo. È comunque importante notare la discontinuità nella performance coincisa con l'inizio del conflitto in Medio Oriente. Da allora, i prezzi dell'energia sono stati il principale motore dei guadagni degli indici delle materie prime. L'oro è sceso dall'arrivo del conflitto, ma resta al di sopra dei livelli di inizio anno. Le azioni statunitensi hanno guidato i mercati azionari dalla fine di febbraio. Riteniamo che ciò sia dovuto in parte alla convinzione che l'economia americana sia in una certa misura protetta dalla crisi energetica, vista la sua indipendenza in questo ambito. Pensiamo che la performance nel resto dell'anno dipenderà in larga misura

dagli eventi in Medio Oriente e dalla ripresa del traffico attraverso lo Stretto di Hormuz, che sarà probabilmente accompagnata da un forte rimbalzo ciclico, guidato dai mercati emergenti e da quelli europei».

La crisi energetica ha visto il rafforzamento del dollaro. Vi aspettate che continui?

«Uno dei principi del nostro outlook per il 2026 era l'aspettativa di un indebolimento del dollaro nel corso dell'anno. Manteniamo questa opinione anche oggi, perché, secondo la nostra analisi, il dollaro resta una delle valute più sopravvalutate in base alla maggior parte degli indicatori. Per gran parte dell'ultimo decennio, il biglietto verde ha rappresentato un elemento centrale dei portafogli, offrendo, sia rendimento, sia protezione nelle fasi di stress di mercato. Oggi, però, questo ruolo viene messo in discussione. Non esiste ancora un'alternativa credibile al dollaro americano come valuta di riserva globale e riteniamo che alcune narrazioni sulla "de-dollarizzazione" siano eccessive. Tuttavia, qualcosa sembra cambiato. A nostro avviso, oggi i fattori contrari a questa divisa superano quelli favorevoli. La valutazione è un buon punto di partenza: anche dopo il calo del 2025, il dollaro resta su livelli elevati rispetto all'intervallo osservato dopo il 2008, in termini reali e ponderati per gli scambi commerciali. Un indebolimento del biglietto verde non richiede necessariamente una crisi:



BEN JONES
global head of research,
strategy & insights
Invesco

può realizzarsi anche attraverso un graduale riequilibrio delle posizioni. Per anni, i capitali globali sono confluiti verso gli asset americani, lasciando gli investitori fortemente esposti agli Stati Uniti. Perché il dollaro possa rafforzarsi in modo significativo, riteniamo che questi afflussi debbano proseguire. Però le tensioni commerciali, l'incertezza sulle politiche economiche e alcune proposte potenzialmente sfavorevoli per gli investitori esteri potrebbero spingere i capitali a cercare opportunità altrove. Continuiamo ad aspettarci una divergenza nei percorsi dei tassi di riferimento. Inoltre, differenziali di tasso a breve termine più contenuti dovrebbero ridurre il costo sostenuto dagli investitori esteri per coprire la loro esposizione al dollaro e una maggiore attività di copertura dovrebbe esercitare pressione al ribasso sulla valuta americana. Nel complesso, riteniamo che queste dinamiche indichino un indebolimento del dollaro nel resto del 2026».

Quali sono le vostre aspettative sui mercati azionari?

«Se la nostra previsione di un indebolimento del dollaro Usa nel corso dell'anno si rivelerà corretta, ci aspettiamo una buona performance dei mercati azionari e dei mercati non statunitensi, in particolare di quelli emergenti. A nostro avviso, questi ultimi dovrebbero beneficiare della riaccelerazione dell'economia globale. Alcuni potrebbero trarre vantaggio dall'aumento dei prezzi delle materie prime, altri dall'esposizione al tema dell'AI. Inoltre, molti mercati emergenti continuano a offrire valutazioni interessanti. È indubbio che la chiusura dello Stretto di Hormuz abbia reso il quadro più complesso. L'impennata dei prezzi energetici favorisce i paesi emergenti esportatori di energia, ma può rappresentare un problema per gli importatori, in particolare per molti paesi asiatici. Inoltre, la Fed, insieme ad altre banche centrali, ha sospeso il percorso di allentamento monetario e il dollaro si è leggermente rafforzato. Questo scenario, unito ai timori sulla crescita globale, avrebbe potuto compromettere la performance degli asset dei mercati emergenti. Tuttavia, l'eventuale impatto negativo sembra essere stato di breve durata. Ci aspettiamo, inoltre, che la Fed riprenda a ridurre i tassi nella seconda metà dell'anno. A nostro avviso, ciò dovrebbe contribuire a un ulteriore indebolimento del dollaro, un fattore che storicamente ha sostenuto la performance degli asset dei mercati

emergenti. In generale, queste piazze finanziarie si sono comunque dimostrate più resilienti del previsto. Alcuni mercati emergenti hanno inoltre beneficiato del tema dell'AI. Corea del Sud e Taiwan, ad esempio, stanno registrando dati eccezionalmente positivi. La crescita del Pil in entrambi i paesi sta accelerando ben oltre le attese, non solo grazie alla ripresa delle esportazioni, ma anche per il miglioramento della componente dei consumi interni. Le stime di consenso indicano per l'Msci Korea una crescita degli utili per azione nel 2026 superiore al 200%. Che si tratti di azioni, obbligazioni o valute, manteniamo un'opinione positiva sugli asset dei mercati emergenti».

Il tema dell'intelligenza artificiale rimarrà ancora centrale?

«Il tema dell'AI resta centrale, sia per i mercati finanziari, sia per molte economie a livello globale e non riteniamo che questa dinamica sia destinata a cambiare nel breve periodo. Tuttavia, l'impatto di questa tecnologia e il modo migliore per esporsi a questo tema sembrano evolversi. Oggi preferiamo i semiconduttori e produttori di hardware, mentre manteniamo un approccio più prudente nei confronti delle società software. Riteniamo che l'AI sarà una tecnologia trasformativa, ma crediamo anche che ci sia ancora molta strada da fare prima che l'infrastruttura necessaria a sostenerla sia pienamente sviluppata. La sua ascesa ha innescato un importante ciclo di investimenti volto ad ampliare le risorse di calcolo. Con la crescente adozione dei servizi di AI e l'accelerazione di nuovi ambiti ad alta intensità computazionale, come l'AI generativa, pensiamo che questo tema sia destinato a durare. Hypersca-

ler, neocloud e altri operatori stanno cercando di offrire la maggiore capacità di calcolo possibile».

La preoccupano le notizie negative che hanno riguardato il credito privato?

«Nonostante i rischi sottostanti e i vincoli di liquidità associati agli investimenti nei mercati privati, riteniamo che i fondamentali siano generalmente solidi e che i veicoli stiano operando secondo le aspettative. Nel lungo periodo, i nostri calcoli indicano un rapporto rischio-rendimento relativamente interessante per gli investimenti in direct lending. Nella porzione più liquida di questo segmento, la performance degli indici dei senior secured loan (prestiti bancari) è stata superiore a quella di indici globali comparabili del debito pubblico dall'inizio della guerra con l'Iran. Guardando avanti, osserviamo che i rendimenti di prestiti bancari e Clo restano superiori alle medie storiche, cosa che non si può dire per il credito pubblico e i mercati governativi. A nostro avviso, ciò li rende una fonte di reddito a bassa volatilità, utile in un mondo incerto, soprattutto se l'inflazione e i rendimenti a lungo termine dovessero salire ulteriormente. Riteniamo che lo stesso valga per i segmenti di qualità più elevata del direct lending. Un altro strumento, che a nostro parere offre rendimento e diversificazione è l'immobiliare. In prospettiva, con gli spread dei tassi di capitalizzazione inferiori alle medie storiche rispetto ai rendimenti dei Treasury, reputiamo che i principali motori del rendimento dell'immobiliare core saranno il reddito e la crescita del reddito operativo netto, più che la compressione degli spread».



Investire in modo consapevole nell'Ai

di Kubilay Yalcin

L'entusiasmo per l'intelligenza artificiale sta elettrizzando i mercati finanziari, ma bisogna guardare questa tecnologia con gli occhi da imprenditore per capire se il prezzo pagato è coerente con i potenziali ritorni futuri.

Negli ultimi anni l'intelligenza artificiale ha innescato uno dei più grandi cicli di investimento della storia recente dei mercati azionari. Il vincitore più evidente di questa fase è Nvidia, il progettista statunitense di chip, che ha registrato ricavi record e una crescita degli utili fuori dal comune grazie alla domanda di hardware per l'Ai.

Noi proveniamo dal mondo della gestione patrimoniale, siamo gestori attivi e ci concentriamo su portafogli multi-asset, che investono il patrimonio in azioni, obbligazioni e oro. I nostri investitori desiderano partecipare alle opportunità interessanti nelle fasi positive di mercato, ma soprattutto evitare perdite durature nei momenti difficili. Perciò, sul fronte azionario, ci concentriamo su società di

qualità accuratamente selezionate, aziende per le quali i nostri analisti prevedono, con elevata probabilità, un'evoluzione degli utili che sia attrattiva anche in futuro e dalle quali intendiamo ricavare benefici nel lungo periodo.

In quale misura, dunque, l'Ai è d'interesse per i nostri portafogli? Accanto alla qualità delle imprese, la domanda centrale è soprattutto quanta crescita futura è già incorporata nei prezzi di borsa. Infatti, la qualità elevata, da sola, non garantisce rendimenti interessanti. Per questa ragione, come farebbe un buon imprenditore, confrontiamo il valore equo di un investimento con il suo prezzo, cioè con la sua quotazione di mercato.

UNA FILIERA CHE CREA VALORE

Un dato è certo: Nvidia è al centro dell'attenzione, ma il boom dell'Ai ormai va ben oltre la singola società. Dal produttore taiwanese di chip Tsmc alla coreana Sk Hynix, dal produttore statunitense di connettori Amphenol allo specialista della fibra ottica Corning, fino al gruppo francese di elettrotecni-

Publiredazionale



KUBILAY YALCIN
Portfolio Director Equities
Flossbach von Storch SE

ca Schneider Electric, sono numerose le aziende che beneficiano di questa tendenza.

Molte di esse registrano tassi di crescita notevoli, margini in aumento e portafogli ordini pieni. Non si tratta, quindi, di pura fantasia di borsa.

Proprio per questo motivo, però, si sta delineando uno schema pericoloso. Quanto più positiva è oggi l'evoluzione operativa di un'azienda legata all'Ai, tanto più il mercato tende a proiettarla molto avanti nel futuro. Da una narrazione positiva e reale può così nascere facilmente una valutazione eccessivamente ottimistica.

IL RISCHIO DEL CAPEX

Il rialzo è sostenuto soprattutto dagli investimenti giganteschi delle grandi piattaforme tecnologiche: Microsoft, Amazon, Alphabet e Meta. Sono loro ad acquistare i chip ad alte prestazioni, costruire i data center e creare l'infrastruttura necessaria per l'Ai, anche se crescono i dubbi sulla redditività effettiva di questi investimenti.

Per queste aziende, tuttavia, non investire (o smettere di farlo) appare strategicamente rischioso. La storia insegna che le grandi svolte tecnologiche hanno spesso penalizzato le imprese che hanno atteso passivamente. Basti pensare all'ex leader finlandese dei telefoni cellulari Nokia, che non riuscì più a tenere il passo dopo l'innovazione dello smartphone, o a Kodak, travolta dall'avvento della fotografia digitale.

E così, nell'Ai, l'ondata di investimenti continua, ma la natura stessa delle piattaforme tecnologiche sta cambiando. In passato, molte di esse avevano modelli di business altamente scalabili e relativamente poco intensivi in termini di capitale. Con l'Ai, stanno diventando sempre più gestori di gigantesche reti infrastrutturali digitali.

UTILITÀ VS RENDIMENTO

La storia dimostra che una tecnologia può essere rivoluzionaria e, allo stesso tempo, produrre risultati deludenti per gli investitori. Alla fine degli anni '90, la tesi di fondo era corretta: con l'avvento di internet, il traffico dati sarebbe

esploso e la fibra ottica avrebbe avuto un ruolo chiave. Tra i beneficiari vi fu la statunitense Corning. Il titolo raggiunse un massimo storico nel 2000. Dopo lo scoppio della bolla dot.com e le ingenti svalutazioni subite dall'azienda, sarebbero serviti circa 25 anni perché quel livello di prezzo venisse nuovamente raggiunto. All'epoca, gli investitori persero somme considerevoli, perché era stata costruita troppa capacità produttiva e troppa redditività futura era già stata anticipata nei prezzi.

CRESCITA VS ASPETTATIVE

L'Ai, quindi, non deve necessariamente fallire perché gli investitori restino delusi. È più probabile che lo sviluppo economico si riveli inferiore alle aspettative oggi incorporate nei prezzi. I clienti potrebbero, per esempio, mostrarsi meno disposti a pagare stabilmente sovrapprezzi elevati per le funzionalità di questa tecnologia, la concorrenza potrebbe comprimere i margini, i modelli open source potrebbero ridurre il potere di determinazione dei prezzi, oppure modelli più efficienti potrebbero abbassare il fabbisogno di potenza di calcolo.

Non a caso, diverse piattaforme tecnologiche stanno lavorando sempre più a soluzioni proprie per le architetture dei chip. Ciò non significa che aziende come Nvidia perderanno la loro importanza, indica però che le dipendenze attuali non sono necessariamente destinate a durare per sempre.

PREZZI VS MARGINE D'ERRORE

Ogni grande bolla speculativa della storia è iniziata con una verità fondamentale plausibile. Ai tempi dell'industrializzazione, sui mercati scoppiò l'entusiasmo per le ferrovie. In seguito, fu l'euforia per l'elettricità ad accendere l'interesse degli investitori. Alla fine degli anni Novanta arrivò il boom di internet.

Il copione si è ripetuto più volte: quanto più gli sviluppi positivi sono già riflessi nei prezzi, tanto più si riduce il margine di sicurezza per gli investitori. Quando le valutazioni sono elevate, sempre più cose devono andare per il verso giusto contemporaneamente: gli investimenti devono restare alti, la domanda deve continua-

re, i margini non devono scendere.

CONCENTRAZIONE ELEVATA

La storia insegna anche che gli investitori farebbero bene a non ignorare un'elevata concentrazione di mercato. L'indice azionario globale Msci World è considerato ampiamente diversificato. Eppure, oggi il 31% dell'indice è rappresentato dal settore dell'informatica; nel 1999 era il 36%. Nel giugno 2002, quella quota era scesa ad appena l'11%. Il problema è che, con i corsi al rialzo, il peso delle azioni vincenti in questi indici aumenta automaticamente. Chi investe passivamente finisce così spesso per detenere una scommessa sull'Ai molto più grande di quanto immagini.

Allo stesso tempo, molte società profittevoli e di qualità al di fuori della narrazione sull'intelligenza artificiale vengono progressivamente messe in secondo piano, non perché i loro affari vadano peggio, ma perché il capitale tende a fluire là dove crescita, attenzione e dinamica dei prezzi sono più forti.

INVESTIRE CON MISURA

La rivoluzione dell'Ai è reale, così come la domanda e la crescita degli utili. Riteniamo quindi che ignorare questa evoluzione sarebbe un errore.

I nostri portafogli orientati al lungo periodo devono quindi partecipare, in una certa misura, allo sviluppo dell'Ai, senza però diventarne dipendenti. In fasi come questa, la diversificazione non è un segnale di scarsa convinzione, ma una forma di protezione. Il futuro, del resto, non è mai prevedibile. Il rischio maggiore spesso non nasce dove i fondamentali sono deboli, bensì dove tutto appare quasi perfetto. E il mercato comincia ad aspettarsi proprio quella perfezione.

