

FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 19 - numero 187 - settembre 2026



IL GRANDE RITORNO DEL PHARMA

BOND, SEGNALE DI NERVOSISMO



BANCA
GENERALI
PRIVATE

CRESCERE È UN PERCORSO CONDIVISO.



Prende forma una nuova connessione
tra **PMI**, mercato dei capitali e futuro.

Le grandi trasformazioni nascono quando imprese e finanza lavorano a un progetto comune.
Con **PMI2CHANGE**, Banca Generali e Intermonte contribuiscono a costruire un ecosistema capace di **sostenere la crescita** delle aziende italiane e di aprire **nuove possibilità** attraverso il **mercato dei capitali**.

**PMI2
CHANGE**

Evolvere, insieme.



SCOPRI
DI PIÙ



Intermonte
VALORE ITALIA

Messaggio pubblicitario con finalità promozionale. Per conoscere le condizioni e i rischi dei servizi e prodotti offerti da Banca Generali è necessario leggere attentamente la relativa documentazione precontrattuale e contrattuale, disponibile presso le Filiali e gli Uffici dei Consulenti Finanziari della Banca.

IL GATTO E LA VOLPE AI TEMPI DELL'AI

di Giuseppe Riccardi



In questo numero di Fondi&Sicav si trovano ben due lezioni di finanza comportamentale. La prima, certamente più prevedibile, viene da Ruggero Bertelli, docente universitario ed esperto di livello internazionale, appunto, di finanza comportamentale. Gli è stata rivolta la domanda: in mercati che mutano radicalmente con l'intelligenza artificiale, le reazioni degli investitori restano le stesse? E soprattutto c'è una ricerca nuova all'altezza del mercato che si trasforma o l'accademia insegue forte delle sue certezze? La risposta è molto articolata e un parziale riassunto si trova nelle prime parole dell'intervista: «La psicologia cognitiva non è cambiata. L'essere umano ha una parte hardware (il funziona-

mento della mente), che non muta, e una parte software che si evolve e si aggiorna, rendendo sempre apparentemente nuovi gli stimoli che generano i comportamenti concreti. L'AI è un "software" potentissimo che gira in un hardware sostanzialmente invariato e limitato». Ciò fa sì che tutto sia più veloce e complicato da discernere. Ma la seconda lezione, che si trova nella rubrica "Osservatorio educazione finanziaria", porta sulla scena l'insegnante meno credibile e inaspettato di questa materia: Pinocchio. La sua corsa verso il Paese dei balocchi (i mercati che salgono all'impazzata), il fidarsi del Gatto e la Volpe, che lo truffano e gli portano via tutti i soldi facendogli credere

mirabile, il ricadere una seconda volta nella stessa trappola sono solo alcuni dei comportamenti classici dei risparmiatori. E anche i truffatori di Pinocchio, che raccontano una favola credibile, quasi razionale, e giocano sull'ansia dell'investitore di non arrivare in tempo sono terribilmente moderni. Anche con l'AI il Gatto e la Volpe potrebbero avere un ampio spazio, come spiega in modo chiarissimo un libro uscito nel 1881. Ancora una volta bisogna sapere scegliere e avere la giusta guida.



IL MESE DEL "RIPENSAMENTO"

di Pinuccia Parini

C'è una canzone che racconta, in modo poetico, il trascorrere del tempo e dei cicli della vita. A ogni mese dell'anno viene associata un'immagine delle attività quotidiane (soprattutto quella contadina) e degli stati d'animo delle persone, che sembra quasi seguano il trascorrere delle stagioni. Il testo è composto da 12 strofe, come il numero dei mesi, e settembre è descritto come "il mese del ripensamento". E più che mai questo settembre è iniziato con molteplici questioni non solo non ancora irrisolte, ma che paiono

addirittura complicarsi. Da un punto di vista geopolitico le tensioni continuano e rischiano di condizionare ancora maggiormente le decisioni di politica economica. Le scadenze elettorali dell'anno in corso e di quello successivo vedono ancora una volta reazioni scomposte di una classe politica che non può permettersi o non vuole essere lungimirante, soprattutto nel mondo cosiddetto sviluppato dove i conti pubblici sono un problema da affrontare. Le banche centrali si trovano dinnanzi uno scenario di non facile lettura, dove gli impatti delle nuove tecnologie devono ancora tradursi in un aumento di produttività e le politiche fiscali rimangono espansive. Nel

frattempo il capex in AI delle aziende cresce, con un incrementale ricorso al mercato dei capitali. La rivoluzione tecnologica in corso sta prosciugando le risorse energetiche, per la cui fruizione sono necessarie nuove infrastrutture. L'aumento delle temperature sta producendo poi effetti che incidono sull'ecosistema e richiedono cambiamenti nella gestione di produzione e servizi e soprattutto di stile di vita. Indipendentemente dal considerare il surriscaldamento climatico di natura antropica o meno, la necessità di modelli di crescita sostenibili diventa imperativa. Insomma, un settembre che, pur offrendo tanti spunti su dove allocare le risorse, richiede tanti ripensamenti.

SOMMARIO

Numero 187
settembre 2026
anno 19

editore
Giuseppe Riccardi

direttore
Giuseppina Parini

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

progetto grafico e impaginazione
Elisa Terenzio, Stefania Sala

collaboratori
Stefania Basso,
Flavio Burrai, Arianna Cavigioli,
Paolo Andrea Gemelli,
Rocki Gialanella, Mark William Lowe,
Fabrizio Pirolli, Pier Tommaso Trastulli,

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

GEOPOLITICA
Etiopia, è solo l'inizio della trasformazione economica

OSSERVATORIO ASIA
Cina, la competizione tecnologica con gli usa

10 FACCIA A FACCIA
Alessandro Tentori, Market Strategist Europe, BNP Paribas Asset Management
«L'ombre dei conti pubblici sul mercato»

Monica Defend, head of Amundi investment institute
«Un'asticella sempre più alta per i mercati»

14 PHARMA
Tanti problemi, enormi opportunità

Una Moderna rivoluzione

Acquistare scienza con l'M&A
e dalla Cina

INCHIESTA
Le fragilità di Tokyo
e di Washington



26 INVESCO
La crescita perde slancio

28 ALTAROC
Strategie a sostegno delle imprese

30 PLENISFER INVESTMENTS
Quando l'offerta non soddisfa la domanda

32 JULIUS BAER
Rimane il premio per il rischio sul petrolio

34 ALGEBRIS INVESTMENTS
Maggiore cautela sui mercati

36 INTESA SANPAOLO ASSICURAZIONI
C'è bisogno di una nuova cultura assicurativa

38 CENTUMBRIE
Un'azienda che racconta il suo territorio

40 OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA
Burattini senza fili

43 GENERALI ASSET MANAGEMENT
Ancora costruttivi sul credito investment grade in euro

44 LA FINANZA E LA LEGGE
In arrivo importanti cambiamenti

47 CONSULENTI&RETI
Ruggero Bertelli

51 INCHIESTA
Un lavoro meno facile del previsto

54 LIFESTYLE
Settembre da vivere: dalla Toscana
a Matera, le nostre ispirazioni lifestyle





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.



Etiopia, è solo l'inizio della trasformazione economica

a cura di **Mark William Lowe**

A due anni dal lancio di uno dei programmi di riforma economica più ambiziosi della sua storia recente, l'Etiopia sta iniziando a vedere i primi segnali che alcune misure stanno dando i loro frutti. Tuttavia, è solo l'inizio di questa ritrovata fiducia e la domanda più importante è se il cambiamento potrà tradursi in risultati economici misurabili e duraturi. Sebbene permangano sfide politiche e di sicurezza, il programma di riforme economiche del Paese ha continuato a progredire. Per gli investitori, l'attenzione si sta spostando dalla volontà di trasformazione dell'Etiopia alla sua capacità di mutare l'attuale stabilità macroeconomica in una crescita sostenibile del settore privato.

“ *La liberalizzazione finanziaria è ancora in una fase iniziale, ma rappresenta un importante cambiamento per un'economia che per lungo tempo ha fatto affidamento su un sistema finanziario diretto dallo stato* ”

LA NECESSITÀ DI RIFORMARE

Per gran parte degli ultimi due decenni, il modello di sviluppo guidato dallo stato etiopico ha determinato una rapida crescita economica e ingenti investimenti nelle infrastrutture, ma ha anche creato debolezze strutturali. La carenza di valuta estera ha ostacolato le imprese e gli investimenti, mentre l'inflazione, la pressione sulle riserve e l'aumento del debito hanno limitato il margine di manovra del

governo. I conflitti, la pandemia e gli shock esterni si sono aggiunti a queste pressioni e, nel 2024, era ormai difficile evitare un cambiamento radicale. Nel luglio di quell'anno, l'esecutivo ha avviato un programma di riforme volto ad affrontare gli squilibri macro e ha creato al contempo le condizioni per un'economia più aperta, guidata in misura crescente dal settore privato. Il Fondo Monetario Internazionale ha sostenuto il programma con una linea di credito estesa (extended credit facility) quadriennale del valore iniziale di circa 3,4 miliardi di dollari, mentre la Banca Mondiale e altri partner internazionali hanno fornito ulteriore sostegno.

IL PROGRAMMA

Uno dei cambiamenti più significativi è stato il passaggio a un tasso di cambio determinato dal mercato. L'Etiopia soffriva da tempo di carenze di valuta estera, il che creava difficoltà alle aziende che dovevano importare attrezzature, componenti e materie prime. Il nuovo regime ha eliminato molte restrizioni sulle transazioni di conto corrente e ha attribuito alle banche commerciali un ruolo più importante nel mercato dei cambi. Il birr non è ancora pienamente convertibile, poiché permangono alcuni controlli sui movimenti di capitale, ma la convertibilità per le transazioni commerciali è aumentata notevolmente.

Ma le riforme vanno ben oltre il settore dei cambi. La politica monetaria è stata inasprita, il finanziamento monetario diretto dei disavanzi pubblici è stato eliminato e sono stati compiuti sforzi per aumentare il gettito fiscale. Allo stesso tempo, il governo ha cercato di ampliare la partecipazione del settore privato, di riformare le imprese statali e di aprire maggiormente l'economia alla concorrenza. La riforma del settore finanziario costituisce un altro aspetto importante della transizione.



L'Etiopia ha aperto il proprio settore bancario alla partecipazione straniera, mentre lo sviluppo del mercato dei capitali sta creando nuovi canali per la mobilitazione di risorse finanziarie. La liberalizzazione finanziaria è ancora in una fase iniziale, ma rappresenta un importante cambiamento per un'economia che per lungo tempo ha fatto affidamento su un sistema finanziario diretto dallo stato.

A DUE ANNI DI DISTANZA

I primi risultati sono incoraggianti. L'ultima valutazione dell'Fmi descrive gli esiti macroeconomici come migliori del previsto, con una crescita che rimane robusta, mentre le esportazioni, le entrate pubbliche e le riserve valutarie sono cresciute. L'inflazione è scesa in modo sostanziale rispetto ai livelli precedenti, sebbene negli ultimi mesi siano emerse nuove pressioni sui prezzi. Il Fondo prevede una crescita del Pil reale del 9,2% nell'anno fiscale 2025/26, mentre le riserve internazionali lorde dovrebbero raggiungere circa 5,9 miliardi di dollari. Si prevede che il gettito fiscale delle amministrazioni pubbliche aumenti dal 6,2% del Pil prima delle riforme a circa il 9,5% nel 2025/26.

La riforma del cambio sembra particolarmente importante, perché affronta uno dei principali ostacoli che le imprese etiopi devono affrontare. La Banca Mondiale riferisce che il migliore accesso alla valuta estera sta alleviando questo vincolo, consentendo ad alcune aziende di riprendere gli investimenti e pianificare l'espansione con maggiore fiducia. Anche l'andamento delle esportazioni fornisce un altro segnale incoraggiante. Il caffè e l'oro hanno beneficiato di prezzi internazionali favorevoli e di un aumento dei volumi, mentre le esportazioni di servizi hanno continuato a registrare risultati positivi. Gli investimenti nel settore

minerario e nei pannelli solari indicano inoltre una base di esportazione più diversificata. L'attuazione è importante tanto quanto gli annunci e, anche sotto questo aspetto, i dati sono positivi. L'Fmi riferisce che, nell'ultima revisione, sono stati soddisfatti tutti i criteri quantitativi di performance, è stata raggiunta la maggior parte degli obiettivi indicativi e le riforme strutturali chiave sono proseguite sostanzialmente come previsto.

Il programma di riforme ha inoltre superato un'importante tappa politica a giugno, quando il Partito della Prosperità del primo ministro Abiy Ahmed si è assicurato un'altra schiacciante maggioranza parlamentare, conquistando 438 seggi. Le elezioni si sono svolte in un contesto difficile, con il Tigré (la più settentrionale delle regioni) che non ha partecipato, votazioni interrotte in altre zone e i partiti dell'opposizione che hanno manifestato una serie di preoccupazioni. Il risultato non dovrebbe essere interpretato come un'approvazione popolare delle riforme economiche. Da un punto di vista economico, tuttavia, garantisce una significativa continuità politica mentre l'Etiopia entra nella fase successiva del programma.

LA STRADA DA PERCORRERE

Questa continuità è importante perché potrebbe essere solo l'inizio della prova più difficile. La stabilizzazione macroeconomica è necessaria, ma il successo a lungo termine dell'Etiopia dipenderà dalla sua capacità di tradursi in maggiori investimenti, produttività, occupazione e miglioramento del tenore di vita, anche se permangono importanti vulnerabilità. L'Etiopia è ancora classificata come paese in situazione di sovraindebitamento e il completamento della ristrutturazione del debito in corso sarà fondamentale per ri-

pristinarne la sostenibilità. Le condizioni del mercato dei cambi sono migliorate in modo sostanziale, sebbene la transizione rimanga incompleta. L'Fmi ha stimato che, alla fine di aprile 2026, gli arretrati in valuta estera delle banche commerciali ammontassero a circa 1,4 miliardi di dollari, a dimostrazione del fatto che le carenze e la domanda insoddisfatta non sono scomparse. Anche l'inflazione richiede attenzione. Dopo essere scesa al 9,4% a marzo, su base annuale è risalita all'11,7% ad aprile e al 13,4% a maggio, riflettendo le rinnovate pressioni sui prezzi dei generi alimentari e dell'energia importata. L'Fmi prevede un'inflazione di circa il 14% alla fine dell'anno fiscale 2025/26.

Le riforme strutturali richiederanno un'attuazione coerente, mentre gli shock esterni possono influenzare le prospettive attraverso i prezzi delle materie prime e la dipendenza dell'Etiopia dal carburante importato e da altri fattori produttivi essenziali. Per gli investitori internazionali, tuttavia, la direzione da seguire sta diventando più chiara. Un accesso più affidabile alle valute estere, la liberalizzazione del settore finanziario, il miglioramento delle condizioni commerciali e un ruolo maggiore per l'impresa privata stanno gradualmente trasformando un'economia precedentemente vincolata da controlli statali estesi. La capacità politica del governo di portare avanti il programma appare relativamente solida. La sfida non consiste più semplicemente nel dimostrare la volontà di attuare le riforme, ma nel dimostrare che possono generare miglioramenti duraturi in termini di investimenti, produttività, occupazione e tenore di vita.

CONCLUSIONI

Due anni sono un periodo troppo breve per dichiarare completata la trasformazione economica dell'Etiopia. Eppure vi sono prove sufficienti a suggerire che le riforme stanno iniziando a dare risultati. Una forte crescita, il miglioramento delle riserve, l'aumento delle entrate pubbliche, i risultati delle esportazioni e un migliore accesso alla valuta estera sono prove tangibili dei progressi compiuti. La stabilizzazione macroeconomica rimane incompleta e la fase successiva sarà più impegnativa. Il successo sarà misurato sempre più non dall'ambizione delle riforme, ma dalla loro capacità di incoraggiare investimenti privati sostenuti e di creare opportunità più ampie. Per l'Etiopia, la questione non è più tanto se il Paese sia disposto ad attuare riforme, quanto piuttosto se le riforme possano mantenere le promesse fatte.

Cina, la competizione tecnologica con gli Usa

a cura di **Pinuccia Parini**

All'interno della discussione sull'intelligenza artificiale, un aspetto sempre più dibattuto è come gli Stati Uniti e la Cina si stiano posizionando e quali siano gli aspetti che caratterizzano la loro presenza in questo ambito. Analizzare lo stato dell'arte all'interno delle due superpotenze non serve a stabilire chi primeggerà in questa tecnologia: sarebbe troppo riduttivo porre la questione in questi termini, visto il potenziale effetto dirompente dell'AI. Fare una comparazione, invece, può aiutare a comprendere alcune dinamiche in atto e il loro potenziale sviluppo futuro. È stato proprio questo tema l'oggetto del dibattito tra **Kyle Chan** e **R. David Edelman**, entrambi ricercatori presso il **John L. Thornton China Center**, nella puntata dello scorso 23 giugno di "Beijing Brief"⁽¹⁾. Si tratta di un podcast del Brookings Institution che approfondisce le relazioni tra Stati Uniti e Cina in materia di

frequentemente a questa metafora della competizione per giustificare la sua massiccia campagna volta ad aumentare la produzione energetica e a limitare la regolamentazione delle aziende che operano nel settore dell'AI», ha premesso Hass, rimarcando però l'esistenza di «differenze fondamentali nel modo in cui Stati Uniti e Cina affrontano l'intelligenza artificiale, sia nelle strategie, sia negli obiettivi». Dal confronto sono emersi diversi spunti di riflessione che aiutano a comprendere meglio le dinamiche in atto.⁽¹⁾

AI, DIFFERENZE TRA USA E CINA

La prima differenza macroscopica tra i due paesi è il soggetto che traina l'innovazione nel campo dell'AI: negli Stati Uniti sono le imprese private, mentre in Cina è la pianificazione dello stato. Tuttavia, non bisogna dimenticare che anche la stessa amministrazione americana sostiene attivamente lo sviluppo dell'intelligenza artificiale attraverso un approccio di deregolamentazione incentrato sul primato globale degli Stati Uniti. È proprio per il conseguimento di questo obiettivo che si sta investendo molto nelle infrastrutture e nel potenziamento del settore privato. Gli Usa sono, secondo i ricercatori, ossessionati dal raggiungimento dell'artificial general intelligence (AGI) un'AI con capacità cognitive simili a quelle umane, e dell'artificial superintelligence (ASI), ossia una superintelligenza. La Cina, invece, è concentrata sulla diffusione dell'AI in ogni settore: produzione, sanità, istruzione, biotecnologie, servizi pubblici. Come afferma Edelman, mentre gli Stati Uniti cercano parametri di riferimento, la Cina sta «cablando le linee di produzione». Un'altra grande differenza è che i progetti statunitensi (Anthropic, OpenAI, ecc.) mantengono per lo più modelli chiusi (pesi proprietari, accesso

“ La prima differenza macroscopica tra i due paesi è il soggetto che traina l'innovazione nel campo dell'AI: negli Stati Uniti sono le imprese private, mentre in Cina è la pianificazione dello stato ”

tecnologia e politica economica. I due studiosi sono stati ospitati da **Ryan Hass**, direttore dello stesso istituto, per analizzare come la corsa all'intelligenza artificiale sia passata da una rivalità tra aziende statunitensi (OpenAI contro Anthropic) a una più ampia competizione tra Stati Uniti e Cina. «L'amministrazione Trump parla spesso di intelligenza artificiale nel contesto di una "corsa" con la Cina. Ricorre



controllato), mentre quelli cinesi (DeepSeek, Alibaba) prediligono modelli a pesi aperti, più economici, replicabili, eseguibili localmente. È un approccio che conquista quote di mercato globali, specialmente tra gli sviluppatori attenti ai costi. C'è poi la questione del consumo energetico.

I PUNTI DI FORZA

Se Edelman punta sugli Stati Uniti per l'innovazione pura, trainata dall'attrazione di talenti globali, da una cultura aperta della ricerca e sviluppo e dai mercati dei capitali, Kyle Chan fa un distinguo. Il ricercatore sostiene che gli Stati Uniti probabilmente manterranno una superiorità nel «mondo virtuale» (modelli all'avanguardia, software agentico), ma la Cina presenta vantaggi concreti nell'«Ai fisica» (robotica, veicoli autonomi, droni) grazie alla sua base manifatturiera e alla catena di approvvigionamento hardware, che creano un circolo virtuoso di dati derivante dall'implementazione nel mondo reale.

I COLLI DI BOTTIGLIA

Lo sviluppo dell'AI in America è sempre più ostacolato da colli di bottiglia legati all'energia e dai ritardi nelle autorizzazioni, oltre che dalla resistenza politica locale alla costruzione di nuovi data center. La Cina dispone di una capacità di rete più elevata e di una maggiore quantità di nuova energia in fase di attivazione, compreso il nucleare. In merito alla disponibilità di chip, i controlli sulle esportazioni stanno rallentando lo sviluppo delle tecnologie di frontiera, ma spingono il Paese a costruire una

catena di approvvigionamento indipendente nel settore dei semiconduttori e a dare priorità all'efficienza: collegando in rete un numero maggiore di chip (meno potenti) e ottimizzando software e modelli per ottenere di più con meno potenza di calcolo.

APERTO VS CHIUSO

I laboratori cinesi (DeepSeek, Kimi/Moonshot, Qwen, Glm) hanno puntato fortemente su modelli open-source e con parametri aperti che gli utenti possono scaricare ed eseguire a costi contenuti, mentre i ricercatori statunitensi mantengono per lo più i modelli chiusi, accessibili solo tramite abbonamenti o costi per l'utilizzo delle Api. A tale proposito, dall'AI Index Report del 2026 redatto dallo Stanford Institute for Human-Centered emerge che nel 2025 i modelli di intelligenza artificiale hanno registrato rapidi miglioramenti e il divario tra quelli di punta si sta riducendo: nella corsa Usa-Cina si è quasi completamente azzerato. In pratica, secondo l'istituto, dall'inizio del 2025 statunitensi e cinesi si sono contesi, alternandosi, la prima posizione. «Gli Stati Uniti continuano a produrre un maggiore numero di modelli di AI di alto livello e brevetti di più forte impatto, mentre la Cina è in testa per volume di pubblicazioni, citazioni, produzione di brevetti e installazioni di robot industriali». Tuttavia, «poiché le capacità non costituiscono più un chiaro fattore di differenziazione, la pressione competitiva si sta spostando verso i costi, l'affidabilità e l'utilità nel mondo reale».⁽²⁾

CHI È IN VANTAGGIO?

Difficile dirlo. Nel confronto tra Edelman e Chan emerge una competizione multidimensionale, ben più complessa della semplice metafora della «corsa». Stati Uniti e Cina perseguono obiettivi distinti: primato tecnologico contro diffusione pragmatica, con vantaggi comparati diversi a seconda del dominio (virtuale vs fisico) e sfide strutturali proprie. Entrambi sottolineano un livello di interdipendenza reale tra gli ecosistemi AI, spesso in contrasto con gli obiettivi geopolitici dei rispettivi governi: sviluppatori americani utilizzano modelli cinesi open-source per il loro costo contenuto, mentre i loro omologhi cinesi hanno storicamente apprezzato modelli occidentali. Tuttavia, ciò che emerge in modo evidente è che la concorrenza della Cina in ambito AI è un dato acquisito e la situazione, come sostiene **Sebastian Mallaby**, esperto in innovazione tecnologica, mostra che la convinzione che bastava negare ai cinesi l'accesso all'hardware perché gli Usa mantenessero il loro primato sia stata fallace. Il suggerimento dello studioso è che gli Stati Uniti dovrebbero passare dalla logica del contenimento a quella del negoziato, trovare un accordo internazionale tra le potenze e regolare i rischi legati ai modelli di AI più avanzati. Ma questa proposta, in una fase in cui è l'interesse dei singoli stati a prevalere sembra un'impresa assai ardua.

1. <https://www.brookings.edu/articles/are-the-us-and-china-really-in-an-ai-race/>

2. <https://hai.stanford.edu/ai-index/2026-ai-index-report>

ALESSANDRO TENTORI
MARKET STRATEGIST EUROPE
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

L'ombra dei conti pubblici sul mercato

a cura di Pinuccia Parini



I rendimenti dei titoli governativi a lunga scadenza sono recentemente saliti. Le banche centrali sono nella posizione di smorzare alcuni dei segnali di tensione che si stanno manifestando?

«Non è l'obiettivo di una banca centrale vigilare la curva dei rendimenti: in nessuno statuto è stabilito che il tasso di mercato a lunga scadenza debba essere controllato dalla stessa istituzione. È successo in passato, con lo scoppio della Crisi finanziaria globale, che il tasso di interesse di alcuni paesi si disallineasse rispetto alla media e generasse una frammentazione del mercato. Per prevenire un peggioramento delle condizioni finanziarie, piuttosto che una debolezza dell'euro, allora la Bce decise di intervenire, ma non per determinare un livello di tasso. Quest'ultimo, infatti, è il risultato delle contrattazioni che avvengono sulle piazze finanziarie con una pluralità di soggetti privati coinvolti. Compito dell'istituzione monetaria è di concentrarsi sulla stabilità dei prezzi, sulla trasmissione della politica monetaria e la normalizzazione del proprio bilancio. In sintesi, non considero un problema l'aumento dei tassi d'interesse. Tuttavia, si è di fronte ai prodromi di una crisi globale di diversi bilanci pubblici che potrebbe avere ripercussioni molto importanti per gli investimenti e influenzare le diverse classi di attivi, azionario in primis».

Crede che il mercato abbia contezza di ciò?

«Poiché potremmo essere ancora all'alba di un periodo di stress, le piazze finanziarie stanno iniziando gradualmente a scontare questo scenario con gli investitori che richiedono una compensazione più elevata sui titoli di stato a fronte di un evento che potrebbe verificarsi. Per il momento tensioni significative non si palesano perché, a differenza del 2022, le cedole sono prossime al 4% anziché vicine allo zero. Per ridurre la spesa pubblica, occorrerebbero segnali drastici di cambiamento delle politiche fiscali che, però, comporterebbero una buona dose di coraggio da parte della classe politica che potrebbe trovarsi a gestire deflussi di capitali, ricadute economiche ed effetti negativi per i consumatori. A mio parere, maggiore regolamentazione finanziaria potrebbe avere effetti di stabilizzazione come accade nel periodo di crisi del debito pubblico europeo. Allora, l'introduzione di Basilea III incentivò le banche a detenere titoli di stato, il cui assorbimento patrimoniale è stato stabilito dalla riforma pari a zero o a un livello molto contenuto».

Pensa che qualcosa di simile potrebbe succedere anche negli Usa?

«Un'ipotesi potrebbe essere cambiare l'allocazione dei fondi pensione americani, storicamente con una forte esposizione soprattutto alle azioni e ai mercati privati, richiedendo un

aumento del peso dei titoli governativi nei portafogli. Inutile dire che una simile operazione comporterebbe dei costi per l'economia, perché toccherebbe direttamente le famiglie americane, incidendo sui rendimenti attesi dei piani pensionistici. La mia è una congettura che, di fatto, si basa su un caso già avvenuto: in Europa c'è stata l'introduzione di Solvency II che penalizza qualsiasi investimento di assicurazioni e fondi pensione che non sia in titoli governativi».

Quindi qual è la sua lettura della decisione del Tesoro americano di emettere titoli a breve e riacquistare quelli a più lunga scadenza?

«Mi è difficile interpretarla: potrebbe essere un'operazione strategica che vuole lanciare un messaggio agli investitori o una decisione puramente tecnica, poiché simili interventi sono stati fatti anche da altri emittenti. Il Tesoro italiano, per citare un caso, opera spesso in questo modo per rendere la curva dei tassi più coerente ed evitare gli arbitraggi. Ciò che è ovvio è che qualsiasi manovra, al netto della traiettoria del debito pubblico, che aumenta l'esposizione a scadenze brevi abbassa il costo di finanziamento, ma contestualmente rischia di aumentare il rischio di roll-over. A mio parere, però, non credo che con questa misura l'amministrazione americana abbia voluto rassicurare gli investitori sul livello dei tassi. Infatti, le determinanti del debito pubblico si dividono in fattori autonomi e discrezionali. I primi, come gli interessi sul debito pubblico e la spesa militare, non possono essere toccati senza causare reazioni violente sui mercati finanziari o indebolire politicamente la posizione degli Stati Uniti. Rimangono così solo quelli discrezionali, che non possono influenzare l'andamento dell'indebitamento pubblico, perché il loro peso è molto limitato. Ci vorrebbe, come precedentemente argomentato, un grande cambiamento di politica fiscale a livello globale, non solo negli Usa».

In tema di politica monetaria, come interpreta le dichiarazioni del presidente della Fed Kevin Warsh dopo il suo insediamento? Quale è il messaggio che è emerso dall'istituzione in occasione della conferenza di Jackson Hole?

«Quando si è presidente della Fed, così come di altre banche centrali, ci sono alcuni vincoli ben precisi che devono essere rispettati. Ciò spiega perché i toni dei commenti di Warsh prima e dopo il suo incarico hanno connotazioni diverse. In merito a Jackson Hole, non va dimenticato che la Banca centrale americana aveva pubblicato prima della riunione una serie di analisi corroborate da interviste rilasciate dai suoi vari

governatori, quasi volessero suggerire al mercato una cosa molto importante: la quasi sicurezza che l'attuale shock di tecnologia e produttività, che faticano ancora a misurare, potrebbe avere spostato il tasso neutrale verso l'alto. Questa potrebbe essere la lente di lettura del discorso di Warsh al simposio nel Wyoming e spiegherebbe la resilienza di un'economia che non soffre troppo degli eventi geopolitici e del caro petrolio. Tradotto in altre parole, i tassi potrebbero avere ancora un po' di margine per salire prima di avere effetti negativi, sia sui bilanci delle aziende private, sia sulle asset class rischiose».

Alla luce di quanto esposto, quale sarebbe l'esposizione nel reddito fisso che consiglierebbe?

«Un calcolo ipotetico di un paese come gli Stati Uniti che cresce del 2% e ha un'inflazione del 3% (come sta avvenendo), cui si aggiunge un po' di premio al rischio (50 punti base di premi a termine), mi porterebbe ad affermare che un rendimento dei Treasury intorno al 5% potrebbe stabilizzare il mercato. Alla luce di ciò, sarebbe opportuno avere in portafoglio una componente di sensitività ai tassi molto bassa e, se si vuole investire in scadenze più lunghe, privilegiare le obbligazioni societarie, in particolare gli high yield. Questo strumento ha una duration media di tre anni e offre un rendimento guidato quasi interamente dal premio per il rischio di credito richiesto dal mercato, che offre protezione più alta dei governativi e con minore volatilità, perché guidato dalla cedola e non dal prezzo».

Come interpreta il più frequente ricorso al mercato dei capitali da parte delle società legati all'AI?

«Si sta assistendo a un aumento della leva finanziaria, ma non necessariamente deve essere un fattore di preoccupazione. Per il momento, queste aziende, generalmente parlando, hanno tenuto fede alle loro promesse e gli investimenti richiesti per fare decollare l'AI sono enormi. È comprensibile che, per soddisfare questo sviluppo, ci sia bisogno di fonti di finanziamento che vanno oltre il cash flow. Inutile dire che da un momento all'altro potrebbe verificarsi un altro "DeepSeek moment" e creare turbolenza sulle borse. Ma ciò è difficile da prevedere».

Nello scenario che ha delineato, le azioni sarebbero ancora in sovrappeso?

«Sì, in particolare l'azionario americano, con quello cinese che potrebbe essere uno strumento di diversificazione. Per quanto riguarda l'Europa, il punto di domanda rimane l'effetto moltiplicatore della spesa pubblica tedesca e come sarà realizzato».



MONICA DEFEND

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Un'asticella sempre più alta per i mercati

a cura di Pinuccia Parini



Attese sempre più elevate degli utili aziendali, politiche monetarie non più espansive e i rischi geopolitici che imperversano. I mercati si stanno ponendo obiettivi sempre più ambiziosi?

«Gli scenari che fanno da sfondo ai mercati finanziari sono molto sensibili alle evoluzioni della situazione geopolitica. Le aspettative di inflazione sono salite, le banche centrali hanno, in alcuni casi, cominciato ad alzare i tassi in un quadro dove, in particolare nelle economie avanzate, la situazione dei conti pubblici presenta diverse criticità. Tutto ciò si traduce in un irripidimento della curva dei rendimenti obbligazionari. Questa è una caratteristica presente negli Usa, in Europa e in Giappone, ossia in tutti quei paesi dove si assiste a un'emissione di debito per finanziare l'autonomia strategica. Poi c'è "il cambio di regime" che sta avvenendo alla Fed, voluto dal nuovo presidente, che al momento vede l'abbandono della "forward guidance", la revisione dei dot-plot e le nuove politiche di gestione del bilancio dell'istituzione. Tuttavia, non fare più previsioni che vincolino le mosse future e privilegiare la "framework guidance" non è una novità, bensì un modus operandi che, così come mostrano i dati, era già stato nei fatti introdotto dalla Fed nel 2018 e ha avuto l'effetto di rendere più volatili le emissioni a breve termine, espressione dell'incertezza presente sui mercati».

Quindi passare dalla "forward" alla "framework" guidance non è una novità per la Fed?

«Direi di no, anche perché la vera notizia del forum di Sintra non è stato l'intervento di Kevin Warsh, bensì della presidente della Bce che ha sposato l'idea della "framework guidance". E credo ci sia una valida ragione per averla fatta propria: in un contesto frammentato, fare l'analisi di scenario è la soluzione migliore per spiegare come saranno prese le decisioni e dare una direzione al mercato. Poi, però, c'è stato il convegno di Jackson Hall che ha reso di più difficile lettura le modalità di comunicazione della Banca centrale americana. Infatti, in occasione del simposio, lo stesso presidente della Fed, che aveva deciso di abbandonare la forward guidance, ha presentato l'outlook sull'economia americana e ciò sta catalizzando l'interesse degli investitori e degli operatori sui futuri dati macroeconomici».

Quali saranno le prossime mosse di Fed, Bce e Boj?

«A nostro avviso la Bce, come avevamo sostenuto prima dell'estate, aumenterà i tassi in occasione del prossimo incontro, un'ipotesi che ora sta raccogliendo sempre più consenso sul mercato. Per quanto riguarda la Fed, invece, pensiamo manterrà la politica monetaria invariata sino alla fine dell'anno. La vera novità del periodo estivo, che ci ha portato a cambiare la

nostra opinione, è stata la Banca centrale giapponese da cui ci aspettiamo quattro rialzi (in precedenza era uno solo) entro il prossimo marzo. Pensiamo che l'inasprimento abbia ragione di essere per la politica fiscale espansiva e per la debolezza dello yen che sta diventando un problema politico, tanto che in agosto si è assistito a una manovra concertata tra Fed e Boj sulla divisa. Ci attendiamo quindi un rafforzamento del cambio a 153 contro dollaro entro fine 2026 e 145 a dicembre 2027. La cosa importante è che questi aumenti del costo del denaro avvengano in modo graduale perché il Giappone non deve essere più considerato marginale nei portafogli, né sul lato dei tassi, né su quello della divisa: i rendimenti dei titoli governativi a lunga scadenza sono interessanti e il ritorno degli investimenti potrebbe beneficiare dell'apprezzamento della moneta. È un'opportunità sia per gli investitori domestici, sia per quelli esteri, ma che sta diventando sempre più centrale per i risvolti che potrebbe avere».

Qual è la vostra lettura sul recente comportamento dei tassi d'interesse?

«In queste ultime settimane i tassi dei governativi a lunga scadenza sono saliti in tutte le economie avanzate. È possibile che, come sostengono Stephen Miran, economista e già membro della Fed, e Scott Bessent, ministro del Tesoro Usa, ciò sia dovuto alla crescita reale, ma in Amundi pensiamo che ci sia una componente legata al rischio term premium per motivazioni di natura fiscale e per l'andamento dell'inflazione. La questione da discernere è se questi livelli di tassi siano sostenibili per l'azionario. Infatti, quasi per convenzione, si ritiene che il 5% sia il livello di rendimento dei Treasury sopra il quale le azioni entrerebbero in sofferenza, ma questo valore preso da solo non è un'informazione sufficiente se estrapolato dal contesto generale. Inoltre, se si dovesse fare un paragone tra il contesto attuale e il 2007, accomunati da una situazione della liquidità molto simile, emergerebbero due grandi differenze: i tassi reali e gli spread, che attualmente sono molto bassi. Anche quest'ultimo è un aspetto da monitorare con attenzione visto il ricorso al mercato del credito di diversi hyperscaler che si collocano proprio nella fascia investment grade».

In questo scenario, qual è il vostro posizionamento sul mercato?

«In questa fase abbiamo deciso di assumere una posizione solo moderatamente pro-rischio, ma di non incrementare l'azionario, con posizioni attive a livello settoriale, su temi specifici. Per quanto riguarda l'esposizione azionaria e, in particolare, alla tecnologia, si è rilevata

una maggiore dispersione, con conseguente allargamento delle opportunità d'investimento. Ciò ci fa pensare che sia in atto una rotazione in quelle società che hanno visto aumentare la loro produttività perché capaci di capitalizzare in termini di margini e redditività l'utilizzo della tecnologia e dell'intelligenza artificiale nei loro processi. Riteniamo quindi che sia necessario essere più selettivi perché le opportunità si stanno spostando lungo la catena del valore verso l'economia reale in settori come energia, infrastrutture, software, robotica a livello globale. Si sta assistendo, in altre parole, a una migrazione del valore».

Non c'è un problema di costo dell'intelligenza artificiale?

«Penso che diverse aziende si stiano organizzando per efficientare i processi interni attraverso dei large language model. Lo stiamo facendo anche noi: si migliora la redditività e si proteggono informazioni confidenziali. Credo però che bisogna distinguere i bisogni, il settore cui un'impresa appartiene e la sua scalabilità. In Europa, il comparto industriale dovrebbe conoscere un consolidamento che gli permetterebbe di competere con la concorrenza estera: dimensioni maggiori favorirebbero processi di razionalizzazione e aumento della competitività grazie proprio all'innovazione tecnologica. Forse non c'è ancora una piena consapevolezza, ma l'intelligenza artificiale non ha solo dato vita a una rivoluzione tecnologica, ma anche a una rivoluzione industriale che comporterà dei cambiamenti significativi. Ed è per questo motivo che l'Europa si deve attrezzare e velocizzare nella riorganizzazione del suo tessuto industriale, poiché non è presente nella parte upstream della catena del valore e non possiede neppure hyperscaler. Ma ciò non significa che il Vecchio continente non possa eccellere come Ai adopter».

Ha accennato a un'assunzione di rischio neutrale nei portafogli. Come si configura?