Inoltre, in fasi come l'attuale emergono opportunità in aziende di altri settori, trascurate dagli investitori, ma che a nostro avviso mostrano una convincente evoluzione degli utili. Nel lungo periodo, infatti, la storia insegna che le piazze finanziarie tendono ad allinearsi a questa realtà fondamentale, anche se nel breve termine i prezzi possono oscillare con forza.

Un ampio universo per un'allocazione multidimensionale

a cura di Pinuccia Parini



MANUELA THIES
head of multi management
Allianz Global Investors

In una fase di mercato in cui alcune delle tradizionali correlazioni tra asset class stanno cambiando, Fondi&Sicav ha intervistato **Manuela Thies**, head of multi management di **Allianz Global Investors** per discutere del tema.

La correlazione tra azionario e obbligazionario è cambiata, un trend che non aiuta chi cerca diversificazione all'interno di un portafoglio multi-asset. Che cosa ne pensa?

«È fuori di dubbio che, negli ultimi anni, la correlazione tra azioni e obbligazioni è diventata positiva, ma non bisogna dimenticare che, nel tempo, questi rapporti cambiano. Proprio per questa ragione, riteniamo sia opportuno che l'asset allocation si avvalga del più ampio numero di strumenti a disposizione, ossia che sia multidimensionale. Nelle nostre soluzioni multi-asset, investiamo in azioni, obbligazioni e strategie alternative (metalli preziosi, materie prime e alternativi liquidi). L'esposizione a ciascuna di queste classi di attivo è determinata da un'analisi profonda e un monitoraggio attento che, ad esempio, ci ha portati negli anni precedenti a incrementare il peso

delle commodity nei portafogli per fare fronte all'aumento dell'inflazione. Il nostro lavoro è costruire portafogli che non siano scevri dagli eventuali drawdown dei mercati, come è successo con lo scoppio del conflitto in Iran, ma che abbiano la capacità di recuperare piuttosto bene il terreno perso, perché molto diversificati nelle varie asset class e al loro interno. In sintesi, privilegiamo la diversificazione rispetto alla concentrazione del rischio, investiamo nelle azioni globali per partecipare ai rialzi nei periodi di forte crescita, nelle obbligazioni per proteggerci dai ribassi nei periodi di congiuntura più deboli e nelle materie prime e attivi a protezione dall'inflazione per preservare i tassi di rendimento reali in un'economia inflazionistica. Ad esempio, la forte esposizione all'oro, nel 2025, è servita da ottimo diversificatore. Quest'anno il metallo prezioso, insieme al reddito fisso, ha offerto performance deludenti che sono però state più che compensate dai corsi al rialzo degli altri metalli e del mercato azionario».

Come è strutturata la gestione delle soluzioni multi-asset?

«L'asset allocation si articola in scelte stra-

tegiche per definire il profilo di rischio/rendimento a lungo termine e in posizioni dinamiche basate su modelli quantitativi e l'analisi fondamentale. Le soluzioni sono gestite dai nostri team globali, la cui competenza abbraccia diversi mercati e classi di attivi. La generazione di alpha avviene in un contesto caratterizzato da basso beta e bassa volatilità, sfruttando le tendenze tra le asset class. Le nostre strategie multi-asset e multi-manager sono strutturate sulla base di un portafoglio modello la cui definizione avviene costruendo un'allocazione strategica che attribuisce i pesi alle principali classi di attivi: azioni, obbligazioni e materie prime. Successivamente, si decide quanto investire in ciascuno di questi ambiti e si valuta l'opportunità di aggiungere idee di breve termine legate a temi, settori o aree geografiche. All'interno di questo processo, gioca un ruolo fondamentale la mitigazione del rischio tramite la gestione attiva delle ponderazioni delle categorie di investimento e la creazione di un profilo di rendimento asimmetrico grazie all'allocazione attiva degli asset. Per entrare nel merito delle decisioni prese quest'anno, abbiamo iniziato con un sovrappeso in azioni, perché ci si attendeva bassa inflazione e una crescita ragionevole, e con un'esposizione ai mercati emergenti. Lo scoppio della guerra nel Golfo e la consapevolezza che non si sarebbe risolta in tempi brevi ci hanno indotti a una leggera presa di profitto sui mercati azionari come scelta di gestione del rischio: ci preoccupava l'evoluzione dell'inflazione e gli effetti di lungo termine sull'economia. L'esposizione all'equity è stata poi aumentata in occasione del primo cessate il fuoco».

Come vengono prese le decisioni dell'asset allocazione tattica?

«Il nostro processo si basa su due pilastri. Il primo è l'analisi del trend sistematico, ossia una strategia che usa regole algoritmiche e matematiche per identificare e seguire le tendenze di tutte le classi di attivo. Il secondo, che richiede molto impegno, riguarda l'analisi fondamentale, per cui ci sono figure professionali dedicate a svolgere questo lavoro, supervisionate da un comitato multi-asset globale che decide, alla fine, quali decisioni implementare nei portafogli. Come investimenti satellite, che hanno l'obiettivo di migliorare i rendimenti del portafoglio attraverso idee non correlate e ad alto potenziale, abbiamo identificato la robotica e l'automazione, l'energia intelligente e pulita e le obbligazioni

dei mercati emergenti».

Qual è la vostra esposizione attuale rispetto alle diverse asset class?

«Nonostante un contesto geopolitico instabile, manteniamo un atteggiamento costruttivo nei confronti dei titoli azionari, più dal punto di vista sistematico che fondamentale, e privilegiamo gli Stati Uniti e i mercati emergenti rispetto all'Europa e al Giappone. Poiché anche l'intelligenza artificiale sta diventando un importante motore della performance dei mercati emergenti, il rischio di concentrazione dovrebbe essere gestito all'interno di un portafoglio ampiamente diversificato. Il nostro posizionamento nei confronti dell'equity risiede nel rilevare l'importanza dello sviluppo tecnologico cui si sta assistendo (Ai) e che sostiene il mercato. Nel settore del reddito fisso, dove il nostro focus è soprattutto sull'Europa, individuiamo un valore fondamentale nelle obbligazioni, anche se il ciclo di mercato rimane difficile. Siamo in leggero sovrappeso duration in alcuni paesi, poiché i rendimenti, che sono saliti, ci sembrano attrattivi, mentre siamo più cauti sul credito, perché in alcune aree non riteniamo che si sia debitamente compensati per il rischio assunto: gli spread si sono ristretti molto e, di conseguenza, è fondamentale essere molto selettivi. Preferiamo le obbligazioni dei mercati emergenti e, nell'ambito del credito, privilegiamo i bond investment grade statunitensi ed europei rispetto a quelli ad alto rendimento».

Perché, in questo contesto, ritenete interessante il debito dei mercati emergenti?

«Le obbligazioni dei mercati emergenti offrono premi di rendimento interessanti e possono aprire nuove fonti di reddito. Allo stesso tempo, contribuiscono alla diversificazione del portafoglio, poiché i fattori che ne determinano l'andamento sono in parte indipendenti da quelli dei mercati sviluppati. Inoltre, consentono di accedere a una crescita strutturale in un ampio spettro di emittenti e offrono tassi di interesse reali più elevati: in molti mercati emergenti, i rendimenti reali sono più elevati rispetto a quelli dei paesi sviluppati. Per quanto riguarda poi le politiche fiscali, sembrano più rigorose di quelle delle economie avanzate e ciò rende sostenibile il debito nel medio termine. Infine, storicamente, l'aumento dei prezzi dei metalli industriali e preziosi è stato collegato a una contrazione



degli spread sovrani dei mercati emergenti, poiché segnala un impulso globale a favore della crescita».

E per quanto riguarda le vostre preferenze in ambito valutario e delle materie prime?

«Sul fronte valutario, siamo tornati a una visione neutrale sul dollaro statunitense. Nel medio termine, intravediamo margini per un'ulteriore debolezza man mano che la domanda di beni rifugio si attenua e i fattori sfavorevoli legati alle valutazioni e ai tassi tornano a farsi sentire. Siamo ottimisti sull'oro in un contesto in cui potrebbero tornare alla ribalta i dubbi sull'indipendenza delle banche centrali e sul biglietto verde. Continuiamo a mantenere posizioni lunghe sulle materie prime come strumento chiave di diversificazione, bilanciando la nostra preferenza per il metallo giallo, che crediamo sarà ancora oggetto d'acquisto da parte delle banche centrali, con un approccio più neutrale su gas, petrolio, rame e argento. In particolare, crediamo che il tema dell'elettrificazione della rete sarà presente a lungo sui mercati e richiederà investimenti significativi e l'utilizzo di alcune materie prime legate a questo sviluppo. A tale proposito, non investiamo solo nella materia prima, ma anche nelle società minerarie. Data l'incertezza, ricorriamo anche a strategie basate sulle opzioni per migliorare la diversificazione in molti portafogli».

Hy, un mercato che prezza quasi la perfezione

a cura di Pinuccia Parini



MICHAEL SCHUELLER
senior portfolio manager
ed head of Us. high yield
del team plus fixed income
Allspring Global Investments

Fondi&Sicav ha chiesto a **Michael Schueller**, senior portfolio manager ed head of Us high yield del team plus fixed income di **Allspring Global Investments**, alcune riflessioni sull'attuale mercato del credito high yield.

Il mercato dei bond high yield, anche in questa fase di generale incertezza, sembra mostrare una relativa stabilità. A suo avviso, quali sono le ragioni?

«In estrema sintesi, direi che le emissioni obbligazionarie high yield rappresentano una classe di attivo che dagli anni 2000 a oggi ha conosciuto un miglioramento della qualità degli emittenti, è diventata meno sensibile ai tassi di interesse, l'universo investibile si è ampliato, è ben diversificato e con fondamentali più solidi. Quando ho iniziato la mia carriera lavorativa 25 anni fa, la leveraged finance, ossia la finanza a leva, era rappresentata dalle obbligazioni Hy, con il mercato dei leveraged loan che cominciava a muovere i suoi primi passi e conobbe un importante cambiamento proprio agli inizi degli anni 2000, ossia quando le ban-

che d'investimento si resero conto che era più vantaggioso sindacare questo debito e vendere le tranche a investitori piuttosto che tenerli in bilancio. Lo sviluppo di questo mercato ebbe poi un abbrivio dopo la Grande crisi finanziaria, con i titoli garantiti da prestiti (Clo), che acquisirono grande rilevanza, poiché subentrarono nel vuoto creditizio lasciato dalle banche soggette a una forte regolamentazione. I Clo sono i principali acquirenti di prestiti leveraged a livello globale e incidono in modo determinante sul mercato, i suoi meccanismi e le condizioni dei prestiti. Poiché il merito creditizio ideale per un Clo è la singola B, è successo che il mercato dei prestiti da un rating medio BB è passato a B. A questa evoluzione ha fatto seguito l'ascesa del mercato del credito privato, che è triplicato nella decade passata, nel quale è possibile supporre che, nonostante non ci siano dati ufficiali, la qualità delle emissioni si collochi tra la singola B e la CCC. Ne consegue che il rating medio del mercato delle obbligazioni societarie high yield è ora BB, ossia un livello di merito creditizio più elevato rispetto al passato, mentre le

emissioni più rischiose sono migrate o nel credito privato o nei prestiti a leva».

Ci sono state di recente alcune notizie negative che hanno riguardato il credito privato. Sono segnali preoccupanti e che possono essere considerati come anticipatori di qualcosa che potrebbe avvenire anche nel mercato Hy?

«Quando un'asset class cresce così velocemente in ambito finanziario, come è successo al credito privato, è possibile che emergano diversi problemi. Ci sono stati casi di insolvenza di alto profilo (alcuni hanno comportato presunte frodi contabili) e timori nel settore del software che hanno creato nervosismo, in particolare tra gli investitori retail, e un inasprimento della liquidità. Lo spauracchio per il comparto è stato le piattaforme di agentic Ai, che hanno iniziato a svolgere alcuni processi gestiti in precedenza da specifici software. Quanto accaduto ha sicuramente sollevato una questione i cui sviluppi meritano di essere seguiti per le ricadute che ci saranno, ma che non impatteranno allo stesso modo le società del settore. Inoltre, se è vero che l'Ai potrebbe intaccare il pricing power delle imprese software, è probabilmente troppo presto per fare ipotesi su un futuro ancora difficile da discernere. Nel breve periodo, penso che l'adozione dell'Ai produca addirittura dei vantaggi per queste aziende. Per il momento, sembra che il panico sul mercato del credito privato sia rientrato, grazie anche all'introduzione da parte delle società di gestione di limiti sui riscatti ("gate"). Malgrado ciò, credo che la questione sia stata eccessivamente strumentalizzata dai mezzi di comunicazione: non è la prima volta che si scatenano reazioni che sono alimentate dalla narrazione, più che da situazioni concrete».

Quindi le tensioni degli ultimi mesi sono definitivamente rientrate?

«Non sono finite, ci sono molte scadenze tra i leveraged loan legati a imprese di software nel 2028 e che saranno rinnovati nei prossimi 18 mesi: sarà interessante vedere quali dinamiche emergeranno e quali aziende riusciranno a rifinanziarsi con successo».

Quali sono le preoccupazioni per il mercato di credito: il debito pubblico o l'inflazione?

«Innanzitutto, ritengo che le dimensioni del debito sovrano saranno un problema nel lungo periodo, ma nel breve la questione centrale è la possibilità che l'inflazione aumenti. All'inizio dell'anno il mercato si attendeva una riduzione dei tassi negli Usa, nell'Eurozona e nel Regno Unito. Lo scoppio della guerra contro l'Iran ha rimescolato le carte e ora i corsi dei mercati prezzano un aumento dei tassi, perché sono cresciute le preoccupazioni di un aumento del costo della vita. L'inflazione è un rischio consistente per i titoli governativi, perché ne diminuisce il valore. Tuttavia, per le obbligazioni societarie l'effetto non è lo stesso: l'inflazione potrebbe essere leggermente vantaggiosa, in termini nominali, per il fatturato di un'azienda, mentre non incide sulle passività di quest'ultima. Ci sono poi i fondamentali macroeconomici favorevoli: le nostre aspettative sono che il Pil negli Usa salga del 2%, un dato positivo per il mercato del credito. A ciò si aggiunge una Fed che potrebbe rimanere ferma sui tassi d'interesse e una politica fiscale espansiva. Infine, non vanno dimenticati i circa 2 trilioni di dollari di investimenti legati all'Ai nei prossimi due anni, di cui beneficerebbero le imprese coinvolte. La stagione degli utili aziendali del primo trimestre è stata molto forte e i bilanci societari sono in buona salute, tutti elementi positivi per il credito Hy».

Ci sono anche delle ragioni tecniche?

«C'è un'incredibile ricerca di rendimento. Lo si è visto a marzo, quando c'è stato qualche squilibrio sul mercato a causa del conflitto nel Golfo, ma l'allargamento degli spread ha offerto agli investitori l'occasione per rientrare sui titoli Hy».

Ma le valutazioni continuano a essere "ricche"...

«Concordo, le valutazioni sono sfidanti. Lo spread delle emissioni non-distressed high yield non è mai stato così contenuto, ma i rendimenti continuano a essere appetibili e un po' di inflazione, come già menzionato, potrebbe essere positiva per le aziende. Naturalmente, poiché uno degli elementi che influiscono sullo spread in particolare del debito Hy è rappresentato dalle dimensioni dell'equity cushion, va da sé che, se quest'ul-

timo si assottiglia, lo spread tende ad allargarsi. Tuttavia, considerando l'attuale carry delle emissioni Hy, penso debba esserci una recessione, che non ci attendiamo, per vedere questo mercato deteriorarsi in modo significativo. In caso contrario, ogni momento di volatilità diventa un'opportunità di acquisto. A marzo, il mercato americano degli Hy ha registrato un allargamento di circa 60 punti base soprattutto causato da imprese la cui attività può essere impattata negativamente dall'aumento del prezzo del greggio, come nel caso delle avioilinee o delle navi da crociera. Ma, nel complesso, il risultato complessivo non è stato così significativo. Certo, quando le valutazioni sono "ricche", si è più esposti alla volatilità del mercato, ma ci sono anche i modi per proteggere il portafoglio. Una strategia, a tale proposito, può essere short duration, short spread duration e posizionarsi su titoli a breve scadenza, che nel caso dei titoli Hy hanno comunque rendimenti interessanti».