«È una posizione che si spiega con l'incertezza legata alla politica monetaria. La view sull'oro rimane inalterata, poiché il ritracciamento dell'ultimo periodo è stato strettamente legato al riprezzamento della forward guidance della Fed e c'è una domanda del metallo giallo superiore all'offerta da parte delle banche centrali, tanto che recentemente l'esposizione all'oro è anche aumentata per il suo ruolo di copertura e diversificazione. In termini di aree geografiche continuiamo a preferire l'azionario giapponese, i mercati emergenti, con focus sull'America Latina e la tecnologia asiatica, e l'Europa, in particolare per quanto riguarda il riammodernamento delle infrastrutture».



Tanti problemi, enormi opportunità

Il settore farmaceutico, trainato da biotech e innovazione, mostra al suo interno forte dispersione. A Wall Street l'indice pharma ha registrato una forte performance sostenuta dai Glp-1, mentre l'Europa, tra mercati frammentati e regole rigide, è stata molto meno dinamica soprattutto nei corsi borsistici di questo segmento, che rimane un value play. Intanto, incombe la scadenza massiccia dei brevetti farmaceutici e, per questa ragione, servirà selettività per cogliere le opportunità del comparto



di **Boris Secciani**

Il settore farmaceutico, e in particolare il segmento delle biotecnologie, al quale ormai fanno capo la maggior parte dei fatturati e la quasi totalità dei profitti, rappresenta un'intersezione quasi perfetta dei temi che stanno rimodellando l'economia globale e la struttura dei mercati azionari in questi anni. Innanzitutto, si tratta di un comparto nel quale le dinamiche legate all'innovazione sono semplicemente fondamentali: infatti, il sistema delle scadenze dei brevetti stimola per norma di legge la necessità di riversare ingenti risorse nella ricerca.

Tanto per avere un'idea del quadro in cui opera l'intera industria farmaceutica, basta osser-

vare un semplice dato: entro il 2030 circa un sesto del fatturato totale di questo segmento diventerà soggetto alla concorrenza di generici e biosimilari, per un totale di circa 300 miliardi di dollari. In più è in corso un periodo di straordinario vigore scientifico cui peraltro l'intelligenza artificiale sta dando un contributo già importante e probabilmente destinato ad aumentare nel futuro prossimo.

USA E CINA IN VANTAGGIO

Tutto ciò, non sorprendentemente, sta già portando a una dispersione dei rendimenti piuttosto marcata in un mondo diviso in maniera netta fra vincitori e vinti, in cui ancora

una volta Usa e Cina stanno accumulando non pochi vantaggi rispetto all'Europa. In primo piano in questo segmento vi sono le malattie legate all'invecchiamento e agli stili di vita delle popolazioni di gran parte del globo e non solo dell'occidente. È un ambito in cui diverse cure innovative, per quanto costose, possono portare boccate di ossigeno a bilanci statali sempre più in difficoltà nel fare fronte a situazioni di cronicizzazione di massa di alcuni problemi di salute.

Infine, non vanno tralasciate le incertezze sulla messa in sicurezza delle catene di fornitura fra le disruption energetiche, il ruolo sempre più prevalente della Repubblica Popolare Cinese e le politiche commerciali imprevedibili da parte dell'America. Per costruire un portafoglio di titoli farmaceutici che risponda a criteri logici, è necessario partire dalle performance del settore nel suo insieme. E come primo dato ci si imbatte in un S&P 500 Pharmaceuticals Index che, a partire dai minimi dell'agosto 2025, ha messo a segno una performance superiore a +67% e ha raggiunto il massimo storico. Solamente nel corso di quest'anno il suddetto benchmark ha registrato +22,5% circa, quasi doppiando il dato dell'S&P 500 (+11,9%).

La ripresa è stata tanto più impressionante se si pensa che ha fatto seguito al bear market dei 12 mesi precedenti, che aveva riportato questo gruppo di azioni sulle quotazioni di metà 2023. All'origine della fase di incertezza si può senz'altro individuare un quadro politico non dei più facili. Infatti, già l'amministrazione Biden non si era distinta per un atteggiamento particolarmente favorevole, tentando, ad esempio, di ottenere prezzi più contenuti per il Medicare (la copertura sanitaria pubblica per gli anziani negli Usa).

MESI DI INCERTEZZA

L'elezione di Donald Trump poi ha generato mesi di assoluta incertezza. Innanzitutto, l'ascesa di Robert F. Kennedy Jr. a segretario per la Salute non ha certo avuto un impatto positivo sui produttori di vaccini. A ciò va sommato il peculiare approccio dell'attuale presidente, che mischia la consueta aggressività commerciale a tentativi, in verità apprezzati a livello bipartisan, di contenere i costi sanitari mostruosi cui spesso vanno incontro gli americani. In particolare, l'ordine esecutivo denominato "Most favored nation", se applicato alla lettera, si sarebbe configurato come un terremoto dagli effetti deflagranti. Dopo un tentativo non andato a buon fine di varare una misura simile nel 2020, il controverso inquilino della Casa Bianca ha praticamente imposto per decreto che i prezzi delle medicine in America non possano superare il livello più basso registrato in paesi Ocse con un Pil pro capite che sia almeno il 60% di quello degli Stati Uniti, pena pesanti tariffe.

Come spesso accade, alla fine si è trovato un accordo in cui la maggior parte delle major ha ottenuto esenzioni ed eccezioni essenzialmente in cambio di una forte espansione del capex sul suolo statunitense. Una volta messa da parte, o quanto meno riportata in un territorio più gestibile, un'incognita di questa portata (comunque tutt'altro che risolta: molti aspetti sono ancora da definire in futuro), gli investitori sono tornati a concentrarsi sui fondamentali, che si basano sul potenziale quasi infinito dell'attuale rivoluzione medica e tecnologica.

PHARMA EUROPEO IN ALTALENA

E, tanto per cambiare, l'Europa sta mostrando in questa fase un minore dinamismo, a partire dalle performance borsistiche. Se,



infatti, si osserva l'indice Stoxx Europe total market pharmaceuticals and biotechnology, si trova un ultimo biennio che ha portato lo stesso binomio fatto di cali e risalite. Soltanto che i primi sono stati più acuti e le seconde meno intense. Infatti, dai massimi storici di inizio settembre 2024, dopo 15 mesi di eccellenti performance, fino al bottom dell'aprile 2025, il calo ha superato il 31% riportando i corsi ai livelli del settembre 2021. Da lì in poi, i rendimenti sono stati positivi, ma senza essere paragonabili a quanto visto a Wall Street: il pharma europeo è, infatti, su di circa un terzo dai minimi del recente mercato orso.

Nel frattempo, fra febbraio e marzo, in concomitanza con la fine di una buona, ma già scontata, stagione degli utili e lo scoppio della guerra con l'Iran, nel Vecchio continente si è verificata un'ulteriore correzione, superiore al 13%. Questa ennesima discrepanza fra i due grandi blocchi economici separati dall'Atlantico rappresenta l'ennesimo paradigma sintomatico di una penalizzazione che va ben oltre le capacità scientifiche.

IL CASO ELI LILLY

Si sarebbe infatti tentati di attribuire l'alpha statunitense, generalizzando al contempo il caso specifico, all'enorme ascesa di un'azienda come Eli Lilly nell'ambito dei farmaci che replicano gli ormoni Gp-1, in precedenza un monopolio quasi assoluto della danese Novo Nordisk, che è passata dal ruolo di maggiore capitalizzazione continentale a perdere, dai picchi della fine del primo semestre 2024, oltre tre quarti del proprio valore, il tutto in meno di due anni. In realtà, ancora una volta l'asino casca non sui cervelli, ma sui soliti problemi del Continente. Un quadro estremamente preciso della situazione viene tratteggiato con notevole efficacia da **Servaas Michielssens**, head of healthcare, thematic global equity di **Candriam**: «Il settore farmaceutico europeo si conferma altamente competitivo in aree quali l'immunologia, le malattie rare e l'oncologia, forte di una solida base scientifica e di diverse aziende di prim'ordine a livello mondiale. La sfida principale risiede non tanto nella qualità della ricerca, quanto nell'ecosistema che circonda l'Europa: lo sviluppo può risultare più lento e meno dinamico rispetto a Stati Uniti o Cina, mentre la frammentazione del mercato commerciale e un contesto di regolamentazione dei prezzi più rigido rendono i lanci più complessi. Di conseguenza, i principali gruppi al di qua dell'Atlantico competono sempre più come vere e proprie realtà globali».

EUROPA SEMPRE PIÙ VALUE...

Queste considerazioni, in pratica, riportano il quadro in un alveo tragicamente familiare: società europee in grado di sfornare tecnologie di prim'ordine, in un ambiente regolatorio non dei più facili, per trovarsi poi a operare in mercati frammentati e dai margini compressi. Il che costringe a espandersi necessariamente a livello globale in un mondo dove il più imponente mercato farmaceutico richiede, per accedervi, pesanti investimenti in loco, pena l'applicazione di ingenti dazi. Non sorprende, dunque, scoprire che il comparto si configura come un universo attraente soprattutto in un'ottica value. Per **Fabio Caldato**, portfolio manager di **AcomeA Sgr**, «l'Europa mantiene competenze particolarmente forti in oncologia, immunologia, malattie rare e vaccini; inoltre, vanta una tradizione di eccellenza nella ricerca clinica. Alcuni gruppi del Vecchio continente dispongono anche di franchise molto solidi e di una presenza globale che consente di monetizzare l'innovazione oltre il mercato domestico. In prospettiva, vediamo un vantaggio anche nella capacità di integrare ricerca interna, acquisizioni e partnership esterne. Infine, riusciamo spesso a comprare azioni con dividendi maggiori e multipli più bassi, anche in Svizzera».

...E USA SEMPRE PIÙ GROWTH

Specularmente colossi e startup statunitensi si configurano oggi come il segmento growth dell'industria farmaceutica, un ruolo al tempo stesso privilegiato e pericoloso. Infatti, i gruppi della prima economia del pianeta sono sicuramente fra i grandi protagonisti delle cinque maggiori aree di crescita futura: agonisti delle

incretine, come il recettore Gp-1, oncologia, prodotti per le malattie autoimmuni, orphan drugs per le malattie rare e trattamenti per quelle neuro-degenerative. In particolare, il primo dei cinque settori citati sta attirando su di sé sempre più attenzioni. Man mano che la popolarità di prodotti come l'Ozempic esplodeva, l'iniziale monopolio danese si è trasformato sempre di più in una storia percepita come statunitense, al punto da spingere la capitalizzazione di Eli Lilly oltre la soglia del trilione di dollari. La sequenza è nota: quelle che dovevano essere soluzioni per la cura del diabete, un ambito già ricchissimo di opportunità, si sono rivelate estremamente efficaci anche per la perdita di peso con la possibilità di estendere il loro uso in futuro a molti altri ambiti. Un punto di svolta fondamentale poi si può trovare nella recente corsa al lancio di medicine di questo tipo da assumere per via orale anziché attraverso iniezioni.

UNA CORSA ALL'ORO

Le cifre snocciolate da **Simone Poma**, gestore della strategia **Jss Sustainable Equity-Future Health** di **J. Safra**, permettono di comprendere perché l'economia dei Gp-1 sia percepita come un'autentica corsa all'oro: «Il panorama farmaceutico sta subendo una trasformazione strutturale guidata dall'ascesa delle terapie a base di incretine. Quella che era iniziata come una scoperta clinica nella gestione del diabete si è rapidamente evoluta in un fenomeno sanitario globale. I medici hanno inizialmente osservato una significativa perdita di peso nei pazienti trattati con liraglutide, innescando un'impennata della domanda per usi non autorizzati.



Alcuni gruppi del Vecchio continente dispongono anche di franchise molto solidi e di una presenza globale che consente di monetizzare l'innovazione oltre il mercato domestico



FABIO CALDATO
portfolio manager
AcomeA Sgr

I successivi progressi hanno ulteriormente accelerato questa tendenza, modificando radicalmente la traiettoria del mercato delle malattie metaboliche. Si stima che entro la fine del 2025 circa 23,7 milioni di persone abbiano utilizzato un farmaco a base di incretine. Questa cifra rappresenta circa il 2,12% del mercato globale attualmente raggiungibile e suggerisce un notevole margine per un'ulteriore penetrazione. La leadership iniziale è stata consolidata grazie a formulazioni iniettabili quali Ozempic, Wegovy, Mounjaro e Zepbound. Tuttavia, l'attenzione si è spostata verso i sistemi di somministrazione orale per migliorare l'aderenza terapeutica dei pazienti e ampliare l'accesso al trattamento. I primi dati sul lancio delle terapie Glp-1 per via orale negli Stati Uniti indicano un tasso di prescrizione superiore a quello registrato in occasione del lancio di precedenti farmaci per il trattamento dei disturbi metabolici. Sebbene il successo iniziale di Wegovy per via orale sia incoraggiante, l'interesse professionale si sta spostando verso Founday di Eli Lilly».

TANTO STOCK PICKING

A fronte di prospettive di crescita così immaginifiche e a causa della diminuzione del rischio politico e probabilmente anche del desiderio di diversificare un po' al di fuori dell'AI, la liquidità è tornata ad affluire in maniera copiosa portando a un elevato re-rating dei corsi del Big Pharma made in Usa, i cui rendimenti sono andati ben oltre il pur buon andamento dei profitti. Un'evoluzione che induce a una certa prudenza, poiché, come accennato all'inizio, uno dei maggiori patent cliff della storia è imminente. Si tratta di un reset di fatturati e margini che peraltro rischia di coinvolgere prima di quel che molti pensano anche le nicchie più solide del rally attuale. Molto interessante al proposito l'intervento di **Nicolas Picard**, deputy head of thematic equities di **Cpr Am (gruppo Amundi)**: «La pressione derivante dalla scadenza dei brevetti sarà inizialmente più forte in oncologia, dove diversi farmaci di punta perderanno l'esclusiva nel 2027 e nel 2028. Più avanti nel decennio, e oltre, anche il mercato dei trattamenti per l'obesità dovrà confrontarsi con la scadenza dei brevetti, potenzialmente penalizzante per gli utili dell'attuale duopolio. In questo segmento, i GLP-1 di prima generazione offrono già buoni risultati in termini di perdita di peso; di conseguenza, i farmaci di nuova generazione, che apportano solo miglioramenti marginali in termini di efficacia, pur offrendo maggiore comodità d'uso o modalità di somministrazione più semplici, potrebbero incon-



La pressione derivante dalla scadenza dei brevetti sarà inizialmente più forte in oncologia, dove diversi farmaci di punta perderanno l'esclusiva nel 2027 e nel 2028



trare difficoltà a competere con i biosimilari di prima generazione a prezzi scontati».

NON SONO PIÙ SOLDI FACILI

L'era dei soldi facili è dunque passata: ciò che rimane oggi è un vasto universo investibile dai driver strutturali eccellenti, che però richiede un'acuta capacità di discernimento del potenziale innovativo di ciascun prodotto in via di sviluppo. Servaas Michielssens, di Candriam, appare al riguardo piuttosto netto: «Dal punto di vista dei fondamentali, continuiamo a considerare il settore in buona salute e non rileviamo fattori negativi generalizzati in grado di pesare sugli utili. Tuttavia, i cicli dei prodotti differiscono significativamente da un'azienda all'altra. Per questo motivo, la selettività resta fondamentale e dovrebbe continuare a creare opportunità per gli investitori attivi. A nostro avviso, l'attuale ciclo di innovazione è abbastanza ampio da compensare il patent cliff (la scadenza dei brevetti) a livello di settore. Oncologia, immunologia, malattie rare e obesità rimangono i principali motori di crescita, mentre le patologie neuropsichiatriche, come depressione e ansia, stanno assumendo un'importanza sempre maggiore. Iqvia, società specializzata nella ricerca clinica e nelle soluzioni It per il settore sanitario, prevede che la spesa globale per i farmaci salirà a un Cagr del 5-8% fino al 2030, ben al di sopra della crescita prevista del Pil. Il punto chiave è che questa crescita non sarà distribuita in modo omogeneo: le società con pipeline differenziate e una solida implementazione commerciale saranno i principali beneficiari».



NICOLAS PICARD
deputy head
of thematic equities
Cpr Am (gruppo Amundi)

Una Moderna rivoluzione

Moderna ha ottenuto risultati promettenti con un vaccino mRNA contro il melanoma, basato sull'identificazione tramite Ai delle mutazioni tumorali e sulla stimolazione dei linfociti T. L'approccio multiomico integra genomica, proteine e altri dati biologici, aprendo alla medicina personalizzata. L'Ai potrebbe rivoluzionare la ricerca farmaceutica, ma restano rischi e limiti clinici da superare

Moderna, società specializzata nella realizzazione di vaccini, ha annunciato il primo successo nella fase 3 della sperimentazione per un vaccino mRNA contro il melanoma, uno dei tumori più pesanti, e per una terapia a neoantigeni personalizzata. Fda, l'ente Usa che certifica l'efficacia di tutti i farmaci, in seguito a una sperimentazione su 1.137 pazienti e a risultati mai ottenuti in questo campo, ha dato il via libera al commercio della terapia, che dovrà essere ratificato dal Dipartimento della salute e dei servizi umani Usa guidato dal no-vax Robert Kennedy, da anni nemico personale di Moderna. Stanno inoltre per arrivare gli esiti di ricerche che hanno utilizzato la stessa metodologia per la cura dei tumori della vescica e del polmone.

LA RIVOLUZIONE DEI DATI

Anche se si tratta di spiegare un processo scientifico molto complesso, vista l'enorme importanza che questa svolta potrebbe avere, vale la pena di entrare un minimo nel dettaglio di quella che appare come una vera rivoluzione. Il melanoma genera in ciascun malato una miriade di mutazioni nel Dna delle cellule tumorali. Queste ultime sono state sequenziate grazie a tecniche di machine learning proprietarie, classificate in vari gruppi. L'obiettivo era selezionare

34 fra esse che avessero un'elevata probabilità di essere esposte sulla superficie cellulare e quindi notate dai linfociti T, ai quali viene presentata una vera e propria firma per riconoscere le cellule tumorali. Il tutto viene poi codificato all'interno di molecole mRNA. Il composto viene infine somministrato al paziente insieme al Keytruda di Merck, che rimuove il freno immunitario utilizzato dal tumore per impedire ai linfociti di operare. In pratica, la terapia che verrà eventualmente autorizzata non è una molecola, ma una metodologia per stimolare un responso da parte dei linfociti T. Qualcosa che si basa su un approccio denominato multiomica.

UN PARADIGMA CHE CAMBIA

Nel concreto, che cosa essa sia viene spiegato da **Ovid Amadi**, director of research e portfolio manager di **Ark Invest**: «Per gran parte della storia della medicina, abbiamo trattato le malattie solo dopo la loro comparsa. Questo paradigma sta cambiando grazie al calo dei costi del sequenziamento del Dna, a una visione più completa della biologia umana e a un salto di qualità nell'intelligenza artificiale: la biologia sta diventando leggibile, scrivibile e sempre più prevedibile. Tutto ciò sta avvenendo in un segmento che chiamiamo multiomica. Il genoma è l'insieme completo del Dna presente in quasi ogni cellula e la genomica è la scienza che lo legge. Ma il Dna è solo il primo strato, che coglie ciò che la biologia di una persona è in grado di fare, e non ciò che sta effettivamente facendo nel presente. La multiomica è lo studio integrato di tutti gli strati che plasmano salute e malattia: il genoma, l'epigenoma, l'Rna, le proteine e i metaboliti, letti insieme per rivelare il fenotipo che conta sul piano clinico. È questa immagine più completa e meno costosa a trasformare la

medicina da pratica scientifica reattiva a predittiva. I recenti progressi della genomica e della multiomica stanno portando la scienza dal laboratorio alle prove cliniche. In primo luogo, i costi sono crollati e dovrebbero continuare a farlo; in secondo luogo, avendo imparato a “leggere il Dna”, la scienza sta ora imparando a “scriverlo”, consentendo all’industria sanitaria di correggere o disattivare le sequenze che causano la malattia».

UN SALTO EPOCALE

In pratica una lettura molto più ampia, che include fra le altre anche le proteine, rispetto al mero Dna di un essere umano. Una varietà e una quantità di informazioni che possono essere gestite solo con una potenza di calcolo estremamente elevata e modelli di Ai avanzati. Peraltro, nel caso di Moderna l’algoritmo è congelato da anni: ciò che è cambiato non è il modello, ma la possibilità di generare per ogni singolo paziente, in poche settimane e a costi sostenibili, i dati su cui esso lavora. Come si vedrà, con le nuove piattaforme lanciate dagli hyperscaler si può immaginare un ulteriore salto di produttività epocale.

ATTENTI AGLI ENTUSIASMI

Detto ciò, come al solito, non bisogna farsi trascinare dagli entusiasmi. L’uso più visibile (e meglio finanziato) dell’intelligenza artificiale rimane legato al design molecolare, in pratica la struttura della molecola biologica destinata a operare su parti del corpo umano che si ritiene causino una malattia. Il problema è che spesso le escrescenze fisiche si rivelano una conseguenza e non la causa di una determinata malattia. Il fatto di andare a eliminare perfettamente dei sintomi senza intaccare i meccanismi genetici dietro al tutto, quali ad esempio la produzione di proteine tossiche da sopprimere, è alla base di innu-

merevoli, e tipici, fallimenti nella fase 2. I dati di nuova generazione prevedono, però, di superare i limiti del recente passato. Chiunque riuscirà in questo intento offrirà agli ammalati possibilità di guarigione mai viste prima e ai propri investitori rendimenti ai confini dell’inimmaginabile. Ma si tratta di una strada nuova e ancora in gran parte da esplorare.

LA RIVOLUZIONE DEL SECOLO?

Comunque, l’uso dell’intelligenza artificiale nelle biotecnologie rappresenta da anni uno degli ambiti con maggiori potenzialità per l’applicazione di quella che dovrebbe essere la rivoluzione del secolo. E vale la pena sottolineare, come fa **Camilla Papaleo**, Etf product manager di **VanEck**, il simultaneo fenomenale ammontare di offerte che i colossi dell’Ai hanno messo a punto per le aziende farmaceutiche: «In meno di tre mesi, tra il 14 aprile e il 30 giugno 2026, quattro dei maggiori sviluppatori di Ai al mondo, tra i più capitalizzati e meglio finanziati, hanno lanciato piattaforme dedicate alle scienze della vita. Ciò che rende questo momento strutturalmente diverso dalle precedenti ondate di adozione tecnologica nelle scienze della vita non è la sofisticazione di una singola piattaforma. È la simultaneità. Queste società, con accesso a capitali consistenti, infrastrutture di calcolo e talenti nella ricerca, sono giunte indipendentemente alla conclusione che le scienze della vita rappresentano una frontiera strategica importante per l’Ai.

IL NUOVO GROWTH

Si tratta di sviluppi che non sono sfuggiti agli investitori ed è particolarmente interessante quanto elaborato da **Simone Poma**, gestore della strategia **Jss sustainable equity-future health** di **J. Safra Sarasin**: «Gli investitori si stanno rivolgendo al settore come copertura



SIMONE POMA
gestore della strategia
Jss sustainable equity
- future health
J. Safra Sarasin



Il mercato sta riconoscendo il biopharma come uno dei principali beneficiari dell'adozione dell'AI, che aumenta la produttività della R&S nella scoperta e nello sviluppo di nuovi farmaci



rispetto ai titoli growth dominanti (data center e affini essenzialmente), attratti dalla sua crescita stabile, dai solidi bilanci e dai resilienti flussi di cassa. Inoltre, il mercato sta riconoscendo il biopharma come uno dei principali beneficiari dell’adozione dell’Ai, che aumenta la produttività della R&S nella scoperta e nello sviluppo di nuovi farmaci». In pratica, il settore dei medicinali come diversificazione rispetto al tema dominante di questi anni e come grande beneficiario di esso. Un posizionamento downstream strategico per l’invocato prossimo futuro in cui si vedranno enormi guadagni di produttività fra le aziende leste ed efficaci nell’adottare l’intelligenza artificiale. Il tutto è possibile solo grazie all’arrivo di una nuova messe di dati sui quali lavorare come mai si era visto prima. Da questo punto di vista, una delle novità in campo oncologico più dirompenti degli ultimi anni rappresenta un esempio paradigmatico di questo trend.



Acquistare scienza con l'M&A e dalla Cina

Le maggiori opportunità nel pharma sembrano concentrarsi sulle biotech piccole e medie, spesso acquistate dalle Big Pharma per rinnovare le pipeline in vista della scadenza dei brevetti. Crescono anche le licenze di farmaci acquistate dalla Cina, che nel 2025 ha generato il 32% dei trial mondiali

Si è verificato un avvenimento forse un po' trascurato nel 2026: la concentrazione delle maggiori occasioni di investimento tra le società farmaceutiche di minori dimensioni. Non a caso **Fabio Caldato**, portfolio manager di **AcomeA Sgr** afferma: «Il re-rating delle Big Pharma statunitensi è stato sostenuto da un miglioramento della visibilità sugli utili e dalla qualità dei nuovi motori di crescita. A nostro avviso, però, il punto non è tanto il re-rating in sé, quanto la capacità di trasformare pipeline e innovazione in crescita sostenibile. Le prospettive restano interessanti, ma cercherei di essere selettivo ed evitare i campioni di borsa già ampiamente riconosciuti nei prezzi come Eli Lilly».

INNOVAZIONE COMPRATA

In pratica, va bene il ritorno di fiducia nei confronti dei colossi, va bene il sollievo per un Trump meno aggressivo, va bene la guerra per l'ecosistema del Glp-1 tra il campione europeo e quello Usa, però bisogna tenere bene a mente che nel pharma i giganti, a differenza di quanto avviene in ambito Ai, l'innovazione tendono più a comprarla che a produrla al proprio interno. La conseguenza principale è avere un panorama ricchissimo di accordi di sviluppo e licen-

za e di operazioni di fusione e acquisizione.

Simone Poma, gestore della strategia **Jss Sustainable Equity - Future Health** di **J. Safra**, è esplicito sul fenomeno: «L'M&A nel biopharma sostiene i rendimenti dell'industria su due fronti. Primo, i player più grandi acquisiscono solitamente società a piccola e media capitalizzazione a premi elevati attraverso processi competitivi di offerta, generando così valore immediato per gli azionisti. Secondo, l'acquisto di farmaci già commercializzati o di asset di pipeline migliora il profilo finanziario degli acquirenti attraverso sinergie di costo e crescita degli utili nel lungo periodo. Spinte dall'imminente patent cliff e da solide disponibilità di cassa, le grandi aziende biopharma potrebbero facilmente assorbire oltre la metà del settore biotech nei prossimi anni».

UN DRIVER RILEVANTE

Queste considerazioni si accordano con l'analisi di **Nicolas Picard**, deputy head of thematic equities di **Cpr Am (gruppo Amundi)**: «Le operazioni di M&A possono rappresentare un driver rilevante per i rendimenti del settore farmaceutico, poiché la scadenza dei brevetti spinge le big pharma a rafforzare e rinnovare la propria pipeline. Tuttavia, gli investitori devono selezionare con attenzione: le operazioni ben strutturate su asset farmaceutici poco presenti sul mercato dovrebbero essere premiate, così come gli asset di alta qualità nel comparto biotech, mentre le mega-operazioni troppo costose potrebbero erodere valore, come dimostrato

dalla reazione pessima del mercato alle voci di accordo tra AstraZeneca e Bms».

UNA LOGICA DI PRODOTTO

L'idea alla base della fusione poi saltata fra la britannica AstraZeneca e la statunitense Bristol Myers Squibb era di combinare un gruppo dal portafoglio brevetti più ricco (quello basato nel Regno Unito) con il network commerciale e il resto delle infrastrutture di una major americana. L'obiettivo, abbastanza evidente, era riuscire a meglio penetrare il più vasto e lucroso complesso di cura della salute della Terra. Un modello di business che forse in passato sarebbe stato accolto con favore dai mercati, ma non in questi anni in bilico fra minaccia di una tempesta di biosimilari e promesse di una nuova era della medicina. Oggi conta una sola cosa: la capacità di produrre scienza.

«L'acquisto in licenza di farmaci cinesi non rappresenta un sostituto della ricerca occidentale bensì un terzo pilastro insieme all'R&D endogeno e ai processi di fusione e acquisizione». Con queste parole **Leverage Shares** introduce uno dei fenomeni più importanti per l'industria biotecnologica di questi anni: l'esplosione degli accordi da gruppi del Dragone di medicine di solito dopo la fase 1. Gli sviluppi successivi, l'eventuale approvazione e la commercializzazione rimangono nelle mani delle major. Alla base di un fenomeno che fino a meno di un decennio fa sarebbe sembrato fantascienza vi è una dinamica essenzialmente fatta di due debolezze. Da una parte, un patent cliff imminente che impone di non andare, tanto per il sottile. Dall'altra la crescita fenomenale delle capacità scientifiche della Repubblica Popolare Cinese, all'interno, però, di un quadro competitivo ai limiti del drammatico.

PHARMA CINESE IN DIFFICOLTÀ

Fabian Wenner, equity research analyst di **Julius Baer**, afferma: «Le grandi aziende farmaceutiche hanno alle spalle una lunga storia di dipendenza dall'innovazione creata da altri per rimpinguare le proprie pipeline e fornire sostegno alle proprie vaste infrastrutture di vendita e marketing, al proprio ecosistema manifatturiero e alle divisioni di sviluppo. La continua forza del comparto biotech riflette questa dinamica dal momento che i gruppi emergenti rimangono un'importante fonte di nuove terapie e tecnologie. Contemporaneamente, il pharma cinese opera in un ambiente particolarmente difficile. Infatti, spesso i periodi di esclusività concessi sono più brevi che in Occidente e le pressioni sui prezzi tendono a manifestarsi ben prima della scadenza dei brevetti. Inoltre, la concorrenza dei generici è anch'essa più intensa rispetto a Europa e Usa. Storicamente, le aziende cinesi sono

state considerate come dei rapidi inseguitori che si concentravano su molecole e meccanismi già validati altrove. Un simile ritratto era accurato un decennio fa, ma da allora l'industria locale si è evoluta in maniera considerevole. Attualmente, i protagonisti del biopharma della Repubblica Popolare sempre di più vengono ritenuti veri innovatori».

I SOLITI MARGINI SOTTILISSIMI

In pratica è stata lasciata alle spalle in maniera prepotente la competitività solo nei generici, anche se comunque la Cina produce sì molecole innovative in grande quantità, però esse agiscono tuttora soprattutto su componenti del corpo umano per le quali già esistono alternative. I ruggenti player cinesi devono poi fare i conti con un quadro ormai familiare: una concorrenza spietata e, nel caso di questo comparto, un governo poco propenso a sobbarcarsi costi sanitari elevati. Di conseguenza, ancora una volta resta solo l'export. Le aziende farmaceutiche locali sono però tuttora di modeste dimensioni rispetto ai colossi Usa ed

di dollari e il 2026 è sulla strada di superare tale ammontare». Per i compratori occidentali, la struttura di questi deal appare vantaggiosa: l'accordo viene formalizzato dopo la fase 1 con pagamenti in anticipo modesti che verranno poi rimpinguati al raggiungimento di obiettivi successivi. Ad esempio, dei 135 miliardi citati da Leverage Shares finora solo sette sono stati effettivamente sborsati.

NUOVI PROBLEMI

Tutto ciò, però, fa sorgere nuovi di problemi, riassunti da **Grégoire Biollaz**, senior investment manager di **Pictet Asset Management**: «Le vaste infrastrutture per la sperimentazione clinica disponibili in Cina, l'ampio bacino di pazienti, i fitti cluster terapeutici e i costi di sviluppo più contenuti possono generare un ampio bacino di asset in fase iniziale. Tra i rischi figurano la riproducibilità clinica su una popolazione di pazienti a livello globale, una maggiore concorrenza e una minore disciplina di valutazione, man mano che la competizione per questi asset si intensifica e si avvicina l'im-



uropei e mancano della capacità di organizzare grandi trial clinici con pazienti stranieri, che possono avere caratteristiche biologiche diverse. Inoltre a non hanno ancora costruito infrastrutture manifatturiere e commerciali significative all'estero. L'esplosione delle licenze, dunque, appare una naturale conseguenza di tutto ciò.

NUMERI IMPRESSIONANTI

I numeri sono in effetti impressionanti, come ricorda Leverage Shares: «Secondo i dati di Iqvia, i gruppi del Dragone hanno generato il 32% dei test clinici di tutto il mondo nel 2025 a fronte di un mero 2% nel 2009. Le aziende della Repubblica Popolare detengono una quota di circa la metà del volume degli accordi di licenza. Solo pochi anni fa, questa percentuale era inferiore a un quinto. L'anno scorso ha visto transazioni record per oltre 135 miliardi

di dollari e il 2026 è sulla strada di superare tale ammontare». Inoltre, il maggiore controllo da parte del governo Usa sulle transazioni nel biotech legate alla Cina rappresenta un rischio emergente per le future attività di acquisizione di licenze».

Un'opinione sulla stessa lunghezza d'onda viene elaborata anche da **Kosta Kleymann**, healthcare investor di **Columbia Threadneedle Investments**: «Il settore biotecnologico cinese è diventato troppo importante perché l'industria farmaceutica occidentale possa ignorarlo, ma la concessione di licenze dopo la fase 1 non sostituisce un'adeguata due diligence. L'opportunità consiste in un'innovazione più rapida e più efficiente in termini di capitale; il rischio è pagare per segnali clinici iniziali che potrebbero non tradursi in prodotti differenziati o in dati accettati a livello globale». In pratica, la concreta possibilità di strapagare asset sui quali è lecito mettere diversi punti di domanda.

Le fragilità di Tokyo e di Washington

Usa e Giappone condividono debiti pubblici fuori controllo e banche centrali molto caute nell'adottare politiche monetarie restrittive. I Treasury americani a lunga scadenza vengono venduti, mentre il Tesoro ha raddoppiato le emissioni a breve per riacquistare debito lungo. Sullo yen ai minimi da 40 anni, l'America interviene a sostegno della divisa nipponica vendendo euro e scavalcando l'Europa

di Boris Secciani

Dopo un inizio di estate in cui il colossale trade incentrato sull'acquisto di azioni di qualsiasi azienda collegata ai data center ha cominciato a traballare vistosamente, un'ottima stagione delle trimestrali a fine luglio ha riaperto la propensione al rischio. Anche se con una maggiore selettività, l'Ai ha ripreso il ruolo di ossessione degli investitori di tutto il pianeta con l'S&P 500 che ha superato quota 7.800 e il Kospi, ormai vero canarino nella miniera dell'equity globale, che ha innescato un nuovo bull market. Le cifre del secondo quarto dell'anno hanno evidenziato che i grandi lab che elaborano gli Llm e i gli hyperscaler che stanno costruendo l'infrastruttura fisica

per farli funzionare appaiono tuttora estremamente ottimisti sulle prospettive del comparto e le loro intenzioni di capex sono un'autentica manna per le pompatissime aziende dei semiconduttori. Tutto ciò continua a garantire una certa forza all'economia statunitense e al ciclo del resto del mondo, anche se la concentrazione dei titoli coinvolti è elevatissima.

NON SOLO POSITIVITÀ

Ma non ci sono solo spinte positive. Un'economia che tirava e un sogno di cambiamento che coinvolgeva migliaia di aziende e milioni di persone (forse addirittura miliardi), che negli anni passati avrebbe prodotto una situazione di Goldilocks, non è più sufficiente. Il problema è che, in una fase di continuo caos mediorientale, con i corsi dei prodotti energetici ostinatamente elevati, le spinte sui prezzi restano a livelli consistenti. La combinazione di crescita discreta ed essenzialmente iperconcentrata (consumi a forma di K e investimenti in Ai) e tensioni esogene si sta riflettendo in numeri di inflazione tutt'altro che incoraggianti. Basti pensare al dato dell'indice dei prezzi al consumo Usa di luglio, uscito in linea con le aspettative a +3,4% (+2,5% a livel-



lo core) o all'equivalente europeo posizionato su un, comunque, robusto +3%. In pratica un'economia ribollente in alcuni ambiti e a rischio stagflazione nella maggior parte dei segmenti che la compongono. Uno scenario non facile per le autorità fiscali e monetarie in ogni dove, con però due realtà che allo stato attuale appaiono particolarmente fragili: l'America e il Giappone. Si tratta di due sistemi che, oltre a vantare legami profondissimi in quasi tutti i gangli finanziari, condividono oggi alcuni tratti pochissimo entusiasmanti: due situazioni fiscali pessime, due banche centrali sostanzialmente deboli e bond vigilantes che stanno cominciando a fare sul serio.

FACCE BLANDAMENTE FEROCI

Innanzitutto, in entrambi i casi le rispettive classi politiche (sia al governo, sia all'opposizione) mostrano voglia e capacità di rimettere in sesto i conti prossime allo zero. Di fronte a tutto ciò, né la Fed, né la BoJ sembrano in grado di offrire molto di più che una faccia blandamente feroce. Ad esempio, alla fine dello scorso luglio, nonostante i future quotassero una probabilità di circa il 30% di assistere a un rialzo dei tassi, il Fed Funds rate è stato lasciato nella precedente finestra compresa fra il 3,5% e il 3,75%: la conferenza stampa in cui le parole di Warsh sono risultate piuttosto aspre e il voto contrario alla decisione di tre governatori non hanno evitato ondate di vendite sulla componente lunga dei Treasury da parte degli investitori istituzionali.

Il rendimento del trentennale ha infatti toccato il proprio massimo da quasi 20 anni a questa parte, mentre il decennale è salito fino al picco del 2026, generando un notevole irriducimento della curva. **Massimo Spagnol**, fixed income portfolio manager di **Generali Asset Management**, offre una sintesi

molto precisa di quanto è accaduto: «Gli investitori hanno continuato a rivalutare la funzione di reazione della Federal Reserve dopo i recenti commenti del governatore Warsh e hanno alimentato il timore che la Banca centrale possa restare indietro rispetto alla curva qualora le pressioni inflazionistiche riaccelerino. Il rendimento del Treasury decennale ha temporaneamente raggiunto il 4,74%, il livello più elevato dell'anno, mentre il Treasury trentennale ha superato il 5,2%. I tassi reali sono saliti oltre il 2,4%, riflettendo, sia la resilienza dell'economia, sia l'incertezza sulle prospettive inflazionistiche».

SOLUZIONI CREATIVE

Un quadro lucido del clima attuale viene restituito anche da **Derek Halpenny**, head of research, global markets Emea & international securities di **Mufg**, che si concentra sull'ormai diffusa percezione di un completo disinteresse nei confronti dei conti pubblici da parte dell'attuale amministrazione sempre più alla ricerca di facili toppe più indolori possibili: «Che cosa stia alimentando direttamente questo peggioramento del sentiment è meno chiaro, ma è probabile che il deterioramento della situazione in Medio Oriente contribuisca ad accentuare i timori sull'inflazione. Inoltre le preoccupazioni per la situazione fiscale degli Stati Uniti, che continuano a non dimostrare alcuna volontà di affrontare la situazione fiscale del Paese, stanno pesando sempre più sulla parte lunga della curva. Anche la domanda senza precedenti di capitali per finanziare gli investimenti nell'Ai deve avere un ruolo in questa dinamica: è un'ipotesi che appare plausibile, considerando che i breakeven d'inflazione e gli spread dei rendimenti sovrani rispetto ai tassi swap non mostrano movimenti significativi in nessuno dei due casi».