Nelle vostre soluzioni nell'ambito del credito multi-sector, qual è l'esposizione attuale all'Hy?

«Abbiamo un'esposizione complessivamente neutrale, ma improntata alla cautela, visto il restringimento degli spread. Attualmente privilegiamo i titoli cartolarizzati come gli Mbs o gli Abs, ossia finanziamenti in cui i prestiti sono direttamente garantiti da specifici beni materiali o finanziari, con carry stabile e spread duration relativamente bassa. Rispetto al 2025, dopo un anno in cui la nostra esposizione era più orientata ai mercati Ig e Hy europeo, abbiamo alleggerito le posizioni e allocato più peso ai titoli Ig statunitensi per il timore che la crescita nel Vecchio continente possa soffrire maggiormente a causa della crisi energetica. In termini di emissioni, alcuni selezionati titoli del software risultano ipervenduti e possono essere un'opportunità di acquisto. Nel settore chimico, che è stato sotto pressione per la competizione cinese, ci potrebbero essere alcune emissioni a valutazioni allettanti. Siamo interessati ai titoli ciclici legati alla fascia bassa dei consumatori negli Stati Uniti, perché riteniamo che siano stati eccessivamente venduti e il carry è appetibile. Rimaniamo cauti, invece, verso le società che producono materiali per le costruzioni a causa del mercato delle case americano che è sostanzialmente in recessione».

Bond a breve termine, un'opportunità da cogliere

a cura di Pinuccia Parini



DANIEL SILUK
head of global short duration
& liquidity
Janus Henderson

I mercati obbligazionari sono diventati più volatili e, con lo scoppio del conflitto nel Golfo, l'inclinazione della curva dei rendimenti è diventata più piatta, in particolare negli Usa. Fondi&Sicav ha intervistato sul tema **Daniel Siluk**, head of global short duration & liquidity di **Janus Henderson**.

Che cosa sta avvenendo sulla parte a breve della curva dei rendimenti obbligazionari negli Usa?

«All'inizio dell'anno ci si attendevano dei tagli dei tassi di interesse considerando alcuni segnali di deterioramento del mercato del lavoro, con la preoccupazione che potenzialmente l'intelligenza artificiale avrebbe portato a un calo dell'occupazione. A ciò si sono aggiunti alcuni problemi emersi nel segmento del credito privato, determinati principalmente da un'impennata delle richieste di rimborso da parte degli investitori, da casi di insolvenza di grande risonanza e da un crescente scrutinio sulle valutazioni. A un certo punto, le

aspettative erano che la Fed avrebbe ridotto il costo del denaro per ben due volte, forse basandosi anche sull'assunzione che il nuovo presidente, Kevin Warsh, voluto da Trump a capo dell'istituzione, si sarebbe mosso in quella direzione. Tuttavia, con il progredire del tempo, alcuni dei timori menzionati si sono attenuati, la crescita economica americana è forte, i consumi lo sono altrettanto e l'inflazione è ben al di sopra dell'obiettivo. Tutto ciò ha fatto sì che le attese degli investitori siano diventate diametralmente opposte e, attualmente, ci si attenda più di un aumento. L'effetto di questo cambiamento di prospettiva ha fatto salire i rendimenti del Treasury a due anni in una fascia tra il 4 e il 4,2%, mentre il decennale è rimasto sostanzialmente fermo. Tuttavia, benché ci sia stato un appiattimento, la curva rimane ancora inclinata positivamente da permettere di avere un term premium, ossia un extra rendimento sulle scadenze più lunghe: si è assistito a un fenomeno di normalizzazione che reputo positivo».

Questo riposizionamento della curva è da ascrivere all'inflazione in salita o a una crescita sostenuta?

«Penso a entrambi i fattori. La crescita è stata forte e lo sviluppo dell'Ai è, nella fase attuale, inflazionistico, perché richiede risorse in termini, sia di mano d'opera, sia di risorse naturali. E anche se l'Ai permetterà guadagni di produttività che nel lungo periodo potrebbero risultare deflazionistici, nel breve l'effetto è esattamente contrario. Vorrei raccontare, a tale proposito, un aneddoto. Viaggio molto per il mio lavoro negli Stati Uniti e incontro anche tanti consulenti finanziari. Tra questi, di recente, ne ho conosciuto uno a Phoenix, i cui clienti sono tutti operai, che mi parlava della carenza di idraulici per realizzare gli impianti di raffreddamento dei diversi data center costruiti nella zona. Non ho la pretesa di trarre considerazioni macroeconomiche da questa riflessione, ma è un dato di fatto che la richiesta di maggiori risorse da parte dell'Ai può influire sulla dinamica dei prezzi e mantenere alta l'inflazione».

La cosa la preoccupa?

«La situazione non è preoccupante come lo era nel 2022-2023, quando le banche centrali erano intervenute più volte ad alzare il costo del denaro. Ora siamo in una fase di aggiustamento ed è possibile che qualche rialzo dei tassi venga deciso per segnalare che l'inflazione è sotto controllo e l'economia non si sta surriscaldando, ma il tutto avviene in misura decisamente più contenuta rispetto a quattro anni fa. A mio avviso, tassi più elevati e prezzi al consumo più alti sono fattori positivi».

Qual è il suo parere sul fatto che le scadenze molto più lunghe dei Treasury stiano salendo?

«La politica fiscale gioca un ruolo importantissimo nella parte terminale della curva obbligazionaria. Ma proviamo a riflettere su che cosa successe durante la Crisi finanziaria globale e la diffusione del Covid-19. Allora, le banche centrali fecero "una sorta di esperimento" portando i tassi in territorio negativo e la pandemia indusse i governi a varare

significativi piani di stimolo fiscale per mantenere la crescita e non fare salire la disoccupazione. Ciò fece sì che l'economia si riprendesse a livello globale, anche se in un Paese come gli Stati Uniti la spesa è andata fuori controllo, visto che il disavanzo fiscale è salito a livelli che si dovrebbero verificare nel caso o di una guerra o di una recessione. Ed è proprio per questa ragione che le scadenze più lunghe dei Treasury hanno visto i rendimenti salire: gli investitori nei titoli governativi vogliono essere adeguatamente remunerati a fronte del deterioramento in corso dei conti pubblici americani. Tuttavia, l'irripidimento della curva non è un fenomeno solo americano e non solo gli Usa hanno adottato misure fiscali espansive: il Giappone ha varato corposi piani di stimolo e la Germania ha fatto altrettanto, abbandonando decenni di rigido conservatorismo fiscale».

Nessun impatto sui bond da un'inflazione sopra il target?

«Se l'inflazione fosse veramente percepita come un problema, si sarebbero visti salire anche i rendimenti medio-lunghi della curva, ma ciò non è successo. Inoltre, l'inflation swap market (il mercato dei derivati in cui due parti si scambiano flussi di pagamento basati sull'inflazione) in termini di breakeven tra i cinque e i 10 anni non si sono mossi molto, a dimostrazione che gli aumenti del costo del denaro riusciranno a temperare le aspettative di inflazione nel lungo periodo e quest'ultima a rimanere ben ancorata».

Tuttavia non ritiene che ci sia stato un reset dei tassi su livelli più elevati?

Credo che dopo la pandemia si sia entrati in una nuova fase in cui i tassi, l'inflazione e la volatilità saranno strutturalmente più elevati rispetto al periodo precedente. Ma non è una novità. Ci siamo dimenticati che una situazione simile ha già caratterizzato i mercati prima della Crisi finanziaria globale, cui è seguito un periodo "anomalo" di oltre 15 anni. Le guerre in Ucraina, in Iran e tutti i contrasti geopolitici in corso non sono la causa diretta di questo cambiamento dove la

politica fiscale domina quella monetaria e le catene di approvvigionamento sono meno delocalizzate per evitare un'eccessiva dipendenza da terzi».

Di recente dalla Banca Centrale Australiana, a quella della Nuova Zelanda, dalla Banca del Giappone alla Bce è stato alzato il costo del denaro. I livelli attuali sono attrattivi per investire nelle scadenze a breve termine?

«Direi che i nostri portafogli ne stanno beneficiando. Già lo scorso anno, per fare un esempio, quando verso ottobre la Banca Centrale Australiana (Rba) aveva iniziato a indicare un possibile aumento dei tassi, eravamo posizionati su emissioni a tasso variabile che ci permisero di trarre vantaggio da un movimento di 100 punti base della curva obbligazionaria che, dal prezzare due tagli, si riconfigurò scontando due incrementi nell'arco di dieci settimane. Allora non avevamo esposizione alla duration e l'incremento dei tassi ci permise di riposizionarci su rendimenti più elevati. Visto che ora l'Rba ha già implementato tre aumenti e l'economia sta iniziando a rallentare, si può pensare di avere un po' di duration nei portafogli».

Quindi, adesso che il mercato sconta già dei rialzi dei tassi (alcuni addirittura pensano in eccesso), qual è la sua strategia d'investimento?

«Il nostro focus è intorno ai titoli a due anni e dintorni nei mercati sviluppati. Penso che la reazione iniziale alla guerra in Iran abbia provocato un repricing del reddito fisso soprattutto in Eurozona e nel Regno Unito. Ma, in entrambi i casi, quanto avvenuto può essere spiegato più dalle aspettative d'inflazione che dalla forza dell'economia, probabilmente per i precedenti trascorsi legati all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Poiché ritengo che i tre rialzi scontati nei prezzi siano eccessivi, soprattutto nel Regno Unito, bisognerebbe allungare la duration. Per quanto riguarda la Bce, penso che ci sarà un taglio forse alla fine dell'anno, ma che mi sembra già prezzato dal mercato».

Il private equity trova il suo spazio nei portafogli italiani

di **Barbara Galliano**



BARBARA GALLIANO
country head Italy
Altaroc

In Italia, il tema dell'investimento di lungo periodo si impone in un contesto peculiare: quello di un Paese in cui il risparmio privato rafforza sempre più il proprio ruolo di pilastro fondamentale dell'economia. Secondo l'Abi, la ricchezza netta delle famiglie italiane rappresenta circa 8 volte il loro reddito disponibile, contro 7,2 in Germania e 7,4 in Francia. L'Italia figura così tra i grandi paesi europei in cui il patrimonio delle famiglie rimane tra i più solidi. Allo stesso tempo, prepararsi alla pensione diventa una questione patrimoniale di crescente importanza: alla fine del 2025 gli italiani avevano accumulato 261,2 miliardi di euro in strumenti di previdenza complementare, in aumento del 7,3% su base annua, anche grazie alle recenti modifiche regolamentari.

È in questo panorama di risparmio abbondante, incremento misurato e crescente necessità di orientare il capitale verso orizzonti più lunghi che il private equity (Pe) trova terreno favorevole e, in Italia, non è e non può essere soltanto una classe di attivi "alternativa". Può diventare un punto di raccordo tra il risparmio delle famiglie, le esigenze di crescita delle imprese non quotate e le

sfide legate al passaggio generazionale che attraversano il capitalismo familiare italiano.

IL PILASTRO PRIVATE EQUITY

In un contesto in cui l'incertezza e gli shock geopolitici scandiscono l'andamento dei mercati pubblici, cresce l'esigenza di diversificazione. Le tensioni nel corso della prima parte del 2026 hanno in particolare inciso su ciclici e consumi, con perdite di alcuni grandi titoli italiani: Amplifon, Bff Bank, Saipem.

Allo stesso tempo, il contesto di risparmio abbondante e liquidità complessiva di famiglie e imprese (la Banca d'Italia rileva un aumento a inizio 2026 sui depositi a 2 trilioni di euro) potrebbe rappresentare un terreno favorevole allo sviluppo del private equity. Secondo un'indagine di Intesa Sanpaolo, il 58% degli italiani dichiara di risparmiare, contro poco più del 40% in Francia: si tratta del livello più elevato degli ultimi 20 anni. Inoltre, il 38% dei risparmiatori pianifica ormai obiettivi precisi, come l'acquisto di una casa, la trasmissione patrimoniale ai figli o la pensione.

A lungo riservato a una cerchia ristretta di investitori istituzionali, oggi questa

classe di attivo suscita un interesse crescente da parte degli investitori privati, alla ricerca di un'esposizione all'economia reale e di motori di performance differenziati.

CICLI PIÙ LUNGH

Il private equity consiste nell'investire direttamente in imprese non quotate, con un orizzonte di detenzione generalmente lungo. Questa logica si inserisce in un approccio di creazione di valore progressiva, basato sull'accompagnamento strategico, sul miglioramento operativo e sullo sviluppo delle società in portafoglio. Numerose società italiane hanno potuto svilupparsi grazie al sostegno di fondi di private equity, come Moncler, Unobravo o Fulgard.

A differenza dei mercati pubblici, dove le valutazioni sono soggette a volatilità quotidiana, il non quotato si fonda su cicli più lunghi, consentendo una lettura più legata ai fondamentali della performance. Questo posizionamento spiega in parte l'interesse storico degli investitori istituzionali, che vi individuano una leva di diversificazione e di rendimento nel lungo periodo.

IN FASE DI TRANSIZIONE

Dopo un periodo di rallentamento ciclico caratterizzata dalla diminuzione delle raccolte e da un parziale congelamento delle operazioni, il mercato del private equity entra oggi in una nuova fase di normalizzazione. Gli aggiustamenti nelle valutazioni osservati di recente contribuiscono a ricreare punti di ingresso più interessanti per i risparmiatori in grado di adottare orizzonti di investimento di 10 anni o più.

Parallelamente, l'attività resta sostenuta. Secondo Aifi, l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, e PwC Italia, nel 2025 sono state realizzate 887 operazioni di private equity sul mercato italiano, in crescita del 21%. Questa evoluzione riflette un mercato più attrattivo e dinamico, in particolare nei segmenti intermedi.

E LA PERFORMANCE?

Uno dei fondamenti del private equity risiede in un interessante premio di il-



liquidità: a fronte di un capitale immobilizzato per diversi anni. Questa classe di attivi ha offerto un rendimento medio netto storico del 14,7% tra il 2010 e il 2025 secondo PitchBook, contro il 9% nello stesso periodo per i principali indici azionari tradizionali globali. Tale beneficio implica tuttavia una rigorosa disciplina di allocazione e una chiara comprensione dei vincoli di liquidità. In un contesto di mercato più competitivo, le performance sono naturalmente portate a normalizzarsi. La dispersione tra i migliori gestori e la media del mercato tende ad accentuarsi, rendendo la selezione dei fondi sostanziale e determinante. Pertanto, la creazione di valore si fonda sempre meno sull'"ingegneria finanziaria" e sempre più sulla rilevanza dell'expertise settoriale, della capacità di esecuzione e dell'accompagnamento dei team manageriali.

deficit di educazione finanziaria. L'emergere di piattaforme e soluzioni strutturate contribuisce progressivamente a ridurre queste barriere, consentendo semplificazioni nell'accesso agli investimenti e possibilità maggiori per una diversificazione efficiente.