MASSIMO SPAGNOL
fixed income portfolio manager
Generali Asset Management



Gli investitori hanno continuato a rivalutare la funzione di reazione della Federal Reserve dopo i recenti commenti del governatore Warsh



L'IMPOSSIBILE STRETTA

In pratica, allo stato attuale, non è possibile portare avanti la stretta monetaria necessaria per stroncare l'inflazione a causa dell'enorme debito accumulato da Washington, ormai superiore a 40 trilioni di dollari, e alla forte sensibilità al costo del denaro da parte del complesso dell'intelligenza artificiale. Non sorprende che lo scorso 7 agosto Wall Street abbia reagito molto positivamente dopo che i dati di luglio hanno mostrato una perdita netta di 23 mila posti di lavoro. A ciò si è affiancata peraltro una revisione al ribasso, riguardante i mesi precedenti, per circa 100 mila unità. In pratica, per il rally degli asset rischiosi (anche l'oro ha mostrato robusti segni di ripresa) forse l'ideale sarebbe avere un andamento recessivo del Pil statunitense ex-Ai in maniera tale da consentire alla Federal Reserve di chiudere un occhio.

ALLA RICERCA DI SCORCIATOIE

Come si può intuire il sentiero è stretto e gli strumenti di cui si ha il controllo sono pochi. In quest'ottica, non deve sorprendere che ad agosto il Tesoro statunitense se ne sia uscito con un'idea che nel breve periodo ha sì un po' appiattito la struttura del debito pubblico americano, ma che su un orizzonte temporale più ampio rischia di aprire più interrogativi di quelli che risolve. Si sta infatti parlando della decisione di Scott Bessent di raddoppiare le emissioni a breve per finanziare il riacquisto di titoli dalla duration più elevata. **Mark Dowding**, fixed income Cio di **Rbc BlueBay Am** parla esplicitamente di una mossa dettata più dalle pressioni di Trump che da una logica meramente finanziaria: «Un annuncio del Tesoro statunitense, in cui si dichiara l'intenzione di aumentare in modo significativo gli acquisti di titoli di stato a lungo termine, ha determinato un appiattimento della curva dei rendimenti negli Stati Uniti nel corso dell'ultima settimana. La tempistica insolita di questo annuncio sembra volta a frenare l'aumento dei rendimenti dei titoli del Tesoro a lungo termine, dopo che questi avevano toccato un nuovo massimo degli ultimi 20 anni all'inizio della settimana. A questo proposito, Scott Bessent ha sempre sostenuto che i costi di finanziamento a lungo termine scenderanno in modo significativo sotto la sua guida e che ciò aiuterà il mercato immobiliare statunitense, migliorando l'accessibilità dei mutui. Tuttavia, con la tendenza dell'ultimo anno che va nella direzione opposta, sembra che il segretario al Tesoro sia sempre più frustrato. In effetti, non è difficile immaginare il suo capo che gli urla all'orecchio di "fare qualcosa" per correggere



L'annuncio del Tesoro statunitense, in cui si dichiara l'intenzione di aumentare in modo significativo gli acquisti di titoli di stato a lungo termine, ha determinato un appiattimento della curva dei rendimenti negli Stati Uniti



MARK DOWDING
fixed income Cio
Rbc BlueBay Am

l'andamento indesiderato dei costi di finanziamento».

UN SURROGATO DI QE

È interessante notare che, sempre per Mark Dowding, il coniglio tirato fuori dal cilindro da Bessent corrisponde a un tentativo di creare una sorta di surrogato delle politiche monetarie espansive degli anni '10: «In questo contesto, la mossa di riacquistare titoli a più lunga scadenza, finanziata da passività a breve termine, può essere vista come la creazione di un effetto analogo a quello che la Banca centrale cercherebbe di ottenere con un allentamento quantitativo. Tuttavia, la portata di queste operazioni di riacquisto è minima rispetto ai precedenti programmi di Qe della Federal Reserve. A questo proposito, l'iniziativa è più che altro un segnale da parte dell'amministrazione statunitense. In un momento in cui il disavanzo di bilancio degli Stati Uniti rimane estremamente elevato, la propensione al risanamento fiscale è pari a zero».

UN NUOVO FRONTE A TOKYO

Il problema strutturale è però dato dal fatto che Warsh e soci potrebbero creare denaro a comando sostenendo qualsiasi asset a tempo indeterminato qualora decidessero di ignorare l'inflazione. Il Tesoro, invece, la liquidità la deve chiedere in giro: di conseguenza, interventi così configurati finiscono più che altro per ricordare i tentativi di stati dalla scarsa credibilità (ad esempio, il Sud Europa una quindicina di anni fa) di abbassare il costo del servizio del debito accorciandone la vita media. In quest'ottica rientrano anche le manovre a sostegno dello yen di fine luglio e

inizio agosto. La divisa del Sol Levante in questi mesi ha infatti sfondato quota 163 rispetto al biglietto verde, il minimo da quasi 40 anni. La dinamica alla base della perenne debolezza della moneta di Tokyo è nota: il tasso di crescita rimane molto basso con il governo Takaichi che ha varato l'ennesimo piano di investimenti immaginifico per rilanciare il Pil del Paese. Obiettivi che mal si conciliano con la gestione della montagna di debito pubblico che Tokyo ha accumulato. Non sorprende, dunque, che da anni la Bank of Japan sia di gran lunga la Banca centrale, tra quelle delle economie avanzate, più debole e dietro la curva della lotta all'inflazione.

TOKYO, EQUILIBRIO INSTABILE

Lo scorso giugno, infatti, il governatore Ueda ha alzato il tasso di riferimento di 25 punti base, portandolo all'1%. La probabilità di un movimento simile al prossimo meeting di settembre è stimata intorno all'80%. Ciò nonostante, questi numeri fanno capire quale sia lo scarto nel livello di rendimenti che il Giappone offre rispetto al resto del mondo. La seconda economia dell'Asia sta dunque intensificando il suo ruolo di maggiore esportatore di capitali del globo, sia sotto forma di profitti delle proprie multinazionali parcheggiati all'estero, sia di un carry trade che veleggia intorno a 4 trilioni di dollari. L'equilibrio, a fronte dei vari shock energetici che si sono succeduti, non è più molto sostenibile: mantenere il costo del denaro a livelli risibili per offrire ossigeno ai conti pubblici sta facendo sprofondare il tasso di cambio, elemento che a sua volta intensifica l'effetto inflazione importata. Va ricordato che il Fondo Monetario

stima per il 2026 un Pil pro capite nominale inferiore a quello di Slovenia e Lituania per un'economia che, non molti anni fa, era molto più ricca della media europea.

RISCHIO FUGA DAI TREASURY

In questo contesto, probabilmente si sta evidenziando un timore profondo da parte di diversi centri di potere statunitense. Il Giappone, infatti, già dalla scorsa primavera sta provando a puntellare lo yen vendendo le proprie abbondantissime riserve di Treasury, che arrivavano a oltre 1,1 trilioni di dollari a fine giugno, in calo del 2,4% su base mensile. E quest'ultimo dato deve fare riflettere: uno dei maggiori creditori esteri di Washington sta infatti tentando di proteggere sé stesso alleggerendo le proprie posizioni su un asset al quale sempre più gestori di grandi portafogli, specialmente in Asia, guardano con un certo scetticismo.

UN CIRCOLO VIZIOSO

È un circolo vizioso ben riassunto da Derek Halpenny di Mufg: «La decisione degli Stati Uniti di affiancare il Giappone negli acquisti di yen ha lasciato negli investitori l'impressione che gli Usa fossero sempre più preoccupati per la necessità del Giappone di vendere continuamente dollari statunitensi per finanziare gli interventi, utilizzando le proprie disponibilità in Treasury. I dati del Treasury international capital (Tic) statunitense di giugno hanno confermato che il Giappone è stato il maggiore venditore di titoli del Tesoro Usa, con le disponibilità giapponesi diminuite di 26,4 miliardi di dollari, dopo un calo di 66,8 miliardi di dollari a maggio, e con una diminuzione complessiva da febbraio di 122,6 miliardi di dollari. In ogni caso, vale la pena sottolineare che il Giappone dispone di quasi 170 miliardi di dollari di liquidità all'interno delle proprie riserve valutarie e non è quindi obbligato a vendere Treasury Usa per finanziare gli interventi: sta scegliendo di farlo e ciò rafforza le preoccupazioni degli investitori globali sulla stabilità del mercato dei Treasury statunitensi».

MODALITÀ RIVELATRICI

Dunque, l'intervento da parte del Tesoro statunitense per spingere al ribasso la propria valuta rispetto a quella nipponica, il primo dal 1998, non può stupire più di tanto. Le modalità sono però alquanto rivelatrici. Bessent ha infatti agito attraverso la Federal Reserve di New York. Quest'ultima ha inizialmente operato un cosiddetto rate check, ha cioè chiesto a due grandi banche americane di

quotare un livello del cross scelto per un'operazione di grosse dimensioni. Si tratta di un approccio piuttosto comune per quanto riguarda gli interventi sul Forex da parte delle banche centrali.

Ma il fatto clamoroso sta nell'aver scelto una tattica indiretta in cui sono stati venduti euro (invece che dollari) contro yen. Per procurarsi il Tesoro statunitense ha venduto parte delle riserve, probabilmente Oat francesi, detenute all'interno dell'Exchange stabilisation fund (Esf).

Quest'ultimo è una riserva speciale istituita nel 1934 allo scopo di permettere a Washington di gestire l'andamento della valuta di riserva del pianeta. Circa il 70% degli asset dell'Esf è costituito da debito pubblico a breve termine di paesi core dell'Eurozona. I meccanismi di arbitraggio hanno poi quasi contemporaneamente indotto un forte calo anche nel cross Usd/Jpy, sceso a inizio agosto da quasi 164 a meno di 158 per poi ritornare nelle settimane successive vicino a 160. Quanto avvenuto porta alla ribalta l'ennesimo sgarbo istituzionale ai governi europei, che, al pari della Bce, non sono stati neppure avvertiti.

UNA MOSSA SGRAZIATA

La scelta di sacrificare security europee, alla luce di quanto spiegato, appare come una mossa sgraziata, ma con una sua logica: evitare di avere, dopo la Cina, un'altra grande economia dell'Estremo oriente in palese fuga dal reddito fisso Usa. Uno scenario paradossale in cui l'arcipelago nipponico svolge al contempo il ruolo di enorme creditore netto e nazione dalle finanze sgangherate. In pratica, uno stallone in cui i due grandi alleati del Pacifico devono fingere una fiducia reciproca probabilmente in marcata diminuzione allo scopo di evitare di trascinarsi l'un altro in una crisi delle finanze statali. È una situazione di difficilissima gestione.



La crescita perde slancio

di Daniel Zanin e David Aujla

Il nostro framework continua a collocare l'economia globale in un regime di rallentamento: la crescita resta superiore al trend, ma perde slancio, mentre la propensione al rischio si indebolisce moderatamente. Utili societari solidi e investimenti nell'intelligenza artificiale sostengono l'attività, ma rischi geopolitici, inflazione ancora elevata e incertezza sulle politiche monetarie rendono più complesso il rapporto rischio-rendimento. Manteniamo, quindi, un portafoglio diversificato, moderatamente orientato verso l'azionario rispetto al reddito fisso, ma con un'impostazione difensiva e coperture contro i rischi al ribasso.

--

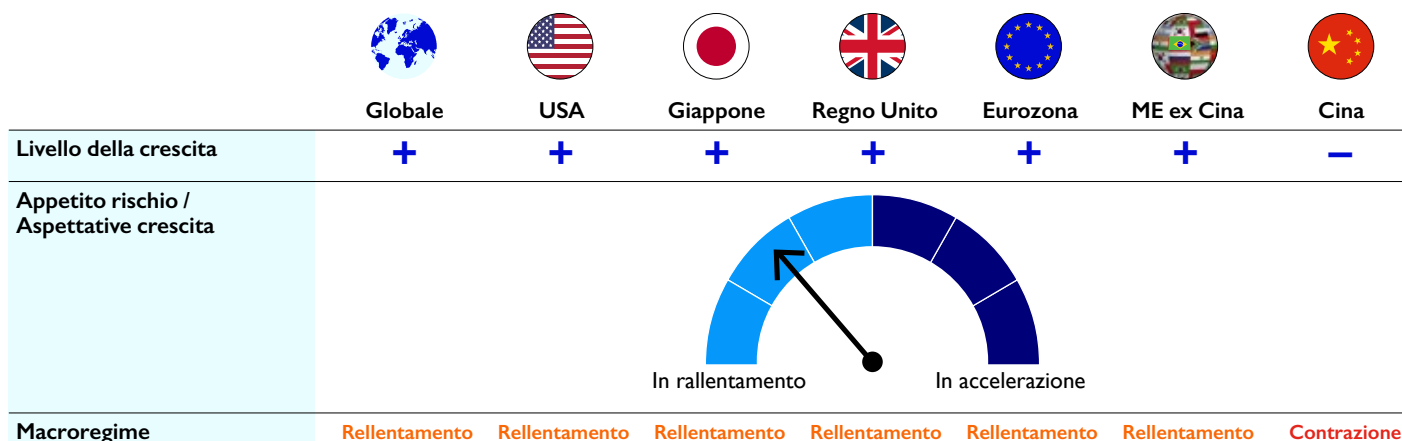
DECELERA LA PROPENSIONE AL RISCHIO

Il superciclo dell'intelligenza artificiale continua a sostenere crescita e utili. Nel secondo trimestre le Magnifiche 7 hanno registrato

un aumento dei profitti del 118,5%, la più elevata dal quarto trimestre 2021; anche le altre società dell'S&P 500 hanno beneficiato dell'espansione, con una crescita prossima al 32%. Ciò suggerisce che la monetizzazione degli investimenti nell'AI resta superiore ai timori legati ai costi infrastrutturali e che i benefici si stanno ampliando oltre i principali titoli tecnologici.

I rischi geopolitici restano tuttavia elevati. Il protrarsi del conflitto tra Stati Uniti e Iran e le difficoltà nel ripristinare il traffico attraverso lo Stretto di Hormuz mantengono i prezzi dell'energia su livelli alti. Tempi di risoluzione, ricostruzione delle infrastrutture e allentamento dei vincoli all'offerta rappresentano importanti fonti di incertezza. La crescita economica globale rimane sopra il trend, trainata dagli Stati Uniti, dove consumi resilienti e investimenti aziendali legati all'AI sostengono l'attività. Anche le altre economie sviluppate mostrano segnali favorevoli nella fiducia di famiglie e imprese. Il framework resta pertanto in regime di rallentamento:

IL NOSTRO QUADRO MACROECONOMICO IN SINTESI



Fonte: Invesco

crescita ancora solida, ma propensione al rischio in decelerazione.

INFLAZIONE ELEVATA NEI LIVELLI

L'inflazione rimane contenuta nella dinamica, ma elevata nei livelli: il Pce core Us si è attestato al 3,6% nel secondo trimestre, ancora sopra l'obiettivo del 2%. Il tono restrittivo della Federal Reserve ha rafforzato le attese di tassi più alti nel breve periodo. Rendimenti nominali e reali elevati riflettono rischi monetari, fiscali, geopolitici e di offerta; al tempo stesso, aumentano l'attrattiva del reddito fisso in un portafoglio multi-asset, migliorandone rendimento prospettico e diversificazione.

DISCIPLINA NELLA COSTRUZIONE DEL PORTAFOGLIO

In sintesi, la combinazione di crescita sopra il trend e propensione al rischio in calo moderato non segnala un'imminente contrazione, ma richiede disciplina nella costruzione del portafoglio. Storicamente, queste fasi hanno prodotto rendimenti moderatamente positivi e una maggiore convergenza tra asset ciclici e difensivi. Questo quadro sostiene un posizionamento equilibrato, diversificato e selettivo.

ANCORA NEUTRALI AL RISCHIO

Manteniamo un orientamento complessivamente neutrale al rischio rispetto al benchmark, volto a preservare la partecipazione a eventuali rialzi e, al contempo, a contenere i rischi di crescita. All'interno di questa impostazione restiamo moderatamente sovrappesati sull'azionario rispetto al reddito fisso, privilegiando caratteristiche difensive e opportunità di valore relativo. In particolare, per quanto riguarda questa asset class, sovrappesiamo qualità e bassa volatilità in termini di stile d'investimento. Da un punto di vista settoriale, la propensione è verso i titoli tecnologici, ma in modo selettivo, alle aziende appartenenti ai comparti della sanità e dei beni di prima necessità rispetto alla parte più ciclica del mercato. Esprimiamo una moderata preferenza per gli Stati Uniti e, più in generale, per i mercati sviluppati rispetto agli emergenti. Nell'ambito del reddito fisso, manterremo un moderato sottopeso sul rischio di credito, poiché gli spread offrono una remunerazione meno interessante rispetto ad altre fonti di rendimento. Il sovrappeso sulla duration, invece, viene considerato come strumento di diversificazione e copertura contro i rischi al ribasso, con preferenza per le obbligazioni nominali.



DANIEL ZANIN
senior analyst, investment research
Invesco



DAVID AUJA
portfolio manager
Invesco

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.

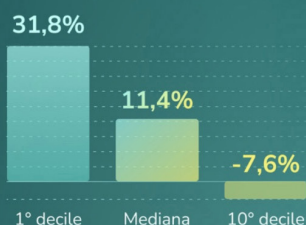
Il presente documento è pubblicato in Italia da Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg, regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg.

Strategie a sostegno delle imprese

di Barbara Galliano

Nel 2025, il mercato globale del
venture capital ha raccolto
70 miliardi di euro

*Fonte: Private Equity International



Dispersione del **Tir¹**
nel venture capital
tra il 2002 e il 2022*

[1] Tasso interno di rendimento

*Fonte: PitchBook



BARBARA GALLIANO
country head Italy
Altaroc

Il private equity si distingue per la varietà delle strategie costituite sulla base degli obiettivi da raggiungere. Una molteplicità preziosa in un tessuto economico come quello italiano, nel quale le esigenze variano a seconda che si accompagni una startup deeptech o una Pmi a conduzione familiare in fase di passaggio generazionale. A seconda dello stadio di sviluppo delle imprese finanziate, i fondi di private equity adottano approcci specifici, ciascuno con uno scopo ben preciso: sostenere l'innovazione, accompagnare la crescita o facilitare le transizioni, con la possibilità, per chi investe, di esporsi a diverse opportunità lungo tutto il ciclo di vita di un'impresa.

IL CAPITALE DI RISCHIO

Il venture capital (capitale di rischio) opera

in fase iniziale finanziando startup o imprese innovative in un segmento promettente, con un elevato potenziale di crescita, ma che generalmente non hanno ancora realizzato una piena redditività.

I fondi assicurano capitali, ma anche un accompagnamento strategico per aiutare queste giovani imprese a strutturare le proprie attività, reclutare talenti chiave e affinare la propria offerta. Come contropartita, gli investitori si assumono rischi rilevanti, poiché il tasso di insuccesso resta elevato. I successi, però, in questo segmento possono essere spettacolari, come dimostrano i percorsi di Spotify, Airbnb o Satispay.

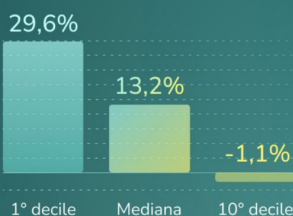
L'ecosistema italiano del venture capital, in ritardo rispetto agli omologhi europei, sta oggi vivendo un rapido recupero. Secondo l'osservatorio Venture Capital Monitor di Aifi e dell'università Liuc, il venture capital italiano ha attratto quasi 2,3 miliardi di euro nel 2025, secondo migliore anno della sua storia, trainato dalla tecnologia e dal settore life science, con una marcata concentrazione in Lombardia. Un esempio di questo processo virtuoso è Satispay che, partita da una semplice idea di mezzo di pagamento mobile, è diventata uno dei primi unicorni italiani.

IL CAPITALE DI SVILUPPO

Il growth equity (capitale di sviluppo) punta a investire su imprese già consolidate, il cui "prodotto" si è già dimostrato un successo a livello di adozione sul mercato. Non si tratta più di convalidare una tecnologia o un modello, ma di accelerare una crescita

Nel 2025, il mercato globale del **growth equity** ha raccolto **97 miliardi di euro**

*Fonte: Private Equity International



*Fonte: PitchBook

Dispersione del **Tir**¹
nel **growth equity**
tra il 2002 e il 2022*

[1] Tasso interno di rendimento

commerciale già avviata. Le società individuate sono generalmente già redditizie, o prossime a esserlo, e con un posizionamento solido.

Il fabbisogno di capitale in questo caso resta elevato per finanziare progetti più ambiziosi: l'espansione internazionale, il lancio di prodotti o di processi di acquisizione. I gestori possono fare ricorso, ma in misura limitata, alla leva finanziaria, poiché la priorità è reinvestire gli utili nella crescita. Spesso assumono il ruolo di azionisti di minoranza e lasciano il controllo dell'azienda ai dirigenti storici, fornendo al contempo un accompagnamento attivo finalizzato a meglio strutturare i team, i processi commerciali, l'espansione geografica e il rafforzamento del posizionamento competitivo.

Questa strategia ben si accompagna alla storica definizione del capitalismo italiano, dominato dalle Pmi. Spesso leader di nicchia nei settori del Made in Italy (meccanica di precisione, agroalimentare, design, tessile), queste imprese raggiungono un livello di maturità nel quale l'internazionalizzazione e la digitalizzazione diventano vitali. L'impatto del capitale di sviluppo è qui davvero tangibile: secondo l'Aifi, la quota di società "accompagnate" in uno sviluppo internazionale passa dal 25% prima dell'investimento all'86% durante il periodo di investimento.

IL CAPITALE DI TRASMISSIONE

Il capitale di trasmissione, o Lbo (leveraged buyout), consiste nell'acquisire un'azienda matura ricorrendo a una strategia di credito per amplificare la performance. Serve spesso a facilitare il passaggio di una società da un proprietario a un altro in caso di successione familiare, cambio di gestione o uscita di un investitore iniziale. L'Lbo punta su società ben consolidate, con flussi

di cassa stabili, con l'obiettivo di migliorare la redditività ottimizzando la gestione e sviluppando nuove leve di crescita.

Sul mercato italiano, il capitale di sviluppo per la trasmissione potrebbe essere il candidato strutturale per raccogliere una sfida economica epocale di primo piano: il passaggio generazionale. Migliaia di imprese d'eccellenza, nate durante il boom economico, si trovano oggi a un bivio per mancanza di una successione organizzata e preparata. I fondi di buyout potrebbero svolgere un ruolo di continuità per il tessuto dell'economia reale, contribuendo a mettere in sicurezza la transizione manageriale, a proteggere il know-how locale dallo smembramento e consentendo di cambiare scala attraverso il consolidamento settoriale. Ne è dimostrazione esemplare la storia del mitico marchio di motociclette Ducati: rilevato dal Fondo Investindustrial tramite un Lbo che ne ha ottimizzato la gestione e risanato la redditività, è stato ceduto al gruppo Audi per 860 milioni di euro nel 2012.

Il capitale di ristrutturazione (turnaround) si rivolge a imprese in crisi operativa o finanziaria caratterizzate da redditività compromessa, indebitamento eccessivo, perdita di competitività o modello di business da reinventare. Il turnaround interviene quando è in gioco la sopravvivenza stessa dell'impresa con strategie specializzate volte ad acquisire aziende a valorizzazioni scontate, ad attuare una ristrutturazione intensiva con revisione del management, un risanamento del bilancio, un riorientamento sul core business e una rinegoziazione dei debiti. Il profilo di rischio è più elevato, ma la creazione di valore può essere considerevole quando la diagnosi e la cura sono ben formulate.

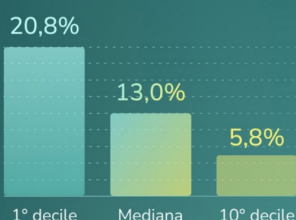
In Italia, questa soluzione assume una dimensione particolare. Il tessuto delle Pmi conta numerose imprese strutturalmente solide, con un know-how riconosciuto e un forte radicamento territoriale, ma, in alcuni casi, potenzialmente indebolite da shock congiunturali, da una sottocapitalizzazione cronica o da un ritardo nella digitalizzazione. Il capitale di ristrutturazione non si è spesso rivelato un'opportunità di rinascita industriale. Zucchi, storico produttore lombardo di biancheria per la casa, ne è un esempio: rilevato e ristrutturato dopo anni di perdite, il gruppo ha ritrovato una dinamica positiva di utili grazie a una revisione del suo posizionamento e a una focalizzazione sul segmento premium.

CONCLUSIONI

Gli investimenti del private equity coprono l'intero ciclo di vita di un'impresa, consentendo agli investitori di esporsi a profili di rischio differenti in base ai propri obiettivi e offrendo loro un'importante strategia di diversificazione a lungo termine.

Nel 2025, il mercato globale degli **Lbo** ha raccolto **315 miliardi di euro**

*Fonte: Private Equity International



*Fonte: PitchBook

Dispersione del **Tir**¹
nel **buyout** tra il
2002 e il 2022*

[1] Tasso interno di rendimento

Quando l'offerta non soddisfa la domanda

a colloquio con **Marco Mencini**

Gli asset fisici sono tornati a rivestire un ruolo rilevante all'interno di uno scenario in cui la questione di fondo è se l'economia sarà capace di investire abbastanza da sostenere una domanda destinata a crescere per molti anni.

Nell'era della digitalizzazione, il fabbisogno di commodity non si riduce, bensì ne aumenta l'importanza economica. Come mai?

«Il venire meno della globalizzazione, sostituita da logiche di frammentazione geopolitica e regionalizzazione economica, ha fatto sì che ogni singolo paese che detiene delle risorse ambisca ad avere un peso e a influenzare i destini di una regione, se non addirittura dell'economia globale. In altre parole, gli stati che hanno a disposizione materie prime strategiche per lo sviluppo futuro, ma contestualmente scarse, possono decidere in merito all'accesso a queste ultime, condizionando il contesto economico e politico globale. Ma, non solo. Lo stesso fenomeno potrebbe riguardare risorse di cui c'è abbondanza quali il gas e il petrolio nel momento in cui la loro disponibilità si riducesse, come attestano gli eventi recenti. Immaginatoci, quindi,

che cosa potrebbe accadere per quelle materie prime che sono di difficile reperibilità come il rame, l'uranio e quei materiali che sono diventati indispensabili a sostenere la diffusione dell'intelligenza artificiale. Quest'ultima necessita di data center, che richiedono energia, reti elettriche, sistemi di raffreddamento, metalli industriali e infrastrutture, la cui realizzazione sta incontrando maggiori resistenze da parte delle autorità locali che chiedono sempre più garanzie a tutela della popolazione (costi dell'elettricità, utilizzo delle risorse idriche) e del territorio. Attualmente, negli Usa un progetto su quattro viene sospeso perché economicamente troppo costoso od osteggiato dalla popolazione locale e non si possono installare fonti energetiche alternative in breve tempo».

Qual è il problema di fondo?

«Manca innanzitutto una visione strategica. I piani energetici hanno tempi di progettazione ed esecuzione che richiedono decenni e non sempre la classe politica è disposta a fare scelte che non si traducano immediatamente in un aumento del consenso. È più facile parlare della giusta necessità di decarbonizzazione e



MARCO MENCINI
head of research
Plenisfer Investments Sgr

transizione verde, piuttosto che strutturare un processo di graduale diminuzione della dipendenza dagli idrocarburi. Poi, lo scoppio di due guerre, in Ucraina e in Medio Oriente, ha visto il tema della transizione soppiantato da quello della sicurezza. Il cambiamento è stato radicale, perché la transizione si può modulare nei modi e nei tempi, la sicurezza no. E così, dopo un lustro in cui si è ignorata l'offerta di gas e petrolio, si è passati improvvisamente a preoccuparsi per la loro insufficienza. Gli effetti sono stati tangibili per le imprese: quelle tedesche, per citare un caso, hanno visto il costo dell'energia triplicare. A ciò va aggiunto che, come conseguenza, il settore dell'equipment in ambito energetico ha conosciuto un importante consolidamento. Oggi, se si vuole acquistare una turbina a gas, ci sono solo tre aziende al mondo in grado di soddisfare la richiesta: Siemens, Mitsubishi Heavy e Ge Vernova controllano il 95% del mercato. L'attuale capacità installata è stata completamente assorbita dalla domanda dei data center dell'AI, che sino a qualche anno fa non esisteva».

Cosa è successo?

«Ogni industria attraversa cicli di capitale: quando la domanda è estremamente abbondante la capacità aumenta, ma appena si raffredda alcune aziende vanno in difficoltà e subentra una fase di razionalizzazione del comparto che vede il numero delle imprese diminuire sensibilmente. È successo alle società di servizi petroliferi quando il prezzo del greggio è crollato per l'arrivo sul mercato dello shale: da una decina di operatori si è passati agli attuali tre-quattro. Di segno opposto, invece, è quanto è accaduto all'energia nucleare: sino a cinque anni fa nessuno ne voleva sentire parlare, oggi, invece, viene considerata un modo per raggiungere l'indipendenza energetica. Sembrerà controintuitivo, ma l'AI per svilupparsi ha disperatamente bisogno di risorse (gas, nucleare, silicio, rame) molto tradizionali, difficili da reperire e presenti in luoghi parecchio complicati e dell'industria "hard" per potere crescere e permettere quell'incremento di produttività che il mercato si attende».

Da punto di vista di un investitore, quali sono le considerazioni da fare?

«Accedere alle risorse scarse ha un valore incommensurabile. Al di là della commodity sottostante, opportunità d'investimento sono fornite anche dalle aziende minerarie che beneficiano della situazione attuale. Ovviamente, devono avere tenuto i conti sotto controllo: sette anni fa un'oncia d'oro comportava costi



intorno ai 900 dollari, mentre oggi, per un'impresa efficiente, si sono raggiunti 1.300-1.400 dollari. Chi è stato in grado di farlo, a fronte di un prezzo del prezioso che è raddoppiato, ha creato imprese estremamente profittevoli, con Ebitda margin del 60-65% e sostanzialmente prive di debito, con cash flow yield del 7-10%. In pratica, l'industria aurifera è riuscita a stabilizzare i costi e, in questo modo, a essere meno esposta alla volatilità della materia prima. In una situazione molto simile, si trovano anche le società minerarie di rame che stanno attraversando un processo di industrializzazione e razionalizzazione. Il contesto descritto favorisce una serie di consolidamenti resi possibili dai bilanci solidi e ricchi di liquidità delle aziende: chi ha i mezzi finanziari, oggi preferisce acquisire un concorrente che provare a costruire una nuova miniera. E, indubbiamente, la salita del prezzo dell'oro ha alimentato la forte ripresa delle operazioni di M&A nel settore che, tuttavia, oltre a tagliare i costi e razionalizzare la capacità, riduce l'offerta della materia prima sul mercato».

Quali sono le ragioni del recente ritorno d'interesse nei confronti dell'oro?

«Le motivazioni sono principalmente due: l'incertezza fiscale causata dalla crescita del debito pubblico a livello mondiale e i tassi d'interesse che hanno raggiunto rendimenti non vantaggiosi per il rifinanziamento del debito degli stati. Se si mette in dubbio la capacità di spesa e di finanziamento di un paese, la diretta conseguenza è

che gli investitori cerchino un asset rifugio, una sorta di 'polizza assicurativa' finanziaria che il metallo giallo può offrire. Anche la decisione del Tesoro americano di riacquistare i Treasury sul mercato, viste le limitate dimensioni dell'intervento, sembra più un atto dimostrativo che svela la delicatezza della situazione, una sorta di certificazione al mercato che questo ammontare di debito pubblico per gli Stati Uniti è un problema».

La forte domanda di alcune materie prime legata allo sviluppo dell'AI potrebbe incrinarsi?

«Gli hyperscaler giocano una partita complicata perché proprio l'AI permette di svolgere determinate attività che in precedenza appartenevano alle aziende che avevano un modello di business strutturato in tale senso. Ma non è detto che i leader di oggi in determinati ambiti rimarranno tali in futuro. Questa nuova tecnologia ha spargiato le carte e fatto in modo che i player in gioco non possano esimersi dall'investire. Basterebbe pensare che solo a Milano c'è una domanda di energia proveniente dai data center tre volte superiore a quella attuale. La storia ci insegna che i cicli di investimento tendono ad andare in overshooting. L'AI ha barriere in uscita molto alte e ciò mi fa pensare che, a tendere, il numero degli hyperscaler sul mercato si ridurrà perché si tratta di una tecnologia che permette di consolidare servizi molto eterogenei. Tuttavia, penso che sia molto difficile anticipare le tempistiche di come l'intero processo si svilupperà».

Rimane il premio per il rischio sul petrolio

a cura di **Pinuccia Parini**

Fondi& Sicav ha chiesto a **Norbert Rücker**, head economics and next generation research di **Julius Baer**, alcune riflessioni in merito a ciò che sta accadendo al prezzo del petrolio.

Qual è la situazione nello Stretto di Hormuz?

«Le ostilità degli ultimi giorni in Medio Oriente hanno spinto il prezzo del petrolio verso i 95 dollari al barile. La domanda chiave è se le ultime tensioni evolveranno in un'escalation più grave e in una minaccia per le forniture energetiche globali. Finora, la situazione sembra seguire lo schema degli scontri precedenti, che sono stati temporanei e senza conseguenze durature. Gli attacchi statunitensi miravano a limitare la capacità dell'Iran di interferire con il traffico marittimo attraverso lo Stretto di Hormuz. I contrattacchi dell'Iran sono stati in gran parte intercettati e hanno preso di mira principalmente infrastrutture militari. Per quanto ci è dato capire, questa settimana le navi hanno continuato a entrare e uscire dal Golfo Persico».

Come stanno andando gli scambi commerciali?

«Le capacità militari dell'Iran sono state seriamente indebolite nel corso del conflitto, consentendo la ripresa degli scambi commerciali attraverso Hormuz lungo la rotta meridionale, al di fuori del controllo di Teheran. Questi scambi avvengono in gran parte di notte e in convogli attraverso canali protetti. Da Hormuz continuano a transitare grandi quantità di petrolio, poiché nel tempo si sono affermati pragmatismo e opportunismo. I produttori di petrolio del Medio Oriente stanno accettando e gestendo i rischi del conflitto, soprattutto per esigenze economiche legate alla necessità di ripristinare il commercio di petrolio».

Prevede che Iran e Oman possano raggiungere un accordo su Hormuz e fare pagare un pedaggio alle navi che lo attraversano? Quali potrebbero essere le ripercussioni sul costo del greggio?

«A sei mesi dall'inizio del conflitto, abbiamo assistito al susseguirsi di vari tentativi simili, tra i quali le tariffe iraniane e il memorandum. La forma che potrebbe assumere una via d'uscita diplomatica dal conflitto e il momento in cui



NORBERT RÜCKER
head economics and next
generation research
Julius Baer

verrebbe utilizzata, rimane ancora poco chiara. Detto ciò, le limitazioni nell'offerta incidono sui mercati petroliferi in modo diverso rispetto a uno spostamento dei costi su determinate rotte di trasporto. Una minore offerta comporta un aumento dei prezzi del petrolio ovunque. Nel contempo, l'aumento dei costi commerciali a livello regionale viene in parte assorbito da deviazioni e adeguamenti. Le limitazioni alla navigazione nel Mar Rosso registrate negli anni precedenti ne sono un buon esempio, così come i problemi occasionali con il Canale di Panama. Eventuali disagi nello Stretto non dovrebbero avere un impatto significativo sui prezzi del greggio e molto probabilmente rotte alternative si amplieranno nel lungo termine: il "choke point" di Hormuz sta diventando sempre meno rilevante con il passare del tempo».

Gli Houti costituiscono un pericolo per le rotte commerciali?

«Guardando al vicino punto di passaggio strategico del Mar Rosso, dal quale l'Arabia Saudita dipende per le proprie esportazioni e per aggirare Hormuz, sembra che siano state finora contenute anche le minacce derivanti dagli attacchi degli Houthis: le forniture di petrolio e gas naturale si sono dimostrate finora sorprendentemente resilienti e le scorte globali di petrolio inviano un messaggio rassicurante. In Giappone e Corea del Sud, i deficit sono in gran parte nuovamente scomparsi. In Europa, le scorte sono rimaste abbondanti per tutta la durata del conflitto, anche senza attingere alle riserve strategiche. In Nord America, l'aumento delle esportazioni ha ridotto le scorte, ma il deficit ha iniziato a restringersi dall'estate. La carenza che in precedenza era molto temuta non si è materializzata e i divari non si stanno ampliando».

A suo parere, come è stato possibile?

«Il Medio Oriente continua a fornire ingenti volumi di petrolio. Sebbene i flussi siano in qualche modo irregolari e occulti, specialmente quelli che transitano per lo Stretto di Hormuz, le esportazioni complessive sembrano essersi riprese, attestandosi a circa il 75% dei volumi pre-crisi. E ciò senza contare l'Iran, che rimane escluso dal mercato a causa del blocco statunitense. Allargando lo sguardo, il grande timore di una crisi petrolifera non si è concretizzato per vari motivi. Il mercato disponeva di ampie capacità di stoccaggio prima dell'inizio del conflitto. Diversi paesi hanno riorientato i flussi commerciali: gli Stati Uniti, ad esempio, hanno incrementa-

to le esportazioni, mentre la Cina ha ridotto le importazioni pur continuando a esportare combustibili. E, naturalmente, va ricordato il fatto già menzionato che lo Stretto di Hormuz non è mai stato effettivamente chiuso, ma ha consentito il passaggio di volumi di petrolio sempre maggiori. La geopolitica tende a fare salire i prezzi del petrolio solo temporaneamente e siamo fermamente convinti che questo schema sia in atto anche questa volta. Il petrolio generalmente trova la sua strada dai venditori agli acquirenti, specialmente quando i prezzi sono elevati. Questa resilienza viene solitamente sottovalutata».

Se le avessero chiesto a quale livello il prezzo del petrolio sarebbe salito se ci fosse stato un attacco all'Iran degli Stati Uniti e il conseguente aumento delle tensioni in Medio Oriente, che cosa avrebbe risposto?