MAGGIORE INTEGRAZIONE

Il private equity non si sostituisce agli attivi quotati; si integra come complemento nei portafogli, apportando diversificazione attraverso esposizione a imprese in crescita non quotate con potenziale di creazione di valore nel lungo periodo. In un contesto in cui i rendimenti attesi delle classi di attivi tradizionali sono sotto pressione, il ruolo dell'asset class all'interno dei portafogli dovrebbe continuare a crescere. Questa evoluzione presuppone tuttavia un approccio rigoroso, selettivo e allineato



ESPOSIZIONE MARGINALE

Nonostante il suo sviluppo, l'accesso al private equity rimane altamente impari. Mentre gli investitori istituzionali e i grandi patrimoni vi destinano una quota significativa dei propri portafogli, l'esposizione degli investitori private resta marginale.

Questa situazione si spiega principalmente con vincoli di accesso storici (ticket elevati, complessità operativa, mancanza di trasparenza), ma anche con un

agli orizzonti di investimento da parte dei risparmiatori.

Più che una tendenza congiunturale, lo sviluppo del private equity riflette una trasformazione strutturale dei mercati finanziari: una quota crescente del valore si crea ormai al di fuori dei mercati quotati. Comprendere questa dinamica diventa, quindi, una questione centrale per quegli investitori che desiderano cogliere le nuove frontiere della finanza.

Decelera ancora la propensione al rischio

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

A inizio luglio, l'economia globale resta in un regime di rallentamento: la crescita è ancora superiore al trend, ma continua a perdere slancio. Il calo dei prezzi dell'energia e una politica monetaria più restrittiva hanno ridotto le aspettative di inflazione, mentre l'aumento dei tassi reali segnala condizioni finanziarie più rigide. Manteniamo quindi un sovrappeso al rischio azionario rispetto al reddito fisso, ribadendo l'importanza della diversificazione geografica e settoriale.

SEGNALI DI RALLENTAMENTO

Gli asset rischiosi hanno registrato una pausa nella sovraperformance, pur in un contesto di fondamentali ancora solidi, con il superciclo dell'intelligenza artificiale che continua a sostenere gli utili: nel primo trimestre 2026, l'85% delle società dell'S&P 500 ha superato le stime sugli utili per azione, con il settore informatico in crescita del 54%. Anche le indicazioni per il secondo trimestre restano favorevoli. Sul fronte geopolitico, gli sviluppi in Medio Oriente sono migliorati grazie a trattative per il cessate il fuoco e accordi di pace, mentre lo Stretto di Hormuz ha ripreso il transito delle petroliere. I flussi

restano però inferiori ai livelli pre-conflitto e i danni alle infrastrutture energetiche mantengono incertezza sui tempi di normalizzazione, con il rischio che i prezzi dell'energia restino elevati più a lungo. La crescita globale, misurata dagli indicatori economici anticipatori, resta sopra il trend, ma in rallentamento. Gli Stati Uniti rimangono l'area più resiliente, mentre le economie sviluppate ex-Usa mostrano un percorso simile di moderazione, con una fiducia dei consumatori ancora debole. Il nostro framework conferma quindi un regime di rallentamento, caratterizzato da crescita superiore al trend e propensione al rischio in decelerazione.

LE ASPETTATIVE D'INFLAZIONE

Il momentum dell'inflazione ha rallentato in modo significativo, soprattutto grazie al calo dei costi energetici. L'allentamento delle pressioni sui prezzi, insieme a un orientamento più restrittivo delle banche centrali, ha ridotto le aspettative di inflazione a breve termine: gli swap sull'inflazione sono scesi di quasi 60 punti base dall'inizio del mese e anche i tassi di pareggio si sono mossi nella stessa direzione. Il calo delle aspettati-

ve di inflazione si è accompagnato a un aumento dei tassi reali, segnalando un cambiamento nell'equilibrio dei rischi macroeconomici. Le pressioni inflazionistiche legate all'energia si stanno attenuando, mentre la politica monetaria restrittiva è diventata il principale vincolo per i mercati, irrigidendo le condizioni finanziarie. Per gli asset allocator, tassi reali più elevati frenano l'assunzione di rischio, ma rafforzano il ruolo della duration come strumento di diversificazione del portafoglio.

DOLLARO MENO ATTRATTIVO

Dopo il calo dei prezzi dell'energia, anche il segnale sul dollaro statunitense è cambiato, riflettendo il miglioramento dei dati economici internazionali. Il sentiment è migliorato soprattutto in Europa, sostenuto da prezzi energetici più stabili, mercato del lavoro resiliente e consumi stabili. Ciò riduce l'attrattiva del dollaro e favorisce una preferenza più equilibrata tra Stati Uniti e mercati sviluppati ex-USA, nonché tra mercati sviluppati ed emergenti. A livello valutario, quindi, il posizionamento sul dollaro statunitense passa da sovrappeso a sottopeso.



DANIEL ZANIN
senior analyst, investment research
Invesco

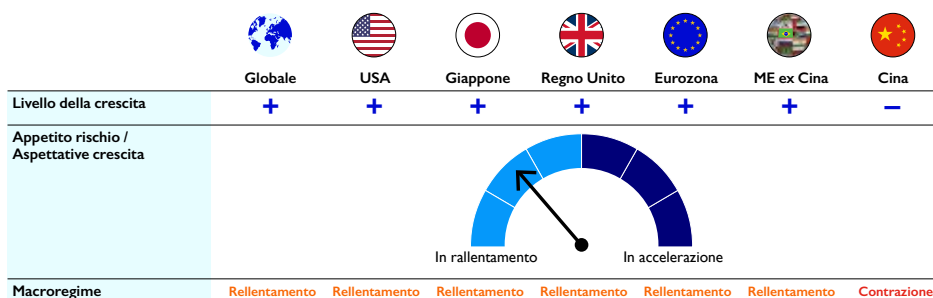


DAVID AUJA
portfolio manager
Invesco

NEUTRALI AL RISCHIO

Pur non indicando una contrazione di fine ciclo, questo contesto richiede diversificazione nelle decisioni d'investimento. Storicamente, fasi simili hanno prodotto rendimenti modesti, ma positivi, e una convergenza tra asset sensibili alla crescita e asset difensivi. Nel complesso, l'attuale combinazione di una forza economica di supporto e di un trend positivo, seppure moderatamente in decelerazione, del sentiment di rischio sostiene il mantenimento del regime di rallentamento. In questo scenario manteniamo un orientamento complessivamente neutrale al rischio rispetto al benchmark, con attenzione alla gestione del rischio e alla diversificazione. Il posizionamento preserva opzionalità, consente di partecipare a eventuali ulteriori rialzi e individua opportunità di valore relativo. Manteniamo un moderato sovrappeso alle azioni rispetto al reddito fisso, privilegiando la difensività rispetto all'accelerazione ciclica. Nell'azionario, sovrappesiamo fattori

IL NOSTRO QUADRO MACROECONOMICO IN SINTESI



Fonte: Invesco



difensivi come qualità e bassa volatilità, più resilienti nei regimi di rallentamento, mentre da un punto di vista settoriale privilegiamo la tecnologia dell'informazione, la sanità e i beni di prima necessità, riducendo l'esposizione alle aree più cicliche. A livello regionale, attenuiamo la preferenza per gli Stati Uniti rispetto ai mercati sviluppati ex-USA e per i mercati sviluppati rispetto agli emergenti.

Nel reddito fisso, manteniamo un moderato sottopeso al credito e un sovrappeso alla duration, utile come copertura contro i rischi al ribasso sulla crescita. La moderazione dell'inflazione e delle aspettative implicite ci porta a ridurre la preferenza per i titoli indicizzati all'inflazione a favore dei Treasury nominali, poiché rendimenti reali più elevati aumentano la probabilità di rendimenti nominali più bassi in caso di ulteriore rallentamento. Nei mercati valutari, passiamo a un sottopeso sul dollaro statunitense, poiché il miglioramento della crescita internazionale ne riduce l'attrattiva e la convergenza dei tassi attenua il vantaggio di carry.

Nei mercati sviluppati privilegiamo dollaro canadese, euro, yen giapponese, corona norvegese e dollaro di Singapore. Negli emergenti, preferiamo valute ad alto rendimento con valutazioni interessanti come rupia indiana, rupia indonesiana, ringgit malese, dollaro taiwanese e baht thailandese.

Considerazioni sui rischi

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

Informazioni importanti

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

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

La vestaglia nuova di Diderot

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

Diderot e D'Alembert è una coppia indissolubile impressa nelle nostre menti fin dai banchi di scuola, come Marx ed Engels, Watson e Crick (gli 'scopritori' del Dna), Franchi e Ingrassia o Battisti e Mogol. Ma ciascuno di loro ebbe anche un'esistenza autonoma. Denis Diderot, direttore dell'*Encyclopédie* e tra le menti più brillanti dell'Illuminismo francese, visse a lungo in ristrettezze in una soffitta parigina affollata di libri, stampe senza cornice e mobili spartani, avvolto in una vecchia vestaglia blu, amatissima nonostante fosse logora. Nel 1769 la sua mecenate Madame Geoffrin, credendosi generosa, gliene regalò una nuova, di seta scarlatta. Il filosofo ne rimase sorpreso e turbato. E scrisse allora una deliziosa elegia in prosa, "Rimpianti sopra la mia vecchia veste da camera, ovvero avvertimento a coloro che hanno più gusto che fortuna", in cui piangeva l'indumento perduto come si piange un amico: «Aderiva alle pieghe del mio corpo senza infastidirlo. Ero il signore assoluto della mia vestaglia; sono diventato lo schiavo della nuova». Il perché è presto detto. L'indumento, così elegante, faceva sembrare improv-

visamente misero tutto ciò che lo circondava: la scrivania scrostata, la sedia di paglia, il tappeto sdrucito. Diderot finì, infatti, per sostituire l'intero arredamento dello studio, scrivania, poltrona, specchio, pendola, per adeguarlo a quel regalo. Un vero disastro finanziario, raccontato con ironia filosofica e una lucidità psicologica sorprendente per l'epoca, per chi, seppure famoso, viveva dando ripetizioni.

L'EFFETTO DIDEROT...

Oltre due secoli dopo, nel 1986, l'antropologo canadese Grant McCracken riporta questo aneddoto in un articolo sul *Journal of Consumer Research* e due anni dopo nel libro "Culture and Consumption" dedica un intero capitolo alle "Diderot Unities" e a quello che definisce "Effetto Diderot". La sua idea è semplice. Gli oggetti che possediamo non vivono isolati; formano insieme coerenti, detti "unità diderotiane", in cui ogni pezzo rafforza il senso degli altri mediante lo stile, la qualità, il livello di status che assieme rappresentano. Se un nuovo elemento minaccia questa coerenza, secondo l'autore la reazione può essere di due tipi. Il consumatore può evitarne l'acquisto, che destabilizzerebbe il nucleo già posseduto, proprio per non innescare un processo a catena; oppure, come accadde al grande illuminista, avviene una trasformazione totale: l'oggetto nuovo genera un effetto domino che tenta di rico-



Diderot ritratto da Dmitrij Levitskij nel 1773

stituire l'intero insieme a un livello superiore. Lo smartphone ultimo modello, ad esempio, 'chiama' la sostituzione della custodia di due anni prima, poi degli auricolari, poi forse dell'auto, poiché dotata di bluetooth. Nessuna di queste spese era pianificata e tutte, prese singolarmente, sembrano perfettamente ragionevoli. McCracken inserisce il fenomeno in una cornice più ampia, quella del significato culturale dei beni di consumo: gli oggetti non sono solo strumenti, ma portatori di senso, che si sposta continuamente dal mondo culturale agli oggetti e da questi ultimi a chi li possiede. Per questo motivo, i grandi marchi del lusso, e non solo essi, costruiscono de-

* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

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

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



FABRIZIO PIROLLI

**esperto di formazione bancaria
e assicurativa**

liberatamente “unità diderotiane” complete: non vendono un singolo capo, ma un intero mondo coerente di abbigliamento, accessori,

“*La vera libertà finanziaria non sta nel potersi permettere un set coordinato, ma nel sapere guardare un oggetto splendido e decidere che la nostra vecchia vestaglia va benissimo così com'è*”

persino vacanze e arredo, in cui ogni elemento richiama e giustifica gli altri. Comprare un solo pezzo di quel mondo significa, prima o poi, sentirsi spinti a completarlo.

... E L'EFFETTO ZEIGARNIK

A chi abbia un minimo di familiarità con la psicologia della Gestalt verrà certamente in mente, a questo proposito, il lavoro di Bluma Zeigarnik che nel 1927, a Berlino, sotto la supervisione di Kurt Lewin, aveva pubblicato uno studio nato da una semplice osservazione. In un ristorante affollato, un cameriere ricordava con precisione tutte le ordinazioni non ancora servite, ma nulla di quelle già concluse. Le operazioni incompiute, dunque, restano attive nella mente, generando uno stress psicologico che spinge a completarle; quelle terminate, invece, vengono semplicemente archiviate e dimenticate. È il meccanismo (detto “cliffhanger”) che sta dietro alle serie televisive: un episodio interrotto nel punto di massima tensione resta ‘aperto’ nella mente dello spettatore che, pertanto, si sente spinto a guardare la puntata successiva per chiudere



PIER TOMMASO TRASTULLI

consulente finanziario

re quel cerchio. Questo fenomeno, definito “Effetto Zeigarnik”, condivide col precedente la stessa radice psicologica: la mente percepisce lo stato di non finitezza come una sollecitazione da risolvere che genera comportamenti orientati al completamento. Per la psicologa lituana l'incompletezza riguarda la memoria di un'azione interrotta; per lo scrittore francese, invece,

attiene a un gruppo di oggetti reso incoerente da un intruso. Non sembra un'analogia azzardata, giacché alcuni recenti studi di marketing iniziano a valutare i due effetti come meccanismi paralleli che convergono sullo stesso comportamento d'acquisto, non a caso definito “completamento dell'insieme”.

LO DICE IL MACHINE LEARNING

D'altronde nel 2024 l'effetto Diderot ha smesso di essere solo un'intuizione antropologica ed è diventato un dato misurabile. In quell'anno, infatti, sul “Journal of Marketing Analytics” tre accademici portoghesi hanno analizzato le tecniche di machine learning applicate ai dati reali di shopping su un grande rivenditore online per verificare se l'acquisto in una categoria di prodotto modifichi davvero la probabilità di altri successivi e non pianificati nella medesima area. È una delle poche ricerche, viene sottolineato, a validare empiricamente un bias comportamentale attraverso l'analisi di dati complessi, invece che con i tradizionali metodi qualitativi utilizzati in questo campo come interviste e questionari. Il risultato confermato statisticamente è esat-

tamente quello che Diderot aveva intuito scrivendo della sua vestaglia: chi acquista un prodotto di un determinato settore merceologico (nello studio è il computer portatile) mostra una probabilità, misurabile e misurata, più alta di effettuarne, nelle settimane successive, altri, complementari e non programmati, nella stessa categoria, soprattutto quando il consumatore si trova già in quella che i ricercatori chiamano “spending mindset”, cioè una disposizione mentale orientata alla spesa.

Gli autori evidenziano, infine, che questo meccanismo, una volta isolato statisticamente, diventa uno strumento utilizzabile dai professionisti del marketing, sia per creare valore sia, va detto con franchezza, per orientare deliberatamente il comportamento d'acquisto dei consumatori. I sistemi di raccomandazione delle grandi piattaforme di e-commerce, i widget “comprati insieme di frequente”, i suggerimenti che compaiono subito dopo una spesa, non sono ingenui: sfruttano scientificamente la stessa tensione psicologica che 250 anni fa spinse un filosofo povero a rovinarsi a causa di un capo d'abbigliamento che gli era stato donato. Come regolarsi, pertanto, quando veniamo presi dall'impulso di un acquisto improvviso?