«Nel 2026, la variabile imprevedibile più temuta nel mercato petrolifero si è finalmente concretizzata, il che significa che non dobbiamo più fare ipotesi né preoccuparci del potenziale impatto di una chiusura dello Stretto di Hormuz. Abbiamo sempre riposto fiducia nella resilienza del mercato petrolifero, sostenendo che una crisi petrolifera rappresentasse un rischio estremo. Tuttavia, abbiamo sostanzialmente sottovalutato la durata di questo conflitto e il suo impatto sul mercato del greggio. Ecco perché abbiamo dovuto rivedere le nostre previsioni e, probabilmente, ci saranno altre sorprese in futuro. Detto ciò, la resilienza dei mercati energetici agli shock è il denominatore comune del

2022 e del 2026. Ricordiamo che le riserve di gas in Europa erano eccezionalmente alte negli anni successivi all'invasione dell'Ucraina e ciò non era dovuto alle condizioni meteorologiche. Lo svantaggio di evitare carenze di approvvigionamento è di dovere affrontare prezzi temporaneamente elevati».

Perché la curva dei futures del petrolio è ancora in backwardation, nonostante la guerra stia durando più del previsto?

«Il petrolio sembra trovarsi in una fase in cui lo stallo del conflitto e le ricorrenti ostilità stanno regolarmente alimentando un premio di rischio e alimentando un clima rialzista nel breve termine. Nel lungo periodo, tuttavia, il consenso prevede prezzi del greggio molto più bassi, opinione che condividiamo e ciò spiega perché la curva dei futures è in backwardation. Il mercato petrolifero tornerà molto probabilmente a un surplus duraturo e ancora più pronunciato: oltre alla ripresa delle esportazioni di petrolio dal Medio Oriente, gli Emirati Arabi Uniti dovrebbero aumentare la produzione più rapidamente; parte della domanda nel settore petrolchimico si è spostata in modo irreversibile dal petrolio al gas; la transizione verso la mobilità elettrica ha subito un'accelerazione, in particolare nel Sud-Est asiatico. Sebbene la curva dei futures sia un indicatore poco attendibile dei livelli dei prezzi, è invece un indicatore più affidabile della loro direzione. Prevediamo che i prezzi del petrolio scenderanno nella fascia dei 70 dollari quest'anno e in quella dei 60 l'anno prossimo».



Maggiore cautela sui mercati

a cura di Pinuccia Parini

L'incertezza continua a pesare sui mercati: quasi quotidianamente c'è una notizia che, al primo sguardo, sembra che abbia il potere di influenzare le piazze finanziarie, per poi essere derubricata a rumore di fondo. Fondi&Sicav ha discusso con **Gabriele Foà**, portfolio manager di **Algebris Investments**, su quali siano i fattori da monitorare nei prossimi mesi nel mercato del reddito fisso.

Che cosa pensa preoccupi i mercati nell'ultimo periodo: lo scenario geopolitico o lo stato dei conti pubblici di alcune economie avanzate?

«Lo scorso anno in una lettera agli investitori che abbiamo intitolato "L'elefante nella stanza" evidenziavamo che il tema chiave da monitorare era la politica fiscale dei paesi appartenenti al G10. Negli ultimi tre anni si è assistito a un rialzo dei rendimenti di quasi 100 punti base nel tratto della curva obbligazionaria a lunga scadenza, che si è tradotto in un aumento notevole della spesa pubblica per interessi, con gli Usa che sono passati da una spesa di 100 miliardi all'attuale trilione all'anno. Per fare un raffronto concreto, questa cifra pesa per quasi la metà del disavanzo pubblico americano, una situazione che nelle economie avanzate

non si verificava da oltre 20 anni. In queste condizioni non solo diventa impossibile un consolidamento fiscale, ma la situazione rischia di peggiorare perché ha dato vita a un ciclo che si autoalimenta: la preoccupazione per un debito e un disavanzo troppo elevati induce gli investitori a chiedere rendimenti più alti ai singoli stati, facendo così crescere la spesa per interessi. Non sorprende, quindi, che, per fare un esempio, la parte a lungo termine della curva dei Treasury abbia perso il 35-40% nell'ultimo triennio, causando un trasferimento della liquidità dal debito dei G10 verso altre tipologie di attivi. Se questa situazione persistesse e i tassi reali continuassero a salire, ci sarebbe la possibilità di conseguenze negative anche sui mercati del rischio».

Il tema, a questo punto, è capire come si muoveranno le banche centrali. Qual è il messaggio che lei ha colto dalla conferenza di Jackson Hole?

«Mi pare non sia emerso nulla di particolarmente eclatante. Mi sembra che la Fed, nel breve, sia in qualche modo vittima della mancanza di una chiara modalità di comunicazione. La posizione del presidente Kevin Warsh non è ancora del tutto interpretabile: da un



GABRIELE FOÀ
portfolio manager
Algebris Investments



lato, la crescita dell'economia americana si mantiene solida, dall'altro, la natura della sua investitura politica potrebbe indurlo ad adottare un orientamento più accomodante in materia di politica monetaria. L'assenza di una chiara forward guidance rende, inoltre, più difficile anticipare le future mosse della Fed. Il messaggio emerso dalla riunione della Fed di giugno è stato abbastanza "hawkish", mentre a luglio i toni sono apparsi diametralmente opposti. In occasione della conferenza di Jackson Hole, tuttavia, Warsh ha tenuto un discorso dai toni abbastanza restrittivi, esprimendo preoccupazione per l'aumento del costo della vita, nonostante alcuni dati sul mercato del lavoro siano relativamente deboli e quelli sull'inflazione sostanzialmente in linea con le attese. Ciò ha fatto sì che, oggi, il 50% degli investitori si attende un rialzo al meeting di settembre. Personalmente ritengo che le attuali condizioni di mercato richiedano tassi più elevati, in attesa di politiche monetarie e fiscali più ortodosse».

In tema di conti pubblici, come interpreta la decisione del Tesoro Usa di fare buy back dei Treasury?

«L'ammontare del riacquisto dei titoli è decisamente contenuto, ma credo che l'operazione debba essere considerata come la volontà di dare un segnale agli operatori: il Tesoro americano è consapevole del dete-

rioramento dei conti pubblici e della preoccupazione che questa situazione genera. Dall'annuncio di Scott Bessent la curva dei rendimenti Usa è scesa di 10 punti base».

Come sta reagendo in questo contesto il mercato del credito?

«Una parte del movimento sui tassi è ascrivibile alle emissioni di aziende tecnologiche per finanziare il loro capex in Ai, con i rating investment grade che, proprio per questa ragione, competono con i governativi: le emissioni

in aumento per entrambe queste due classi obbligazionarie hanno inciso negativamente sui rendimenti. Inoltre, per questa tipologia di titoli societari il rischio è soprattutto economico, poiché circa due terzi della crescita americana è trainata dagli investimenti in intelligenza artificiale. Se ciò si traducesse in un aumento di produttività, i tassi potrebbero rimanere bassi. In caso contrario, ossia qualora la crescita americana non fosse più sostenibile, gli asset rischiosi potrebbero risentirne, considerando che le loro valutazioni sono ai massimi. Per queste ragioni, in Algebris Investments abbiamo un approccio cauto sul credito, con un posizionamento estremamente selettivo, alla luce della scarsa attrattività di spread che, in alcuni settori, si attestano sui minimi. La presenza di dispersione nel mercato offre però la possibilità di fare del "picking" selezionando specifiche storie in ambiti quali il settore energetico Usa, le società di pubblica utilità, le telecomunicazioni, l'immobiliare nel Nord Europa e alcune aree del subordinato finanziario, soprattutto nella parte a breve delle curve. Consideriamo poi appetibile il debito emergente in valuta locale dove i tassi reali sono elevati».

Perché in valuta locale?

«Le emissioni in valuta forte riflettono già quanto è avvenuto a livello globale e gli spread si sono ridotti molto. I titoli in valuta

locale, invece, hanno risentito poco del rialzo generale dei rendimenti, grazie alla solidità dei loro fondamentali, migliori di quelli delle economie avanzate e grazie a politiche monetarie e fiscali rigorose. In aggiunta, è un mercato che offre valore con tassi reali elevati (in America Latina ci sono tassi sopra 700-800 punti base e in Europa dell'Est intorno a 200-300 punti base) che consentono ritorni appetibili accompagnati da un profilo di rendimento simmetrico, con un potenziale di guadagno analogo, sia in caso di rialzo, sia di ribasso dei tassi di interesse, oppure che presentano un profilo di rischio-rendimento perfettamente bilanciato. In particolare, riteniamo che sia opportuno considerare questo segmento di mercato in una fase che, in modo semplicistico, potrebbe essere definita di de-dollarizzazione. Le economie emergenti pesano oltre il 40% del Pil globale, mentre solo il 10% per quanto riguarda le piazze finanziarie: è presumibile che, dinnanzi a un biglietto verde più debole, questo divario si restringa».

Qual è la vostra strategia d'investimento?

«Lo scenario attuale di rendimenti in rialzo, inflazione in leggera salita e crescita in aumento, risulta ancora favorevole per le azioni. Tuttavia, questo scenario sembra sia già scontato nei prezzi. Se si ipotizzasse una fase di revisione delle attese di crescita, avere un po' più di esposizione alla duration gioverebbe al portafoglio. In generale, su alcune delle nostre soluzioni d'investimento è stata aumentata la duration di circa il 40-50% da inizio d'anno. C'è ancora spazio per incrementare ulteriormente questa posizione, ma un aumento significativo verrebbe preso in considerazione solo dinnanzi a un rallentamento della crescita tale da impattare gli asset rischiosi. In aggiunta, pensiamo che alcuni titoli del debito pubblico delle economie avanzate stiano cominciando a essere appetibili, visto il livello raggiunto dai tassi reali. Tenzialmente, per affrontare i prossimi mesi, preferiremmo adottare un atteggiamento più difensivo: più liquidità a disposizione, graduale alleggerimento degli asset più rischiosi con alto beta nel mercato del credito o assimilabili all'equity, selettività e maggiore duration. In pratica, stiamo provando a costruire, gradualmente, un'esposizione in controtendenza con il comportamento delle principali piazze finanziarie».

C'è bisogno di una nuova cultura assicurativa

a cura di **Pinuccia Parini**

L'Italia è una nazione sotto-assicurata se raffrontata agli altri paesi europei. Fondi&Sicav ha parlato del tema con **Virginia Borla**, amministratrice delegata e direttrice generale di **Intesa Sanpaolo Assicurazioni**.

Quali sono le cause di una certa diffidenza verso lo strumento assicurativo?

«La ragione principale, a mio avviso, è di natura culturale. Per molti decenni abbiamo potuto contare su un sistema pubblico di welfare, sanitario e previdenziale particolarmente sviluppato, ma oggi il contesto è profondamente cambiato. L'aspettativa di vita cresce, le famiglie sono sempre più piccole, la natalità diminuisce e le trasformazioni economiche e sociali sono sempre più evidenti. A ciò si aggiunge una limitata diffusione della cultura assicurativa: spesso, si tende a considerare la polizza come una spesa, mentre dovrebbe essere vista come uno strumento per preservare il patrimonio, i progetti di vita e la serenità della propria famiglia. I dati mostrano con chiarezza questo divario: in Italia l'incidenza sul Pil dei premi assicurativi, al netto

del comparto auto, si attesta all'1,1%, contro una media europea del 2,5%. Anche il premio medio per abitante risulta poco più di un terzo di quello registrato nei principali paesi europei. Inoltre, c'è una naturale tendenza a sottovalutare gli imprevisti: finché non si è colpiti direttamente da un problema di salute, da un danno alla casa o da una perdita di reddito, è difficile attribuire il giusto valore alla protezione. Ne è un esempio il comparto abitativo: solo il 52% delle abitazioni italiane è assicurato contro l'incendio, una quota ben inferiore rispetto a paesi come Germania e Francia, dove i livelli di copertura sono prossimi alla totalità. Spesso la consapevolezza arriva solo quando il rischio si concretizza».

Come è cambiata, a suo parere, la percezione del rischio degli italiani negli ultimi anni?

«Oggi gli italiani sono più consapevoli dell'esistenza del rischio rispetto al passato. Tuttavia, tra consapevolezza e azione resta una distanza significativa e qui può emergere il ruolo del settore assicurativo: aiutare persone e imprese a trasformare la percezione



VIRGINIA BORLA
amministratrice delegata
e direttrice generale
Intesa Sanpaolo
Assicurazioni

del rischio in una serie di comportamenti concreti di prevenzione e protezione».

Quali sono i rischi che le famiglie, i singoli individui e le imprese tendono a sottovalutare?

«Le famiglie dovrebbero valutare attentamente come affrontare i rischi legati alla salute, alla perdita di autosufficienza e alla sostenibilità economica del lungo periodo. Viviamo più a lungo, ma una maggiore longevità comporta nuovi bisogni di assistenza, cure e integrazione previdenziale. Proprio su quest'ultimo fronte emerge un ritardo significativo: meno del 40% della forza lavoro italiana aderisce a una forma di previdenza complementare e la percentuale scende al 29% considerando solo chi versa contributi. Un dato che evidenzia quanto sia importante accrescere la consapevolezza e costruire per tempo una pensione integrativa. Anche la protezione del reddito rimane un tema spesso trascurato: un evento, temporaneo o permanente, che impedisca di lavorare può avere effetti molto rilevanti sulla stabilità economica di una famiglia. In questi casi, una copertura adeguata fa una differenza decisiva. Per le imprese, vediamo ancora una sottovalutazione del rischio cyber e di quello

climatico, soprattutto tra le piccole e medie aziende. Ricordo spesso che nessun imprenditore lascerebbe il proprio capannone senza protezioni, pensando di risparmiare, eppure molti considerano il rischio cyber un problema che riguarda altri, anche se la frequenza di questi incidenti continua ad aumentare ogni anno in modo significativo. Sul fronte climatico, i livelli di copertura contro gli eventi catastrofici restano molto contenuti. Nel 2025 soltanto il 15% delle imprese risulta coperto contro questi rischi, nonostante l'introduzione dell'obbligo assicurativo. Più in generale, la situazione non migliora nel comparto residenziale, dove appena il 7% delle unità abitative italiane dispone di una copertura contro le calamità naturali. Sono percentuali particolarmente basse, soprattutto considerando che fenomeni un tempo ritenuti eccezionali stanno diventando sempre più frequenti».

Come si può favorire, in Italia, l'uso di soluzioni di pianificazione e di protezione?

«Innanzitutto, aiutando le persone a diventare consapevoli dei propri bisogni, passando da una logica di mera vendita di prodotti a una logica consulenziale, basata sull'ascolto e sulla comprensione delle reali esigenze delle persone. Nel nostro Gruppo abbiamo un approccio, favorito dal modello di bancassicurazione, che integra investimenti, risparmio, finanziamenti, previdenza e protezione. In altri contesti, questi aspetti vengono affrontati separatamente, mentre in realtà fanno parte dello stesso progetto di pianificazione finanziaria. Proteggere adeguatamente ciò che si



è costruito è importante quanto costruirlo. Nel nostro caso, sono fondamentali le soluzioni semplici, modulari e personalizzabili che offriamo, capaci di evolvere nel tempo seguendo i cambiamenti e le esigenze delle persone».

Quale impatto ha avuto l'insurtech sul modo in cui le persone acquistano e vivono l'assicurazione?

«Tecnologia e innovazione stanno trasformando profondamente il settore. Consentono di semplificare i processi, migliorare l'esperienza del cliente e personalizzare le coperture in modo molto più efficace rispetto al passato. Oggi la tecnologia, oltre a essere uno strumento di efficienza operativa, è anche un modo per intrattenere una migliore relazione con il cliente, ad esempio nel momento più delicato del rapporto assicurativo, come la gestione del

sinistro. In questo contesto assume un ruolo centrale la capacità di essere dove il cliente ci vuole, consentendogli di interagire con la compagnia nel modo che preferisce, passando senza soluzione di continuità dalla filiale all'app, dal contatto personale col consulente al canale digitale. L'innovazione consente proprio di integrare queste modalità, garantendo un'esperienza coerente e accessibile in ogni momento».

Come si conquista la fiducia dei cittadini e degli assicurati?

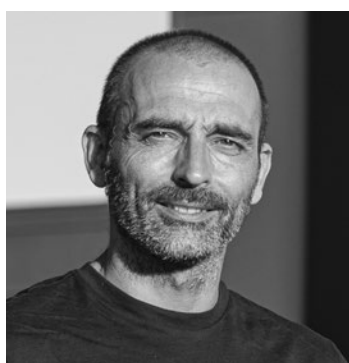
«La fiducia si costruisce giorno dopo giorno: le compagnie devono essere trasparenti, affidabili e presenti per il cliente nel momento del bisogno, utilizzando un linguaggio chiaro e comprensibile a tutti, con processi rapidi e un'assistenza efficace. Nel modello di bancassicurazione integrata di Intesa Sanpaolo, dove banca e compagnie assicurative fanno parte dello stesso gruppo, l'obiettivo non è vendere una singola polizza, ma accompagnare il cliente a 360 gradi, integrando esigenze di risparmio, investimento, previdenza, credito e protezione. Questo approccio consente di costruire un rapporto di fiducia di lungo periodo e di offrire soluzioni realmente coerenti con i bisogni delle persone e delle imprese».

Se dovesse dare un consiglio a chi oggi ha solo coperture assicurative obbligatorie, quale sarebbe?

«Il mio consiglio sarebbe di partire da una domanda molto semplice: che cosa accadrebbe alla mia famiglia, ai miei progetti e al mio patrimonio se domani si verificasse un evento imprevisto? Le coperture assicurative aiutano ad affrontare eventi inattesi senza compromettere risparmi e obiettivi di vita. Sono strumenti che tutelano il patrimonio, ma anche la serenità personale e familiare. Sugerirei inoltre di iniziare da giovani: ciò consente generalmente di accedere a condizioni più favorevoli e di costruire gradualmente un percorso che accompagni tutte le fasi della vita, dalla protezione del reddito alla salute, dalla formazione di una famiglia alla previdenza. Spesso basta un piccolo importo per costruire in modo responsabile il proprio futuro».

Un'azienda che racconta il suo territorio

a cura di Pinuccia Parini



SERGIO RUTILI
direttore generale
Centumbrie

Cm-Centumbrie è il progetto di una famiglia che ha deciso di investire nel territorio natio. La C e la M sono le iniziali dei suoi due fondatori, Marilena Menicucci e Michele Cinaglia, mentre Centumbrie è «il racconto di una visione». Fondi&Sicav ne ha parlato con **Sergio Rutili**, direttore generale, cui ha chiesto di raccontare la storia di un'azienda giovane, ma dalle «radici profonde».

Come nasce Centumbrie?

«È un progetto che nasce dal territorio e, in quanto tale, non può che riconoscere e valorizzare le caratteristiche intrinseche che lo identificano e che sono un tratto distintivo della nostra regione: l'Umbria. Centumbrie è un polo agroindustriale di 9.000 metri quadrati, con 204 ettari di prodotti seminati, oliveti, pascoli, castagneti e boschi, 12.000 metri quadrati di orto biologico, sei casali ristrutturati e con un impianto fotovoltaico che produce 400 mila chilowattora. Siamo un'impresa giovane con un amore per il territorio dalle radici profonde e che vogliamo portare alla luce, proteggendola. La società è stata fondata da Marilena Menicucci e Michele Cinaglia, una coppia di professionisti di successo che, negli anni, non hanno mai perso il legame con la propria terra. Michele Cinaglia, per 40 anni alla guida di Engineering –

Ingegneria informatica, durante i quali la società è diventata una multinazionale con un fatturato di 1,5 miliardi e 14 mila dipendenti, ha deciso nel 2018 di fare un'operazione di restituzione in quell'area dell'Umbria che gli aveva dato i natali e lo aveva visto crescere in un paese sperduto sulle colline del Lago Trasimeno da una famiglia di contadini. In questo percorso, lo ha accompagnato Marilena Menicucci, giornalista e autrice, nonché sua moglie, che ha lavorato negli anni per testate nazionali, scritto poesie, saggi e testi dedicati all'universo femminile e alla memoria. Insieme, hanno costituito un perfetto amalgama tra la visionarietà imprenditoriale di Michele e la capacità di Marilena di dare un'anima a un'idea che ha preso corpo con la nascita di Centumbrie».