QUALCHE UTILE SUGGERIMENTO

Ecco qualche utile suggerimento tratto dal sito del Museo del Risparmio di Torino. Innanzitutto occorre sviluppare una sana autoconsapevolezza, per accorgersi quando il desiderio di comprare non è semplicemente l'onda d'urto generata da un acquisto precedente. In secondo luogo, congelare l'impulso, rimandando lo shopping di un giorno o due: nella maggior parte dei casi l'entusiasmo iniziale svanirà, aiutandoci a capire se quel bene ci serva davvero. Chiedersi, poi, se quel prodotto migliorerà la nostra quotidianità o se la sua modernità farà sembrare ‘vecchio’ tutto il resto. Imporsi, inoltre, il ricambio forzato: se un nuovo articolo entra in casa, uno vecchio deve uscirne. Ciò ci costringerà a riflettere se la novità valga davvero il sacrificio di separarci da qualcosa che già possediamo, ponendo un limite naturale all'accumulo. Scegliere, infine, gli oggetti in base alla loro funzione e non al loro valore di status sociale. Il succo della questione, in sostanza è questo: la vera libertà finanziaria non sta nel potersi permettere un set coordinato, ma nel sapere guardare un oggetto splendido e decidere che la nostra vecchia vestaglia va benissimo così com'è. Soprattutto quando siamo noi a volerla cambiare e non ci viene regalata come al povero Diderot!

Un ecosistema industriale globale

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



La space economy sta evolvendo da settore prevalentemente pubblico a ecosistema industriale globale guidato da investimenti privati, innovazione tecnologica e commercializzazione dei servizi. La cosiddetta new space economy sta riducendo le barriere all'ingresso e favorendo nuovi modelli di business.

Secondo la "Stanford Emerging Technology Review 2026", il mercato globale ha raggiunto circa 600 miliardi di dollari nel 2024 e potrebbe superare 1.800 miliardi entro il 2035, con una crescita media annua del 7%. Il valore del settore deriva sempre più dai servizi digitali basati su infrastrutture spaziali, quali navigazione, osservazione della Terra, telecomunicazioni e difesa. Parallelamente, la competizione tra Stati Uniti, Cina ed Europa sta rendendo lo spazio un'infrastruttura strategica per sicurezza, autonomia tecnologica e competitività industriale.

La space economy comprende tutte le attività economiche legate allo sfruttamento dello spazio e si articola in tre segmenti: upstream, dedicato alla produzione e al lancio dei sistemi spaziali; midstream, che si occupa della gestione delle infrastrutture orbitali; downstream, che comprende i servizi basati sui dati satellitari.

Quest'ultimo rappresenta il comparto più dinamico. Secondo Euspa, il mercato dei servizi Gnsr crescerà da oltre 300 miliardi di euro nel 2024 a più di 580 miliardi nel 2034, mentre quello dell'earth observation passerà da 3,5 a 7,9 miliardi di euro, trainato dalle applicazioni nei settori dell'a-

gricoltura, dell'energia, delle infrastrutture e del monitoraggio ambientale.

La riduzione dei costi di lancio, resa possibile dai vettori riutilizzabili, e la diffusione delle costellazioni di piccoli satelliti stanno trasformando l'industria spaziale. Tra i comparti più dinamici figurano l'earth observation, sostenuta dalla crescente domanda di dati geospaziali, e i servizi Gnsr, destinati a raggiungere circa 10 miliardi di ricevitori entro il 2034.

Cresce, inoltre, il ruolo delle telecomunicazioni satellitari sicure (secure satcom) e della space situational awareness, indispensabili per garantire connettività resiliente, monitoraggio dei detriti orbitali e sicurezza delle operazioni spaziali.

Gli Stati Uniti mantengono la leadership grazie a un ecosistema che integra agenzie governative, grandi imprese aerospaziali e operatori della new space economy. L'Unione Europea rafforza la propria autonomia strategica attraverso programmi quali Galileo, Copernicus e Iris², mentre la Cina continua ad aumentare investimenti, capacità di lancio e sviluppo delle costellazioni satellitari. Anche India, Giappone, Corea del Sud e diversi Paesi del Medio Oriente stanno incrementando gli investimenti, riconoscendo nello spazio un settore strategico per la competitività tecnologica.

Lo sviluppo della space economy è sostenuto dalla riduzione dei costi di accesso allo spazio, dalla diffusione delle costellazioni in orbita bassa (Leo) e dall'integrazione dell'intelligenza artifi-

ciale, che rende più efficiente l'elaborazione dei dati satellitari e abilita nuovi servizi ad alto valore aggiunto. A questi fattori si affiancano l'aumento delle tensioni geopolitiche, la crescente domanda di infrastrutture resilienti e la necessità di monitorare il cambiamento climatico, elementi che stanno consolidando il ruolo dello spazio come uno dei mercati tecnologici più strategici del prossimo decennio.

ANALISI SWOT

Punti di forza

Il principale punto di forza del settore è il ruolo sempre più strategico delle infrastrutture spaziali per l'economia globale. I servizi di navigazione, telecomunicazione e osservazione della Terra sono ormai indispensabili per trasporti, energia, finanza, agricoltura e difesa, mentre la digitalizzazione ne accresce ulteriormente l'importanza.

Un ulteriore elemento di competitività è rappresentato dalla riduzione dei costi di accesso allo spazio, favorita dai lanciatori riutilizzabili, dalla miniaturizzazione dei satelliti e dalla standardizzazione della produzione. Parallelamente, l'integrazione tra tecnologie spaziali, cloud e intelligenza artificiale consente di trasformare grandi quantità di dati satellitari in servizi ad alto valore aggiunto, spostando progressivamente il valore economico dall'hardware ai servizi digitali.

Punti di debolezza

Il settore rimane fortemente capital intensive: lo sviluppo di infrastrutture spaziali richiede investimenti elevati e tempi di ritorno lunghi, con una significativa dipendenza dai programmi governativi.

A ciò si aggiungono la concentrazione della supply chain in pochi paesi e operatori e la crescente congestione delle orbite basse, che aumenta la complessità della gestione del traffico spaziale e i costi operativi.

Opportunità

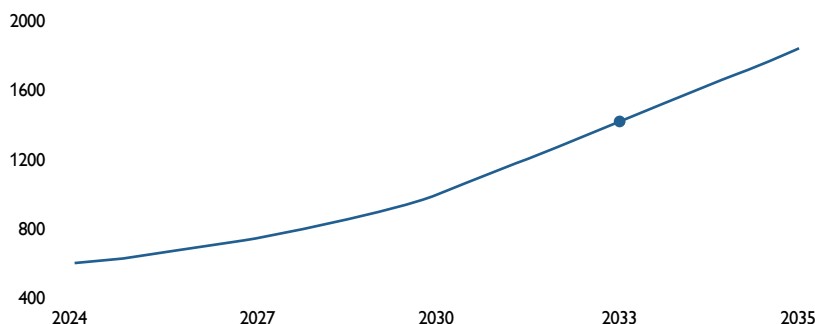
Le prospettive di crescita sono sostenute dall'espansione della domanda di servizi basati sui dati satellitari in ambiti quali agricoltura di precisione, monitoraggio ambientale, infrastrutture, logistica e sicurezza.

Le costellazioni in orbita bassa e programmi come Iris² stanno creando nuove opportunità nelle telecomunicazioni satellitari, mentre l'integrazione dell'intelligenza artificiale consente di automatizzare l'analisi delle immagini, migliorare la gestione delle costellazioni e sviluppare nuovi servizi digitali ad alto valore aggiunto.

FIGURA 1 – EVOLUZIONE PREVISTA DELLA SPACE ECONOMY MONDIALE (2024–2035)

Crescita della space economy mondiale

Valore stimato del mercato globale (miliardi di dollari)

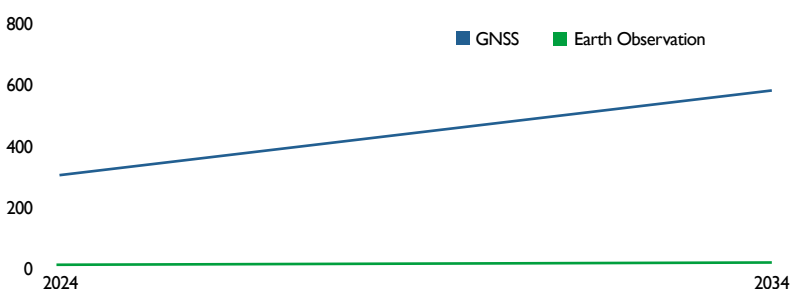


Il grafico evidenzia la forte crescita prevista dell'economia spaziale globale, il cui valore dovrebbe triplicare passando da circa 600 miliardi di dollari nel 2024 a circa 1,8 trilioni di dollari entro il 2035. - Fonte: Stanford Emerging Technology Review 2026.

FIGURA 2 – CRESCITA PREVISTA DEI MERCATI DOWNSTREAM DELLA SPACE ECONOMY

Mercati downstream: GNSS ed Earth Observation

Confronto tra i ricavi globali previsti nel 2024 e nel 2034

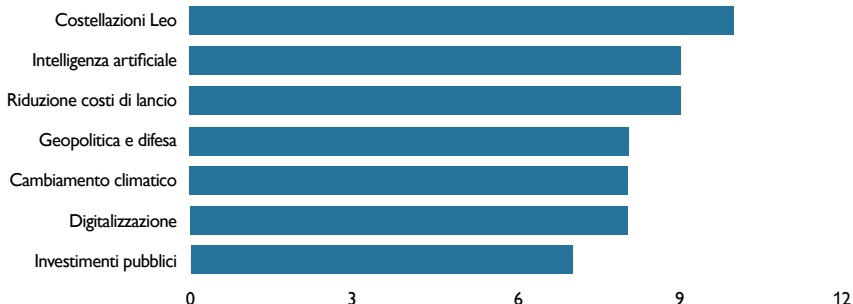


Il grafico mette a confronto le due principali componenti del mercato downstream analizzate da Euspa. Il segmento Gns continuerà a rappresentare il comparto economicamente più rilevante, con ricavi destinati a crescere da oltre 300 miliardi a oltre 580 miliardi di euro entro il 2034. - Fonte: Eu Space Market Report 2026.

FIGURA 3 – PRINCIPALI DRIVER DELLA CRESCITA DELLA SPACE ECONOMY

Impatto relativo dei principali driver di crescita

Valutazione qualitativa (indice 1-10) basata sull'analisi dei report



Il grafico sintetizza i principali fattori che alimentano lo sviluppo del mercato spaziale. Le costellazioni in orbita bassa rappresentano il principale elemento trasformativo, poiché rendono possibili nuovi servizi di telecomunicazione, osservazione della Terra e Internet satellitare. Seguono l'adozione dell'intelligenza artificiale, che aumenta il valore economico dei dati satellitari, e la riduzione dei costi di lancio, favorita dai vettori riutilizzabili.

Fonti grafici: Stanford Emerging Technology Review 2026; EU Space Market Report 2026.

Minacce

La principale minaccia deriva dal crescente confronto geopolitico tra le maggiori potenze spaziali, che sta accelerando la militarizzazione dello spazio e aumentando il rischio di frammentazione tecnologica.

Ulteriori criticità riguardano la proliferazione dei detriti spaziali, che rende sempre più complessa

la gestione delle orbite, e l'incertezza normativa internazionale, che potrebbe rallentare gli investimenti e l'espansione del mercato.

ANALISI DEI RISCHI GEOPOLITICI

Negli ultimi anni il contesto geopolitico ha modificato profondamente la percezione strategica dello spazio. Le infrastrutture spaziali non

rappresentano più esclusivamente strumenti scientifici o commerciali, ma costituiscono elementi fondamentali della sicurezza economica e nazionale.

Il confronto tra Stati Uniti e Cina rappresenta oggi il principale fattore di trasformazione del settore. Entrambe le potenze stanno investendo nello sviluppo di costellazioni satellitari, capacità di lancio riutilizzabili, infrastrutture lunari e tecnologie dual use, con l'obiettivo di consolidare la propria leadership tecnologica e strategica.

Parallelamente, il conflitto in Ucraina ha evidenziato il ruolo centrale dei sistemi satellitari nelle operazioni militari moderne. Le immagini di osservazione terrestre, le comunicazioni satellitari e i servizi di navigazione sono diventati componenti essenziali delle capacità operative, rafforzando ulteriormente l'interesse degli stati verso investimenti nello spazio.

L'Unione Europea ha risposto a questa evoluzione rafforzando i propri programmi spaziali attraverso Galileo, Copernicus, GovaSatcom e Iris², con l'obiettivo di ridurre la dipendenza tecnologica da operatori extraeuropei e aumentare la resilienza delle infrastrutture critiche.

Accanto alla competizione strategica emergono nuovi problemi legati alla governance dello spazio. L'aumento del numero di satelliti rende necessario sviluppare sistemi condivisi di Space Traffic Management, nuove regole internazionali per la gestione delle orbite e meccanismi di cooperazione destinati a limitare il rischio di collisioni e conflitti.

TREND TECNOLOGICI

L'evoluzione della space economy è sostenuta da quattro grandi direttrici tecnologiche che stanno modificando profondamente il settore.

La prima riguarda la diffusione dei lanciatori riutilizzabili, che hanno drasticamente ridotto il costo di accesso allo spazio e aumentato la frequenza

delle missioni commerciali. Questa innovazione ha reso economicamente sostenibili modelli di business che fino a pochi anni fa risultavano proibitivi.

La seconda direttrice è rappresentata dalla miniaturizzazione dei satelliti. La diffusione di cubesat e smallsat consente di realizzare costellazioni distribuite, migliorando resilienza, frequenza di osservazione e rapidità di aggiornamento dei dati.

Il terzo trend riguarda la crescente integrazione dell'intelligenza artificiale. L'AI viene oggi utilizzata per classificare automaticamente immagini satellitari, individuare anomalie ambientali, prevedere guasti dei satelliti e supportare la gestione autonoma delle costellazioni. I report di Isg e di Deloitte evidenziano che l'adozione dell'intelligenza artificiale sta progressivamente passando dalla sperimentazione alla produzione industriale, favorendo applicazioni sempre più sofisticate nei settori ad alta intensità informativa.

Infine, assume crescente rilevanza lo sviluppo dei servizi in-orbit servicing, destinati alla manutenzione, al rifornimento, al prolungamento della vita operativa dei satelliti e, nel medio periodo, alla rimozione dei detriti spaziali. Anche se ancora in una fase iniziale, questo comparto potrebbe rappresentare uno dei nuovi mercati ad alto potenziale della space economy nel prossimo decennio. Nel loro insieme, questi trend confermano che la competizione futura non si concentrerà esclusivamente sulla capacità di raggiungere lo spazio, ma soprattutto sulla capacità di gestire grandi infrastrutture orbitali, trasformare dati in servizi digitali e integrare tecnologie spaziali con intelligenza artificiale, cloud computing e reti di telecomunicazione avanzate.

SCENARI EVOLUTIVI DEL MERCATO

L'elevata incertezza tecnologica e geopolitica della space economy rende opportuno adottare un

approccio basato su scenari alternativi. A tal fine viene utilizzata la metodologia analysis of competing hypotheses, che confronta diverse ipotesi evolutive valutandone la coerenza rispetto agli indicatori osservabili. L'analisi individua tre possibili scenari per il periodo 2025-2035.

SCENARIO 1 – Accelerazione della new space economy

La crescita del mercato supera le attuali previsioni grazie alla continua riduzione dei costi di accesso allo spazio, alla diffusione delle costellazioni Leo e all'espansione dei servizi downstream. L'integrazione tra dati satellitari e intelligenza artificiale favorisce nuove applicazioni nei settori dell'agricoltura, dell'energia, della logistica e della finanza, mentre accordi internazionali sulla gestione del traffico spaziale riducono i rischi operativi.

SCENARIO 2 – Crescita ordinata e consolidamento

Considerato lo scenario più probabile, prevede una crescita in linea con le attuali stime di mercato, sostenuta dagli investimenti pubblici e dalla maturazione della new space economy. Il settore evolve verso una maggiore concentrazione industriale, con il rafforzamento dei principali operatori e il consolidamento delle start-up. Le tensioni geopolitiche rimangono gestibili e l'intelligenza artificiale diventa uno strumento standard per l'elaborazione dei dati satellitari.

SCENARIO 3 – Frammentazione geopolitica

Lo scenario più critico ipotizza un aumento delle tensioni internazionali, con restrizioni tecnologiche, frammentazione delle infrastrutture spaziali e crescente militarizzazione dello spazio. La gestione delle orbite e l'assenza di regole condivise aumentano i costi operativi e rallentano gli investimenti privati. Le risorse pubbliche si concentrano prevalentemente su applicazioni di difesa, mentre la crescita del mercato commerciale risulta inferiore alle attese e lo sviluppo dell'intelligenza artificiale procede più lentamente a causa della limitata cooperazione internazionale.

L'analisi evidenzia che lo scenario 2 presenta il più elevato grado di compatibilità con gli indicatori oggi osservabili. La crescita della space economy appare infatti sostenuta da solide dinamiche tecnologiche e industriali, ma rimane condizionata da un contesto geopolitico che rende improbabile una completa liberalizzazione del settore nel breve periodo.

TAB. 1- MATRICE DI INCOERENZA

Indicatore	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3
Riduzione del costo di lancio	+1	+1	0
Crescita delle costellazioni Leo	+1	+1	-1
Diffusione dell'AI nei servizi spaziali	+1	+1	0
Crescita degli investimenti privati	+1	+1	-1
Aumento della domanda downstream	+1	+1	0
Accordi internazionali sul traffico spaziale	+1	0	-1
Aumento delle tensioni geopolitiche	-1	0	+1
Restrizioni commerciali sulle tecnologie	-1	0	+1
Incremento dei detriti spaziali	-1	0	+1
Consolidamento industriale	0	+1	+1
Investimenti pubblici in difesa spaziale	0	+1	+1

Chi vince anche con l'inflazione

di Arianna Caviglioli

Il potere di prezzo, cioè la capacità di trasferire i rincari sui listini senza che i clienti scappino, non è distribuito a caso. Nasce da un vantaggio strutturale, un "fossato" (moat) che protegge l'azienda dalla concorrenza. Il tema è esploso con l'ondata inflativa del 2021-2023: mentre i costi salivano per tutti, ma solo le imprese capaci di alzare i prezzi senza perdere volumi hanno difeso i margini. Lo aveva previsto **David Kostin**, capo strategist azionario Usa di **Goldman Sachs**: «Se l'inflazione resta alta mentre la crescita rallenta, le aziende con forte potere di prezzo sono le meglio posizionate per difendere i margini». Capire quali sono significa riconoscere il meccanismo che le rende intoccabili, più che il settore in cui operano. I meccanismi principali sono cinque, più un caso a parte.

MONOPOLI

Il potere di prezzo più puro nasce dall'assenza di concorrenti. L'olandese Asml è di fatto l'unica al mondo a produrre le macchine di litografia ultravioletta estrema (Euv) indispensabili per i chip più avanzati: chi vuole produrre semiconduttori di ultima generazione deve passare da qui. Tsmc detiene una posizione quasi monopolistica nella produzione fisica di quegli stessi chip, mentre Synopsys e Cadence formano un duopolio sul software di progettazione. E, negli Stati Uniti, Fair Isaac (Fico) possiede lo standard del punteggio di credito: l'intero sistema finanziario americano è costruito attorno al suo numero e nessuno può permettersi di rinunciarvi.

EFFETTO RETE

Poi ci sono gli effetti di rete: più utenti hanno, più diventano indispensabili. Il caso da manuale è il duopolio dei pagamenti Visa-Mastercard, i

cui circuiti collegano miliardi di carte a decine di milioni di esercenti: nessun nuovo entrante può ricostruire quella rete da zero e il risultato è margini operativi oltre il 60%. Logica simile per i dati finanziari: S&P Global e Moody's dominano il rating (un'emissione obbligatoria richiede di fatto il loro giudizio), mentre Msci licenzia gli indici su cui sono costruiti migliaia di fondi. Borse e banche dati come Ico, Cme, London Stock Exchange Group e Relx completano il quadro.

IL LUSSO

Nel lusso il potere di prezzo tocca l'apice, perché il prezzo elevato non allontana il cliente: lo attrae. Hermès è l'esempio estremo, con liste d'attesa per le borse più ambite e un margine lordo attorno al 70%. Ferrari applica la stessa logica all'auto, tenendo deliberatamente la produzione sotto la domanda: ogni vettura non costruita rafforza il prezzo delle altre. Dietro di loro Lvmh, Richemont e Kering controllano marchi che non fanno mai saldi.

DOMANDA ANELASTICA

Quando un prodotto è essenziale o crea dipendenza, il consumo non reagisce al prezzo. È il regno del tabacco (Philip Morris International, Altria e British American Tobacco alzano i listini da decenni) e del largo consumo (Coca-Cola, PepsiCo, Nestlé, Procter & Gamble e Unilever). Un caso sottovalutato è McCormick, quasi-monopolista delle spezie: un barattolo di pepe pesa così poco sul carrello che gli aumenti passano inosservati. Simile la forza degli alcolici di Diageo e Brown-Forman, protetti da marchi e scorte invecchiate.

APPICCIICOSITÀ

Nel software il fossato è la scomodità di an-

darsene: migrare costa tempo, denaro e rischi. Microsoft ha incardinato Office e Azure nelle imprese di tutto il mondo; Adobe è lo standard del design; Oracle e Sap gestiscono i sistemi gestionali più "appiccicosi"; Intuit è il quasi-standard fiscale delle piccole imprese Usa. Apple è una variante: l'ecosistema chiuso trattiene gli utenti e consente prezzi premium duraturi.

Ma proprio qui l'intelligenza artificiale sta erodendo le certezze: «Non pensiamo più che le società di software genereranno con quasi assoluta certezza extra-rendimenti nel prossimo decennio», avverte **Dan Romanoff**, senior analyst di **Morningstar**, che ha declassato il giudizio su decine di titoli del settore.

BREVETTI E HI TECH

Un caso a parte è il potere "a scadenza" di brevetti e tecnologia. Novo Nordisk ed Eli Lilly, regine dei farmaci anti-obesità, possono fissare prezzi elevati finché dura il brevetto; poi i generici erodono tutto. Discorso simile per Nvidia: il dominio sui chip per l'AI, blindato dall'ecosistema Cuda, le dà oggi un potere enorme, ma è un vantaggio tecnologico, più contendibile dei monopoli infrastrutturali. La gerarchia è chiara: i fossati più durevoli sono quelli infrastrutturali e dei marchi di status, che il tempo rinforza; quelli tecnologici sono i più esposti. È la prospettiva su cui insiste **Allen Good**, che guida il comitato sui moat di **Morningstar**: «Le notizie possono creare volatilità sui prezzi, ma ciò non significa che la posizione competitiva di un'azienda sia cambiata in modo sostanziale». Resta un'avvertenza: l'elenco indica dove cercare qualità, non cosa comprare. Anche la migliore di queste imprese, pagata troppo, può rivelarsi un cattivo affare. Ma il potere di prezzo resta una delle bussole.

Il ruolo rilevante di compliance e internal audit come presidi di governance

di Antonio Caruccio, associate di Advant Nctm



Esma ha pubblicato gli esiti della Common Supervisory Action (Csa) che si è svolta nel 2025 sulle funzioni di compliance e internal audit dei gestori di fondi. Il Final Report Esma dell'11 maggio 2026 sulle funzioni di compliance e internal audit richiama i gestori di fondi a verificare l'effettività dei propri controlli.

LE FUNZIONI DI COMPLIANCE E INTERNAL AUDIT

Le funzioni di compliance e internal audit non costituiscono un mero corredo organizzativo, né intervengono soltanto quando emergono criticità. Per i gestori di fondi rappresentano il presidio attraverso il quale rendere effettivi i requisiti previsti dalla disciplina Aifmd e Oicvm, individuando e gestendo i rischi di non conformità.

Il Final Report restituisce un quadro complessivamente positivo: le autorità nazionali hanno giudicato soddisfacente il livello di conformità dei gestori esaminati. Tuttavia, sono state evidenziate vulnerabilità ricorrenti che richiedono una governance interna più solida.

NON È SOLO UNA QUESTIONE DI ADEGUAMENTO

Il nodo centrale del report è che procedure formalmente adeguate non bastano.

Esma ha infatti rilevato casi di policy non aggiornate, controlli formulati in termini eccessivamente generali e piani di monitoraggio privi di una metodologia di risk assessment sufficientemente definita e documentata. Un piano di compliance efficace deve dunque indicare i rischi da misurare e, soprattutto, criteri, frequenza e conseguenze dell'accertamento di un'anomalia. Il controllo non può esaurirsi nella reportistica, ma deve tradursi in azioni correttive e nella verifica della loro attuazione.

Merita attenzione il caso dei gestori inseriti in gruppi bancari o finanziari.

L'appartenenza a un gruppo può assicurare competenze e strumenti che un gestore indipendente difficilmente potrebbe sviluppare da solo. Il modello diventa però fragile quando la compliance locale si limita a recepire priorità, policy e valutazioni del rischio elaborate altrove. Esma segnala

“ Il Final Report restituisce un quadro complessivamente positivo: le autorità nazionali hanno giudicato soddisfacente il livello di conformità dei gestori esaminati ”

espressamente il caso di un gestore Ucits nel quale l'analisi di gruppo aveva trascurato profili propri dell'attività locale, quali il risk management, la gestione della liquidità, la valutazione e la delega.

L'appartenenza al gruppo non giustifica una minore attenzione ai rischi del singolo gestore: impone invece che i presidi siano calibrati sulla sua natura, dimensione e complessità e che la valutazione dei rischi consideri prodotti, servizi, canali distributivi e tipologia di investitori.

PRESIDIARE L'ESTERNALIZZAZIONE

Resta centrale il tema dell'esternalizzazione delle funzioni di controllo. Esternalizzare non significa trasferire la responsabilità. Il ricorso a fornitori specialistici o a funzioni di gruppo può essere efficiente, specie per i gestori minori, ma richiede un presidio interno reale.

Occorrono mandati chiari, flussi informativi, evidenza dei controlli svolti e un soggetto interno in grado di valutare risultati ed eventuali carenze. In difetto, la funzione rischia di essere formalmente presente, ma sostanzialmente estranea alle decisioni gestionali.

Inoltre, il report valorizza la qualità del follow-up e il ruolo del consiglio di amministrazione. Le carenze riscontrate riguardano non solo l'individuazione delle anomalie, ma anche tracciabilità, azioni correttive e indicazione delle scadenze. È in questa fase che si misura il coordinamento tra compliance, internal audit, strutture operative e consiglio di amministrazione, chiamato a vigilare anche su piani di audit fondati sui



rischi effettivi del gestore. Per le Sgr, la lezione è semplice: la compliance non deve limitarsi a segnalare, ma deve essere coinvolta nelle decisioni organizzative rilevanti e di investimento.

Un'ulteriore indicazione merita attenzione: il presidio deve essere dimostrabile. I registri delle violazioni, le operazioni con parti correlate, i report periodici non rappresentano solo adempimenti documentali, bensì strumenti attraverso cui il gestore può prevenire e correggere i rischi. Non a caso, tra le buone prassi Esma figurano la

consultazione preventiva della compliance per nuovi prodotti o procedure, l'uso di sistemi informatici che rendano tracciabile l'interazione con le funzioni operative e una reportistica che documenti carenze, rimedi, scadenze e relativo follow-up.

In conclusione, la sfida non è moltiplicare controlli e documenti, ma fare delle funzioni di compliance e internal audit presidi effettivi della governance del gestore, capaci di incidere sulle decisioni rilevanti e sulla qualità della gestione collettiva.

Investment Center, una regia per i mercati più complessi

a cura di Arianna Cavigioli

Negli ultimi anni sui mercati si è affermato un nuovo paradigma: rischi globali, macroeconomici e geopolitici convivono con le opportunità dei grandi trend tecnologici, che hanno spinto le borse verso nuovi record. Un contesto che rende ancora più centrali una gestione attiva e portafogli diversificati, costruiti non solo per geografia o asset class, ma anche tenendo conto di variabili geopolitiche, rischi di concentrazione, liquidità e resilienza dei modelli di business.

È per trovare le risposte a queste nuove sfide che Banca Generali si avvale delle competenze del suo Investment Center, punto di riferimento per i professionisti della private bank grazie a un'offerta articolata di soluzioni patrimoniali e financial advisory.

«Il 2026, che ha visto convivere record delle borse e fasi di volatilità, ci ha ricordato una volta di più quanto sia prezioso potere contare su strumenti attivi e flessibili, capaci di affrontare i cambi di contesto con sangue freddo e un'impostazione personalizzata, rispondendo alle esigenze specifiche dei clienti attraverso un'adeguata diversificazione», spiega **Mario Beccaria**, responsabile dell'Investment Center di **Banca Generali**, a Fondi&Sicav.

Qual è l'approccio che vi caratterizza?

«Crediamo che questi strumenti debbano essere realmente diversificati e su misura, capaci di affrontare contesti differenti, dai periodi di rally alle fasi più complesse di volatilità, e di adattarsi anche alle esigenze patrimoniali più articolate. È la filosofia che abbiamo adottato ormai da diversi anni,

quando, nel 2019, abbiamo riorganizzato la nostra area di asset management. Questa impostazione ha riscosso un notevole successo, con oltre 14 miliardi di euro di masse amministrate».

Come traducete concretamente questi principi nei portafogli?

«Abbiamo costituito sette team, differenziati in base a quattro parametri: target, universo investibile, stile di investimento e cliente di riferimento. Ogni squadra è responsabile di diverse linee con caratteristiche e strategie peculiari, veri e propri "silos verticali" ben distinti. A questa specializzazione associamo la possibilità di una struttura multilinea, ossia la combinazione di più soluzioni in funzione del profilo del cliente e delle sue esigenze. Inoltre, siamo costantemente al lavoro per sviluppare nuove proposte adatte alla fase di mercato».

Di recente avete introdotto una nuova soluzione azionaria a capitale protetto. Di cosa si tratta esattamente?

«Bg Solution Obiettivo Protezione ha una durata prefissata di quattro anni, viene collocata attraverso finestre temporali periodiche e si basa sulla selezione attiva di certificati a capitale protetto. Il tutto con il supporto delle competenze di Intermonte nell'hedging dei certificati. Si tratta di una proposta capace di coniugare accesso ai mercati azionari e protezione, in linea con la crescente sensibilità degli investitori verso strumenti che bilancino rendimento e sicurezza. Per noi restare allineati all'evoluzione del settore è una necessità fondamentale».



MARIO BECCARIA
responsabile
dell'Investment center
Banca Generali

Il vostro Investment center ha di recente inserito Donatella Principe, affidandole la guida della neocostituita Macro research. Qual è il ruolo di questa nuova area?

«Il team di ricerca macro ha un duplice ruolo. Il primo riguarda l'elaborazione dei materiali che compongono il quadro macroeconomico di riferimento, a supporto della definizione dell'asset allocation strategica. Il secondo è più orientato alla comunicazione e alla relazione con la rete e offre ai nostri private banker una chiave di lettura degli eventi economici, finanziari e geopolitici. È un tema cruciale, perché riteniamo che la vicinanza tra l'area di asset management e i singoli professionisti sia alla base del nostro lavoro. Affiancarli con una bussola sugli eventi che condizionano i listini è una parte fondamentale di questa relazione».

A proposito di bussola, quale orientamento privilegiate oggi? Con le borse ai massimi, c'è ancora valore da cogliere o è meglio restare in attesa?

«Le piazze azionarie sono sui massimi, sostenute dal miglioramento del quadro geopolitico, dai fondamentali e dalla crescita degli utili societari. Ha quindi senso esporsi all'azionario, ma in modo progressivo, ad esempio tramite piani d'accumulo o fondi Step-in, affiancando strategie attive e ben diversificate. In una fase ancora ricca di incertezze, le soluzioni flessibili consentono di modulare dinamicamente il rischio: più difensive nelle fasi più delicate, più esposte quando le borse riprendono slancio. In mercati più selettivi, la differenza la fanno metodo, flessibilità e capacità di leggere il cambiamento».

Turner e il Lago di Como: quando la luce diventa protagonista

a cura di Emanuela Zini

Ci sono artisti che rappresentano un luogo e altri che riescono a trasformarlo in un'esperienza. Joseph Mallord William Turner appartiene senza dubbio a questa seconda categoria. Nella grande mostra "Turner. L'incanto del lago di Como e del paesaggio italiano", allestita tra Palazzo del Broletto e la Pinacoteca Civica di Como, il maestro del Romanticismo inglese non racconta semplicemente il Lario: lo reinventa attraverso la luce, il colore e il continuo mutare dell'atmosfera.

LA NATURA COME ISPIRAZIONE

L'esposizione, realizzata grazie alla collaborazione tra il Comune di Como e la Tate di Londra, riporta idealmente le opere nei luoghi che le hanno ispirate. Una scelta curatoriale particolarmente efficace, perché permette al visitatore di osservare il paesaggio reale e confrontarlo con quello filtrato dallo sguardo visionario dell'artista. Quando Turner raggiunge l'Italia nel 1819, il Grand Tour rappresenta ancora una tappa fondamentale nella formazione degli artisti europei. Per lui, tuttavia, il viaggio assume un significato diverso.

Non cerca soltanto monumenti o testimonianze dell'antichità classica: è la natura a catturare la sua attenzione. Il Lago di Como, con il continuo dialogo tra montagne, acqua e cielo, diventa un laboratorio ideale dove sperimentare gli effetti della luce e delle condizioni atmosferiche. Le vedute comasche esposte raccontano proprio questa ricerca. Nei primi schizzi emerge ancora una descrizione accurata della morfologia del territorio, ma progressivamente il dato topografico lascia spazio alla percezione. Le monta-

gne sembrano dissolversi nella foschia, le architetture perdono consistenza e l'acqua diventa uno specchio in continua trasformazione, capace di riflettere ogni variazione del cielo. È qui che Turner compie uno dei passaggi più significativi della pittura moderna. Il paesaggio non è più soltanto un soggetto da rappresentare fedelmente, ma diventa un organismo vivo, mutevole, dominato dalla luce, quell'energia luminosa che modifica continuamente la percezione dello spazio.

UN PITTORE MODERNO

La mostra accompagna il visitatore lungo questa evoluzione attraverso acquerelli, studi preparatori e dipinti che documentano oltre vent'anni di rapporto con il territorio italiano. Particolarmente interessanti risultano gli studi cromatici realizzati nei soggiorni del 1842 e del 1843, nei quali la materia pittorica sembra quasi dissolversi. Il colore perde la funzione descrittiva per diventare emozione pura, anticipando sensibilità che saranno sviluppate dagli Impressionisti alcuni decenni più tardi.

Proprio questo aspetto rappresenta uno dei maggiori punti di forza dell'esposizione. Pur concentrandosi sul rapporto tra Turner e il Lago di Como, il percorso riesce a evidenziare la straordinaria modernità del pittore inglese. Monet, Pissarro e gli stessi protagonisti dell'Impressionismo guarderanno alle sue opere riconoscendovi un modo completamente nuovo di interpretare il paesaggio, fondato non sulla precisione del disegno ma sulla vibrazione della luce. Accanto alle vedute del Lario, il percorso si apre



Joseph Mallord William Turner, *Il ramo d'oro*; esposto nel 1834; olio su tela, mm 1041 × 1638; Londra, Tate; © Tate

anche al più ampio paesaggio italiano, ricordando come Venezia, Roma e Napoli abbiano contribuito a definire il linguaggio dell'artista. Tuttavia, è proprio Como a offrire quella sintesi perfetta tra elementi naturali e variazioni atmosferiche che tanto affascinavano Turner. Qui ogni ora del giorno modifica radicalmente il panorama e ogni riflesso diventa occasione per sperimentare nuove possibilità espressive.

IL VALORE CULTURALE DELLA MOSTRA

La mostra assume così un valore culturale più ampio. Celebra uno dei più grandi pittori europei e restituisce centralità a un territorio che, già nell'800, rappresentava una delle mete più amate dai viaggiatori internazionali. Attraverso gli occhi di Turner il Lago di Como non appare come una semplice destinazione turistica, bensì come un luogo capace di ispirare una rivoluzione nel modo di guardare la natura. Uscendo dalle sale del Broletto e della Pinacoteca, basta alzare lo sguardo verso il lago per comprendere quanto poco sia cambiato il fascino di questo paesaggio. Le montagne continuano a emergere dalla foschia, la luce si rifrange sull'acqua con infinite sfumature e il cielo ridisegna continuamente l'orizzonte.

Turner ci ricorda che la natura non è una realtà statica, ma un equilibrio in continua trasformazione, dove luce, atmosfera e colore mutano incessantemente. È proprio in questo dialogo tra l'occhio dell'artista e il paesaggio che risiede l'attualità della sua opera, capace ancora oggi di insegnarci a guardare il mondo con uno sguardo nuovo.

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.



www.fondiesicav.it

CONSULENTI & RETI

«Non vediamo Etf e gestione passiva come una minaccia. Sono strumenti che hanno conquistato uno spazio importante e che possono avere un ruolo nei portafogli. Il punto, però, è sapere gestire l'emotività di fronte alla volatilità dei mercati. Un consulente aiuta il cliente a prendere decisioni corrette quando i mercati salgono e soprattutto quando scendono (...) La consulenza non compete con gli Etf, ma dà senso all'utilizzo degli strumenti, qualunque essi siano»



IGOR GARZESI
direttore generale
Banca Mediolanum

«L'Ai è un acceleratore del consulente, non un sostituto»

a cura di **Alessandro Secciani**

Al centro c'è sempre lui: il family banker. Ma intorno a quella figura (attualmente sono 7.089), cuore del modello di Banca Mediolanum fin dalle origini, tutto si muove. La tecnologia moltiplica dati e informazioni, l'intelligenza artificiale entra nei processi, i mercati alternano euforia e paura, una serie di nuovi prodotti e servizi come gli Etf e il private banking stanno cambiando profondamente il mercato e una nuova generazione di risparmiatori si affaccia con aspettative diverse. Ma come si tiene insieme un modello fondato sulla relazione umana in un contesto che cambia così in fretta? Un altro punto fondamentale è il ricambio generazionale della rete, affrontato in Banca Mediolanum con il programma

Next, che in cinque anni ha avvicinato centinaia di giovani neolaureati alla professione affiancandoli ai banker senior. È inoltre esploso proprio negli ultimissimi anni il delicato equilibrio tra automazione e fiducia, che, attualmente, nella società guidata da Massimo Doris, viene affrontato con la piattaforma Life Planning nel ruolo di "navigatore" patrimoniale. E c'è infine l'allargamento del perimetro ai più giovani, con conti e piani di accumulo pensati per le famiglie, fino alle holding e ai patrimoni d'impresa. Di tutto ciò ha parlato con Fondi&Sicav **Igor Garzesi** che dal 1° gennaio 2024 è direttore generale di **Banca Mediolanum**, dopo avere guidato per anni la controllata spagnola del Gruppo Medio-



lanum, prima come direttore generale e poi come amministratore delegato. Si è laureato in Economia aziendale a Barcellona nel 1994 e ha conseguito un Mba in management a Utrecht. Dal 2016 presiede la Camera di Commercio Italiana di Barcellona. Oggi punta su tecnologia, intelligenza artificiale e il modello di consulenza "Life planning". I risultati sembrano avergli dato ragione, visto che il 2025 si è chiuso con un massimo storico di 156 miliardi di euro di masse amministrate.

Il family banker è il cuore del modello di Banca Mediolanum: come sta evolvendo il profilo del consulente che reclutate oggi rispetto a 10 anni fa? Quali competenze cercate in più?

«Il family banker è al centro del nostro modello da sempre e intorno a lui abbiamo costruito una struttura di specialisti cui ricorrere a seconda dell'esigenza che emerge con il cliente. La novità è che siamo immersi in un contesto che cambia velocemente e su più fronti in contemporanea. Se ancora 10 anni fa si poteva lavorare da soli, oggi è impensabile: il lavoro in team amplia la visione del singolo per accompagnare le famiglie in una gestione integrata del patrimonio, dalla protezione alla previdenza, dagli investimenti al passaggio generazionale. Nei nostri professionisti cerchiamo non solo solide competenze tecniche, ma soprattutto la capacità di costruire relazioni di lungo periodo. Oggi la tecnologia rende disponibili dati, analisi e informazioni in quantità enorme. Il valore

del consulente sta nel dare significato a tutto ciò e trasformarlo in decisioni utili per il cliente. In un mondo in cui l'informazione è abbondante, la fiducia resta il vero valore. Ed è proprio lì che il family banker continua a fare la differenza».

L'età media delle reti è uno dei temi caldi del settore in Italia: quale piano avete per il ricambio generazionale e come gestite il passaggio del portafoglio quando un consulente senior va in pensione? Quanto pesa il reclutamento "da zero" rispetto all'acquisizione di banker già strutturati provenienti da altre reti?

«Il ricambio generazionale non è una sfida futura, è una sfida attuale. Per que-

sto investiamo da anni nella crescita di nuovi professionisti attraverso percorsi formativi strutturati e un affiancamento costante. Nel 2021 abbiamo deciso di avviare un programma, Next, che permette di avvicinare brillanti neolaureati al mondo della consulenza finanziaria attraverso un percorso che alterna formazione in aula con affiancamento sul campo. In questi cinque anni, Next è diventato una linea strategica che oggi conta 744 banker consultant, junior che hanno già frequentato il master nella nostra Corporate university e che lavorano fianco a fianco ai loro senior abbinati. Si tratta di 854 family banker senior, precedentemente formati per diventare mentor e 217 giovani in formazione: un percorso che nel tempo si è consolidato nell'avvio di 28 classi. Next è un patto intergenerazionale che, da una parte, permette che valori, cultura ed esperienza transitino di generazione in generazione in maniera armonica, dall'altra consente di avvicinare i futuri eredi di un patrimonio in maniera naturale, condividendo codici linguistici e approcci tipici delle giovani generazioni. Parallelamente continuiamo ad attrarre professionisti affermati, prevalentemente dal mondo bancario tradizionale, che vedono nel nostro modello un'opportunità per capitalizzare il loro portafoglio in una banca che mette davvero il cliente al centro».

Come rispondete alla pressione sui margini che arriva dagli Etf e dalla gestione passiva?

«Non vediamo Etf e gestione passiva come una minaccia. Sono strumenti che hanno conquistato uno spazio importante e che possono avere un ruolo nei portafogli. Il punto vero è sapere gestire l'emotività di fronte alla volatilità dei mercati. Un consulente aiuta il cliente a prendere decisioni corrette quando i mercati salgono e soprattutto quando scendono. Ridurre il dibattito al costo del prodotto significa guardare solo una parte dell'equazione. Il valore reale si misura sulla capacità di aiutare il cliente a raggiungere i propri obiettivi, di mantenere la disciplina nei momenti difficili e di costruire un patrimonio nel lungo periodo. Dunque, la consulenza non compete con gli Etf, ma dà senso

all'utilizzo degli strumenti, qualunque essi siano».

Come sta cambiando il cliente tipico di Mediolanum? Chi è oggi e chi sarà tra cinque anni?

«A livello sistemico osserviamo l'approdo di nuovi soggetti nella gestione dei risparmi: gli ultimi in ordine di arrivo sono le piattaforme di Ai. Osserviamo, inoltre, una ricchezza finanziaria nazionale che fatica a crescere rispetto agli altri paesi europei e agli Stati Uniti. Il fattore principale è riconducibile a un'errata allocazione dei risparmi che vede il 30% di ricchezza finanziaria ferma nei conti correnti a un tasso di remunerazione prossimo allo zero. In questo scenario, si inserisce un'ulteriore sfida che si concretizzerà nel prossimo decennio. Secondo l'ultimo rapporto di McKinsey, entro il 2035 circa 22 trilioni di dollari saranno trasferiti verso millennial e generazione Z, ridefinendo aspettative, modelli di servizio e dinamiche di relazione nel wealth management. Si tratta di un cambiamento non solo quantitativo, ma anche qualitativo, perché i nuovi wealth holder hanno una diversa percezione del rischio e del valore e ricercano una maggiore integrazione tra obiettivi di vita e gestione del patrimonio. Vedremo, quindi, una presenza sempre più significativa di clienti giovani, abituati a interagire digitalmente, ma che, quando si tratta di prendere decisioni importanti, continuano a cercare una relazione umana solida e competente. In questo contesto, trasparenza, personalizzazione e qualità della consulenza diventeranno elementi sempre più centrali nella costruzione di relazioni durature».

Quanto state puntando su strumenti di Ai per supportare i consulenti e dove vedete il limite tra automazione e relazione umana?

«L'intelligenza artificiale rappresenta una delle più grandi opportunità di evoluzione del nostro settore. Può aumentare l'efficienza, migliorare l'analisi delle informazioni, supportare la personalizzazione del servizio e consentire ai consulenti di dedicare più tempo ai clienti. La stiamo già usando nei proces-

si interni, soprattutto per accelerare la chiusura delle pratiche, ma da un paio d'anni affianchiamo tutti i nostri Family banker con una piattaforma digitale, "Life planning", che traduce gli obiettivi del cliente in un percorso strutturato e misurabile, monitorandone nel tempo l'effettivo grado di raggiungimento e intervenendo in modo dinamico al variare delle condizioni personali e di mercato. L'approccio è il medesimo di un "navigatore" patrimoniale evoluto: una guida strategica che non si limita a definire la rotta, ma la ricalibra continuamente, garantendo coerenza tra obiettivi e scelte anche in contesti complessi e in rapido cambiamento. Ma c'è un punto che considero fondamentale: le persone non affidano il proprio patrimonio a un algoritmo. Affidano il proprio patrimonio a una relazione di fiducia. Per questo vediamo l'Ai come un acceleratore delle capacità del consulente, non come un sostituto. Più tecnologia utilizzeremo, più il fattore umano diventerà un elemento distintivo».

Il robo-advisory in Italia non è mai decollato come altrove: perché secondo voi?

«Quando si parla di patrimonio familiare, successione, protezione e pianificazione, le persone vogliono confrontarsi con qualcuno che conosca la loro storia, i loro obiettivi e le loro preoccupazioni. La tecnologia può rendere il servizio più efficiente, ma non può sostituire quella componente fiduciaria che per noi fa la differenza e che caratterizza il rapporto tra cliente e consulente. Non credo che il futuro sarà una lotta tra umano e digitale, ma una sinergia tra umano e digitale».

Nel vostro recente evento di Torino avete presentato una proposta per la fascia 12-17 anni che include conto, carta di debito e controllo parentale integrato. Come mai questa scelta?

«Perché l'educazione finanziaria non può iniziare da adulti. Le nuove generazioni utilizzano strumenti di pagamento digitali fin da giovanissime e riteniamo importante accompagnarle in questo percorso con strumenti semplici, sicuri e supervisionabili dai genitori. L'obiet-

tivo non è solo offrire un prodotto, ma contribuire a sviluppare una maggiore consapevolezza nella gestione del denaro. È un investimento culturale prima ancora che commerciale».

Avete presentato anche il Piano di accumulo familiare (Paf). Quali sono le differenze fondamentali rispetto ai classici Pac?

«La differenza principale è il cambio di prospettiva. L'obiettivo del Piano di accumulo familiare è aiutare i giovani a costruire gradualmente un capitale, coinvolgendo al tempo stesso la famiglia in un percorso di pianificazione e crescita finanziaria. Il Paf non è solo uno strumento di investimento, ma un modo per sviluppare metodo, disciplina e visione di lungo periodo. Grazie al contributo di genitori e nonni, il Paf favorisce anche il trasferimento di valori e cultura del risparmio tra generazioni. In questo senso, la famiglia non offre soltanto un supporto economico, ma svolge un ruolo educativo fondamentale, aiutando i più giovani a costruire una maggiore consapevolezza finanziaria e a mantenere il focus sui propri obiettivi nel tempo».

E per le persone giuridiche?

Le iniziative per le persone giuridiche nascono da un'esigenza molto concreta: superare la distinzione, spesso artificiale, tra patrimonio personale e patrimonio societario. Per la clientela imprenditoriale, queste due dimensioni sono profondamente interconnesse, ma storicamente sono state gestite in modo separato. Noi abbiamo scelto di fare un passo in più, costruendo un modello che le integri in modo coerente. Si tratta, di fatto, di un'evoluzione naturale del nostro approccio ai grandi patrimoni: estendiamo la consulenza evoluta anche alle società, in particolare holding e veicoli patrimoniali, mantenendo lo stesso focus su investimento, pianificazione e visione di lungo periodo. Non è corporate banking tradizionale. È la stessa logica Mediolanum applicata a un perimetro più ampio: accompagnare l'imprenditore non solo come persona fisica, ma come sistema complessivo di interessi, che include anche le sue strutture societarie. Tutto



ciò ci permette di rafforzare la continuità della relazione e di cogliere una forte complementarità già esistente: molte di queste società, infatti, fanno

capo a clienti che conosciamo già. Il valore, quindi, non sta solo nell'ampliare il perimetro, ma nel gestirlo in modo integrato e più efficace».

Ancora pochi clienti, ma sono asset alla portata di tutti

a cura di **Alessandro Secciani**

Pochi italiani sanno con un minimo di approssimazione che cosa sono gli Eltif, anche tra coloro che investono in maniera costante in fondi comuni o Etf sui mercati azionari. Nonostante ciò, i consulenti hanno cominciato a proporre questa asset class anche ai clienti non particolarmente ricchi: non a caso ci sono società che vendono singole quote anche di 1.000 euro. In pratica, non molto di più del valore di una scommessa. E, comunque, anche a forza di queste scommesse, il mercato italiano degli Eltif ha ormai superato 4,5 miliardi di euro di Aum: certamente non grande cosa rispetto ai 2.630,7 miliardi di patrimonio in prodotti gestiti in Italia (grosso modo sul 2 per 1.000). Per chi opera in questa nicchia,

però, è incoraggiante innanzitutto il fatto che la crescita è oggi abbastanza veloce e, in secondo luogo, che vengono sempre più coinvolti anche i piccoli patrimoni. Al punto che oggi gli Eltif vengono offerti anche da strutture medio piccole. In questo numero, Fondi&Sicav ha intervistato **Vania Serena**, executive director - head of sales & marketing di **Finint Investments**, una società che punta con diversi prodotti e grande convinzione sul private equity, e **Federico Romoli**, responsabile private markets di **Sella Sgr**. Quest'ultima società, a differenza di tutte le altre che sono state intervistate nel corso di questa inchiesta, non colloca prodotti propri, ma solo asset di altre società in totale architettura aperta.

FININT INVESTMENTS

«Sempre più interesse per l'economia reale»



VANIA SERENA
executive director
head of sales & marketing
Finint Investments

La vostra rete colloca degli Eltif? Quanto è strategico nella vostra offerta questo tipo di asset? Si tratta di prodotti di casa o in architettura aperta? E soprattutto, è un mercato destinato a crescere?

Vania Serena: «La nostra rete colloca fondi Eltif e Finint Investments, la Sgr del Gruppo Banca Finint, è stata una delle prime società di gestione a livello nazionale a ottenere l'autorizzazione per istituire e gestire questa tipologia di prodotti. Il nostro razionale strategico si fonda sull'aspirazione di accompagnare la clientela in un percor-

so di avvicinamento ai private market e ai real asset in generale. A oggi, la rilevanza di questi strumenti è legata soprattutto al crescente interesse dei risparmiatori retail verso l'economia reale. Sebbene i volumi di raccolta dei nostri prodotti siano ancora contenuti, il trend mostra una progressione costante. Nel nostro caso specifico, gli Eltif pesano per circa il 2% delle masse complessivamente in gestione, un dato in linea con l'andamento del contesto italiano, che esprime una dimensione complessiva stimata tra i 4 e i 4,5 miliardi di euro. In Europa lo scenario appare più solido e maturo, con una quota che si attesta intorno all'11-12% del totale. Questa espansione,

accelerata nel 2025 dagli effetti dell'introduzione del regolamento Eltif 2.0 nel 2024, consolida il nostro ottimismo sulle prospettive di sviluppo del comparto domestico. La gamma di Finint Investments include prodotti focalizzati su singole asset class, come, ad esempio, private equity o venture capital, e soluzioni multi-strategy con allocazione in fondi. In quest'ultimo caso, investiamo, sia in veicoli gestiti internamente, sia in prodotti di case terze specializzate nel private equity e nel private debt. Riteniamo pertanto che si tratti di un segmento destinato a un'espansione strutturale, per il quale prevediamo un costante allargamento della base di investitori orientati ai real asset».

Quale genere di Eltif offrite: closed end o evergreen? Sono Pir compliant?

Vania Serena: «I fondi che abbiamo istituito e che gestiamo coprono entrambe le tipologie (closed-end ed evergreen). Va tuttavia specificato che, dal nostro punto di vista, anche la formula evergreen si configura nei fatti come un fondo chiuso, seppure strutturato con finestre di liquidità che consentono un'uscita anticipata, parziale o totale, rispetto alla scadenza legale del veicolo. Come gestori, decidiamo di adottare questa opzione di riscatto tipica degli evergreen ragionando sulla base della liquidabilità degli

attivi sottostanti e in relazione alle singole strategie di investimento. Guardando al nostro attuale portafoglio di quattro fondi Eltif, l'offerta è equamente ripartita: due sono evergreen e due closed-end».

Quanto è importante per la clientela che l'Eltif dia i vantaggi fiscali di un Pir?

Vania Serena: «Sul fronte fiscale, l'industria ha mostrato un sostanziale allineamento: quasi tutti i fondi Eltif sul mercato sono strutturati per essere anche Pir alternative. Questa conformazione rappresenta una leva d'ingaggio fondamentale per l'investitore retail, poiché agisce come forte incentivo a convogliare risorse nel capitale privato domestico. Gli Eltif sono lo strumento ideale per recepire la normativa Pir, sia perché i limiti di investimento insistono sui medesimi driver, sia per ragioni di importi e di target market. Se assumiamo, infatti, che gli Eltif si rivolgono anche a piccoli risparmiatori, la disciplina Pir è pensata proprio per le persone fisiche, con tetti massimi di agevolazione coerenti con investimenti di piccola e media dimensione».

Qual è per voi il cliente tipo che acquista un Eltif? Qual è la vostra soglia minima di entrata? Ormai sono sul mercato prodotti che con-

sentono di aderire anche con 1.000 euro: che cosa ne pensate?

Vania Serena: «Il sottoscrittore tipo è un cliente di dimensioni medio-piccole, prevalentemente retail, che solitamente non alloca quote rilevanti del proprio patrimonio in prodotti alternativi o nel private capital. A nostro avviso, l'Eltif rappresenta lo strumento ideale per stimolare l'interesse di una clientela abituata a investire in fondi Ucits con Nav giornaliero. Proprio con l'obiettivo di democratizzare l'accesso a queste asset class e favorire la conoscenza di tali strumenti, Finint Investments ha lanciato sul mercato un fondo Eltif con una soglia minima di ingresso di 1.000 euro, una soluzione che riteniamo estremamente utile a questo scopo».

Qual è la maggiore criticità da affrontare per il consulente e per l'investitore?

Vania Serena: «La complessità principale risiede nella corretta declinazione tecnica e formativa del prodotto al cliente. Trattandosi di risparmiatori storicamente abituati a strumenti liquidi, ci troviamo di fronte a un vero e proprio cambio di paradigma. Per essere trasmesso e compreso efficacemente, questo passaggio richiede tempo, un approccio graduale e competenze adeguate da parte dei consulenti».

SELLA SGR

«Offriamo le migliori competenze a livello internazionale»



FEDERICO ROMOLI
responsabile private market
Sella Sgr

Perché avete scelto di offrire ai vostri clienti solo Eltif in architettura aperta e non proponete prodotti

realizzati da voi?

Federico Romoli: «Abbiamo scelto un approccio multi-manager perché riteniamo che, in un mercato altamente specialistico come quello dei private market, sia fondamentale potere accedere alle migliori competenze disponibili a livello internazionale. La nostra priorità è individuare partner con competenze verticali e comprovata esperienza nelle diverse asset class, in grado di esprimere pienamente il potenziale delle singole strategie di investimento. In questo modo, possiamo offrire ai clienti un accesso più ampio e diversificato a soluzioni di elevata qualità, valorizzando la specializzazione dei gestori e mantenendo al centro un rigoroso processo di selezione».

Quali sono le caratteristiche degli Eltif che offrite?

A quale fascia di clientela li proponete?

Federico Romoli: «Gli Eltif che proponiamo si caratterizzano per una struttura pensata per rendere accessibili i private market in un contesto regolamentato e con modalità di sottoscrizione e gestione più flessibili rispetto ai veicoli tradizionali chiusi. Un elemento distintivo è la possibilità di articolare classi differenti, che consentono di adattare lo strumento alle esigenze di segmenti di clientela diversi, dalla clientela retail evoluta fino agli high net worth individual. Li proponiamo quindi, all'interno del perimetro del private banking, a investitori che abbiano un orizzonte temporale coerente e che intendano integrare l'esposizione ai mercati privati come componente di diversificazione del portafoglio».

Oggi si parla di democratizzazione degli Eltif e alcune società hanno soglie di entrata di 1.000 euro. Qual è la vostra politica in proposito?

Federico Romoli: «Sì, oggi si parla molto di democratizzazione degli Eltif, ma riteniamo importante affrontare questo tema con equilibrio. Si tratta, infatti, di strumenti che, per caratteristiche di orizzonte temporale, profilo di liquidità e struttura dell'investimento, richiedono piena consapevolezza da parte dell'investitore. Esistono framework normativi e regolamentari ben definiti, previsti da Esma, Banca d'Italia e dalle policy interne degli intermediari, proprio per garantire che questi prodotti siano collocati in modo coerente con il profilo e gli obiettivi del cliente. Per questo motivo abbiamo scelto di mantenere una soglia minima di ingresso di 10.000 euro e di attribuire grande importanza alla formazione dei banker, affinché possano accompagnare i clienti nella comprensione dello strumento e valutarne correttamente l'adeguatezza rispetto alle loro esigenze di investimento».

Su quale base scegliete i singoli prodotti da offrire ai clienti retail? Come avviene la selezione?

Federico Romoli: «La selezione parte dalla ricerca di gestori altamente specializzati nelle specifiche asset class, privilegiando, come già menzionato, competenze verticali rispetto ad approcci più generalisti. Nella valutazione consideriamo naturalmente elementi tradizionali come il track record, la solidità della società di gestione e la qualità del team di investimento, ma oggi riteniamo fondamentale aggiungere anche un ulteriore livello di analisi legato alle caratteristiche delle soluzioni evergreen. Ciò significa valutare la capacità della piattaforma di investimento di generare nel tempo un deal flow costante, di allocare il capitale in modo efficiente e di gestire con equilibrio gli aspetti di liquidità propri di questi strumenti. Un esempio è Partners Group, realtà che apprezziamo per la forte specializzazione nel private equity e per un approccio alla creazione di valore che combina perizie industriali e finanziarie. Le soluzioni evergreen, inoltre, consentono di evolvere l'approccio ai private market: l'attenzione non è più rivolta soltanto al singolo fondo, ma alla costruzione progressiva

di un'esposizione strategica ai mercati privati all'interno del portafoglio complessivo del cliente».

Secondo voi, si tratta di un tipo di prodotto destinato a crescere o resterà di nicchia?

Federico Romoli: «Riteniamo che questo mercato abbia un potenziale di crescita significativo. Negli ultimi anni sempre più aziende hanno scelto di rimanere private più a lungo e una parte crescente della creazione di valore si sviluppa oggi nei mercati privati. In questo contesto, diventa sempre più importante offrire anche agli investitori retail la possibilità di accedere a queste opportunità attraverso strumenti regolamentati e strutturati come gli Eltif. Crediamo quindi che la platea degli investitori interessati sia destinata ad ampliarsi progressivamente, pur rimanendo strumenti che richiedono un orizzonte temporale coerente con la natura dell'investimento e un adeguato livello di consapevolezza finanziaria. Più che un prodotto "di nicchia", pensiamo che gli Eltif possano diventare nel tempo una componente sempre più integrata e strategica nella costruzione di portafogli ben diversificati».

Qual è il vostro cliente per gli Eltif?

Federico Romoli: «Gli Eltif si rivolgono a una platea piuttosto ampia all'interno del private banking, anche se alcune tipologie di clienti tendono ad avere maggiore familiarità con questa classe di investimento. In particolare, imprenditori e investitori con maggiore esperienza finanziaria comprendono spesso più intuitivamente il concetto di capitale paziente e le logiche di creazione di valore nel lungo periodo, anche grazie al proprio percorso professionale o imprenditoriale. Allo stesso tempo, l'evoluzione delle soluzioni disponibili e la crescente diffusione della cultura finanziaria stanno ampliando progressivamente il pubblico potenziale di questi strumenti. Oggi, infatti, anche clienti interessati a costruire portafogli maggiormente diversificati guardano con attenzione ai mercati privati come componente strategica dell'allocazione di lungo termine».

Molte reti mettono in evidenza che con gli Eltif si aiutano le aziende italiane a crescere. Se, però, voi ac-



quisite solo prodotti da società internazionali questo elemento probabilmente viene a cadere.

Federico Romoli: «Non necessariamente. In passato abbiamo selezionato anche strategie con un focus specifico sul mercato italiano e, allo stesso tempo, molti grandi gestori internazionali investono in modo significativo in aziende del nostro Paese quando individuano opportunità interessanti di crescita e di creazione di valore. Riteniamo che il vero valore aggiunto risieda soprattutto nella capacità di selezionare le migliori competenze e le più interessanti opportunità di investimento a livello globale, indipendentemente dalla provenienza del gestore. Questo approccio non esclude affatto possibili ricadute positive per il tessuto imprenditoriale italiano, che continua a rappresentare un mercato attrattivo in numerosi settori. L'obiettivo finale, per noi, è offrire ai clienti accesso a strategie di qualità elevata, costruite con una logica di diversificazione e di creazione di valore nel lungo periodo».

Gli Eltif che distribuite sono Pir compliant?

Federico Romoli: «In passato abbiamo distribuito anche soluzioni Pir alternative e si tratta di un ambito che continuiamo a monitorare e valutare con attenzione in ottica futura. Riteniamo che possa rappresentare un'interessante opportunità, soprattutto nel contesto di investimenti orientati all'economia reale e alle imprese italiane».

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
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---



DELIVERING YOUR GOALS

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

Tutti seguono la stessa strada,
noi scegliamo la nostra.

Oltre il consenso.

Oltre i benchmark.

Oltre la gestione tradizionale.