Il vostro progetto è nato pochi anni fa...

«È un progetto che ha formalmente iniziato a essere operativo poco prima della pandemia, che ne ha ovviamente rallentato l'attività. Centumbrie è una realtà molto giovane, è vero, ma è strutturata in modo da sembrare un'azienda con una storia molto più lunga, probabilmente per l'età anagrafica del fondatore che lo ha portato a volere realizzare la sua visione in un lasso di tempo contenuto: proteggere il patrimonio

culturale nel rispetto di una civiltà contadina che ha dato un valido contributo al territorio umbro affinché continuasse a vivere e a evolversi. Attraverso questa iniziativa è stato possibile fare leva sugli elementi cardine che identificano una regione e ne raccontano il passato nel presente: dalla coltivazione e lavorazione dei prodotti agricoli, allo sviluppo del turismo e dell'enogastronomia rimanendo sempre ancorato alle tradizioni della regione. Certo, l'operazione è stata complessa, soprattutto perché, se si punta sulla qualità, è necessario lavorare con metodo, con cura del dettaglio e individuare le figure professionali più idonee a ricoprire determinati ruoli. A oggi abbiamo realizzato circa l'80% di ciò che avevamo pianificato, un traguardo significativo, se si pensa che è stato raggiunto in 26 mesi».

Quanto è stato importante il capitale umano?

«Indispensabile, perché Centumbrie è nata con lo stesso approccio che Michele e Marilena hanno adottato nei confronti di Engineering, diventata un'eccellenza perché aveva a disposizione un capitale umano di valore e che era riconosciuto in quanto tale. Lavoro in azienda da quando l'idea della sua creazione era ancora in nuce, in maniera ufficiosa, per poi entrare a farne parte in modo attivo. Qui ho incontrato interlocutori che, innanzitutto, mi hanno arricchito umanamente, oltre che professionalmente. Opero all'interno di un gruppo di lavoro ben strutturato che gestisce cinque diverse attività, l'agricoltura, le produzioni, il cibo, il turismo e il settore esperienziale, e che ha raggiunto la stabilità grazie anche all'amministratore delegato, Armando Iorio, che a suo tempo era stato a fianco di Cinaglia durante l'esperienza in Engineering. Oggi descriverei Centumbrie come una famiglia estremamente affiatata».

Perché definite Centumbrie un progetto di famiglia?

«La definizione va interpretata nel senso più ampio del termine, con una premessa di fondo: la familiarità non deve andare a discapito della professionalità. Bisogna sempre avere chiaro quali sono gli obiettivi e applicare metodi gestionali estremamente accurati, ancorando le proprie decisioni a risultati economici adeguati. Un vero progetto di famiglia, nel nostro caso, significa affiancare gli aspetti umani e sociali a serie pratiche di gestione aziendale che garantiscano uno sviluppo. Ci impegniamo a fare sì che ciò avvenga, con tutte le difficoltà insite nello sviluppo di un business che, per

crescere, ha avuto bisogno da subito di creare dei mercati adeguati. Oggi, anche se possiamo affermare di avere raggiunto grandi risultati, siamo consapevoli di dovere aumentare la nostra presenza al di fuori della nostra regione. È il caso, ad esempio, dell'olio, nel quale il nostro prodotto ha già saturato il mercato umbro e per crescere deve rivolgersi a quello italiano ed estero. E badi bene: è difficile capire la qualità di un olio e, in generale, manca a questo proposito una cultura dei consumatori. Lo stesso è successo per l'accoglienza: i nostri casali non sono più sufficienti a fare fronte a una domanda fatta soprattutto di turisti stranieri e ci stiamo già approntando ad allargare l'offerta attraverso l'acquisto di nuove strutture, vista l'enorme potenzialità di crescita che alimentiamo con la cura dei clienti e del nostro marchio. In altre parole, stiamo continuando a investire per rafforzare e rendere possibile il nostro sviluppo, facendo in modo che sia economicamente sostenibile. Centumbrie nasce come impresa sostenibile da un punto di vista ambientale, nel rispetto della cultura di coloro che, negli anni hanno valorizzato il nostro territorio; pensiamo che il capitale umano sia una risorsa preziosa, che va rispettata e nutrita di conoscenza e relazioni, affinché l'innovazione venga introdotta nel rispetto dei valori che hanno cementato la nostra società e arricchito il nostro senso civico. Ma tutto ciò possiamo renderlo possibile solo se rendiamo il nostro progetto economicamente sostenibile».

Proprio in quanto azienda di famiglia, è già stato pianificato un passaggio generazionale?

«Assolutamente sì. Miriam Cinaglia, figlia di Marilena e Michele, è l'immagine di Centumbrie. In qualità di designer ha dato un'impronta di contemporaneità all'azienda, rinnovando nei colori, nella forma e nella proposta attività e prodotti che vengono realizzati da secoli. Miriam ha saputo arricchire ulteriormente la bellezza della nostra terra attraverso un'offerta che, ci tengo a ribadirlo, non prescinde mai dalla qualità e ricerca l'armonia e l'eleganza con l'ambiente circostante. Poi c'è Giovanni, fratello di Miriam, che ha dato il suo importante contributo nei primi anni della società a organizzare l'attività legata al "food", anche se il suo grande impegno è nel campo del volontariato».

Qual è la vostra forza?

«Trattiamo tutto con passione e diamo importanza a tutto. Controlliamo la nostra filiera dall'inizio alla fine, sino ad arrivare al consuma-



tore che può assaggiare il prodotto all'interno delle nostre strutture, che sia il bar, il ristorante o il bed and breakfast. Ciò ci permette di mantenere la qualità di ciò che facciamo e produciamo. È l'insegnamento che continua a darci Michele, un uomo molto umile, semplice, ma molto lungimirante».

Burattini senza fili

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

È molto probabilmente il libro italiano più letto e quasi certamente il terzo più tradotto al mondo, subito dopo la Bibbia e "Il Piccolo Principe". Eppure rischiò di avere vita breve. Dopo la prima puntata, uscita sul "Giornale per i bambini" il 7 luglio 1881, seguita da altre sette per un totale di 15 capitoli, il 27 ottobre il protagonista «chiuse gli occhi, aprì la bocca, stirò le gambe e, dato un grande scrollone, rimase lì come intirizzito». Morto impiccato. Senonché, vista l'accoglienza del pubblico, nonostante la crudezza di certe narrazioni, che lo rendevano, come scrisse Italo Calvino, l'unico esempio di gotico italiano dell'Ottocento, la direzione della rivista tanto insisté con l'autore che dopo tre mesi il racconto fu ripreso, il protagonista tornò a vivere, la trama si arricchì di personaggi e di situazioni e proseguì per un anno con soddisfazione di tutti. A poche settimane di distanza dall'ultimo episodio tutto il materiale venne raccolto in un volumetto (formato in sedicesimo, copertina verde, in brossura) stampato in 3.000 copie e messo in vendita al prezzo di 2,5 lire nelle vetrine della libreria Paggi di Firenze che ne era anche l'editrice. Il libro era "Le Avventure di Pinocchio", l'autore Collodi. Oggi una di quelle copie, in buone condizioni, ha una quotazione di decine di migliaia di euro.

“ *Per chi vede nella vicenda di Pinocchio un viaggio di iniziazione, la sua trasformazione finale in un bambino vero ha una morale edificante. A noi sembra di intravedere anche una metafora della conquista della soggettività finanziaria* ”

IL DESIDERIO DI EDUCARE

Carlo Lorenzini, che scelse il nome d'arte Collodi dalla località di cui era originaria la mamma, nasce nel capoluogo toscano il 24 novembre 1826, nel quartie-

re San Lorenzo; e a ricordarlo, oltre a una targa di marmo, c'è una statua in bronzo della sua celebre creazione nella vicina Piazza Mercato. Dopo gli studi in seminario e in un austero liceo degli Scolopi, inizia a collaborare con riviste di satira politica, concentrandosi sulla critica di costume, cogliendo le contraddizioni di un'Italia che si preparava a essere unificata. Nel frattempo per Paggi adatta i "Racconti delle fate" di Perrault e scrive "Giannettino" e "Minuzzolo", testi scolastici in forma di racconto, in cui la geografia e la grammatica vengono spiegate attraverso le avventure di monelli discoli, ma senza la pedanteria del tempo: è lì che si fa le ossa per il suo capolavoro di cui hanno scritto in tanti, da Croce a Gramsci, da Pasolini a Manganelli (imperdibile il suo "Pinocchio. Un libro parallelo", uscito postumo), da Fruttero e Lucentini, fino al concittadino Piero Citati al quale rubiamo la citazione che la trasformazione di Pinocchio nel ragazzino in carne e ossa contiene «molte cose nascoste»: l'impatto con la realtà, col «lavoro, la scuola, il denaro». Eh già, anche il

* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

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

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



FABRIZIO PIROLI
esperto di formazione bancaria
e assicurativa



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario



denaro. E ciò spiega perché il libro sia uno dei più menzionati quando si parla di educazione finanziaria. Per questo, nel bicentenario della nascita di Collodi e a 145 anni dalla sua prima pubblicazione, abbiamo voluto rileggere il testo cercando di metterne in luce degli aspetti forse un po' trascurati.

AVVERTENZE DA GRILLO

Il Grillo Parlante è un animale «fantastico» che, prima muore colpito da un martello lancialogli dal protagonista, poi gli riappare in forma di spirito, quindi, vivo e vegeto, come medico al suo capezzale. Il suo scopo è ammonire Pinocchio sulle conseguenze delle sue azioni. Preconizza che coi suoi atteggiamenti si metterà nei guai, nella sua apparizione fantasmatica lo mette in guardia contro chi promette ricchezze facili, lo invita a tesaurizzare le monete rimastegli, portandole al padre, e gli ricorda che ogni condotta comporterà conseguenze. Viene sistematicamente ignorato e ogni volta gli eventi gli danno ragione. Somiglia all'esperto che fornisce informazioni corrette a un soggetto che le scarta per overconfidence, salvo poi subire puntualmente delle perdite. A quale consulente non è accaduto? In finanza comportamentale è definita "advisor avoidance": è la tendenza costante a ignorare i consigli professionali quando confliggono con i propri desideri immediati.

Ad esempio, in uno studio pubblicato nel 2012 sulla "Review of Financial Studies" è citato il caso di una banca tedesca che offriva gratuitamente consulenza certificata: la maggioranza degli investitori non seguiva i consigli ricevuti, nemmeno quando erano verificabili, personalizzati e corretti. Il motivo più frequente non era la sfiducia nel consulente, ma il conflitto tra il consiglio e le intenzioni già formate. Daniel Kahneman, in "Pensieri lenti e veloci" descrive la battaglia tra sistema 1 (pensiero rapido, intuitivo, emotivo) e sistema 2 (pensiero lento, analitico, deliberato). Il Grillo è il sistema 2 di Pinocchio, mentre il burattino è puro sistema 1, che quasi sempre prevale, non perché sia più forte, ma perché è più veloce. Ciò che rimane è la figura di un "consulente" che continua a fornire il proprio parere anche dopo essere stato letteralmente eliminato: la voce della razionalità finanziaria che, pur se ignorata, resta ostinatamente a futura memoria.

LA TRAPPOLA DEL PRESENTE

Il Paese dei Balocchi, per esempio, è una delle rappresentazioni più vivide dell' "hyperbolic discounting" (sconto iperbolico), che per gli

economisti comportamentali è la tendenza a preferire una ricompensa più piccola oggi rispetto a una più grande nel futuro, con un coefficiente di sconto che cresce in modo non lineare man mano che il futuro si avvicina al presente (David Laibson la descriveva come “trappola del presente” già nel 1997). Pinocchio, pur sapendo che il mattino dopo sarebbe potuto diventare «un ragazzo perbene», eccitato dal miraggio prospettatogli da Lucignolo, decide di partire la notte stessa per quella località così allettante. Il futuro, anche se imminente, scompare dall'orizzonte. Ci rimarrà cinque mesi: giusto il tempo per diventare un «bellissimo somaro» come il Grillo aveva predetto. E, d'altronde, Teghil e Wittmann, lo scorso anno su “Neuroscience and Biobehavioral Reviews”, hanno documentato che in condizioni di eccitazione il tempo soggettivo si dilata e il presente occupa più spazio mentale di quanto il tempo reale giustificerebbe. Il Paese dei Balocchi, con la sua prospettiva di giochi, rumori, stimoli continui, massimizza questo “arousal” influenzando neurologicamente sull'architettura delle scelte. Benartzi e Thaler da tempo hanno dimostrato che gli investitori che valutano il portafoglio troppo frequentemente ottengono rendimenti peggiori di chi mantiene una prospettiva lunga. E Pinocchio, in quel contesto, ci ricorda l'investitore che controlla il portafoglio ogni ora durante una crisi non perché sia in malafede, ma perché il suo sistema di misurazione del tempo è stato deliberatamente alterato dall'ambiente.

MIRACOLI E TRUFFE PERFETTE

Il Campo dei Miracoli, il Gatto e la Volpe sono gli elementi più citati parlando di educazione finanziaria. Meritano, però, una lettura meno ovvia di quella corrente. I due compari non sono semplicemente dei truffatori, sono maestri di ciò che i ricercatori di psicologia sociale chiamano “social proof” (riprova sociale) e “scarcity framing” (principio di scarsità). La promessa di moltiplicare le monete d'oro funziona perché è costruita su una coppia di meccanismi cognitivi precisi. Il primo è la plausibilità narrativa: il Campo dei Miracoli non è presentato come una magia, ma come un investimento con un meccanismo comprensibile («si semina, si annaffia, si aspetta») e che ha la struttura di un progetto imprenditoriale. Il secondo è l'urgenza: i due persuadono Pinocchio che bisogna partire subito, che l'opportunità è irripetibile. È la stessa leva usata da ogni “schema Ponzi” documentato nella storia e che le ricerche di Dan Ariely del 2008 sul «predictably irrational» (prevedibilmente irrazionale) mostrano una delle forze nascoste che risulta sistematicamente efficace sulle persone di qualsiasi livello di istruzione.

C'è poi un dettaglio che quasi nessuno cita: nel capitolo XVIII, Pinocchio riconosce i due malfattori incontrandoli sulla stessa strada in cui era stato attaccato di notte dai banditi che volevano portargli via le monete. Si accorge che il Gatto è ferito alla zampa, che lui stesso gli aveva morso nel tentativo di difendersi. Chiesta una spiegazione, riceve una risposta implausibile. Nonostante ciò decide di crederci e si avvia con quella strana coppia verso il campo dove sotterrerà il suo tesoro. È un caso lampante di quello che Neil Weinstein identifica come ottimismo irrealistico: le persone credono che gli eventi negativi accadano più probabilmente agli altri, mentre a loro avverranno maggiormente quelli positivi. La prova dell'esistenza di un rischio è lì, evidente, sul corpo di uno degli interlocutori, però viene ignorata.

UN LIBRO DA RILEGGERE

Per chi vede nella vicenda di Pinocchio un viaggio di iniziazione, la sua trasformazione finale in un bambino vero ha una morale edificante. A noi sembra di intravedere anche una metafora della conquista della soggettività finanziaria, il passaggio da un'esistenza in cui le decisioni economiche vengono subite, come il burattino mosso dai fili di Gatto, Volpe e Lucignolo, ad una in cui vengono prese consapevolmente. L'educazione finanziaria, per risultare veramente utile, non dovrebbe solamente insegnarci a riconoscere le truffe, ma a restare i soli autori delle proprie scelte.

Carlo Lorenzini è un uomo che legge i latini in originale e i greci in traduzione, apprezza Dante e Leopardi, conosce Shakespeare e Molière, le Mille e una notte e Cervantes, Goethe e i fratelli Grimm, il teatro e la pittura, in particolare quella dei Macchiaioli, giacché frequenta Fattori, Lega e Signorini. Ridurlo a un autore di fiabe per bambini, estroso, innovativo, geniale, ma senza cultura, alla luce di quanto scritto appare ingiusto e ingeneroso. In realtà “Le avventure di Pinocchio” è un testo che si può leggere a vari livelli, tanto più, per ciò che attiene al tema di questa rubrica, se lo si fa da risparmiatori adulti, e può fornire a ciascuno spunti di riflessione insospettati. Pertanto a quel signore che, in uno dei suoi rari ritratti, appare stempiato, coi baffi a manubrio e un pizzetto bianco non possiamo che dire, riconoscenti, «Grazie!».



Ancora costruttivi sul credito investment grade in euro

a cura di Arianna Caviglioli

«Il mercato del credito investment grade denominato in euro continua a beneficiare di un contesto complessivamente favorevole, nonostante l'attenzione degli investitori resti focalizzata sulle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Rendimenti ancora interessanti, un'offerta primaria contenuta e fondamentali societari solidi continuano a sostenere la domanda di credito di alta qualità, mantenendo costruttive le prospettive per l'asset class in assenza di shock esogeni di maggiore entità». Questo è il parere di **Fabrizio Viola**, portfolio manager di **Generali Asset Management**, intervistato sulla situazione del mercato del credito da Fondi&Sicav.

Intravede qualche criticità?

«Alcuni segnali di debolezza stanno emergendo nel mercato degli emittenti high yield e più speculativi, per cui risulta fondamentale un'attenta selezione e una gestione attiva del rischio volte a eliminare dall'universo investibile tutte le società che non siano attrezzate alle sfide dei mercati, dall'Ai, all'inflazione fino alla concorrenza dei nuovi player globali (si pensi ad esempio al settore automotive). Alla luce di questo scenario, mantenere l'attuale esposizione al credito investment grade appare ancora appropriato. Il potenziale di deterioramento degli spread sembra infatti limitato, salvo il verificarsi di un nuovo e significativo shock geopolitico. Il mercato investment grade europeo ha già dimostrato una buona capacità di assorbire le pressioni inflazionistiche legate agli eventi in Medio Oriente, mentre livelli di tasso più elevati continuano a sostenere la domanda grazie all'attrattiva del reddito offerto dalle obbligazioni corporate. L'approccio, ribadiamo, deve rimanere selettivo. È probabile che aumenti la dispersione tra emittenti, rendendo sempre più importante l'analisi fondamentale e

la selezione bottom-up del credito. In questo contesto, l'assunzione di rischio dovrebbe concentrarsi sui casi in cui le valutazioni compensino adeguatamente le vulnerabilità specifiche dei singoli emittenti».

Ci sono delle preferenze a livello settoriale?

«L'allocazione settoriale continua a privilegiare il comparto dei finanziari. In particolare, il debito Tier 2 investment grade offre livelli di rendimento corrente interessanti a fronte di un incremento contenuto della volatilità rispetto alle obbligazioni senior. Più in generale, i settori difensivi e di maggiore qualità restano preferibili a quelli ciclici, poiché il premio al rischio offerto da questi ultimi appare ancora limitato. La prudenza rimane giustificata nel settore automobilistico, dove i fondamentali e le dinamiche industriali continuano a mostrare elementi di fragilità e a soffrire per la pressione dei nuovi player dalla Cina. Merita un approfondimento anche il debito emesso dagli hyperscaler tecnologici, in quanto appare evidente che non potranno continuare a inondare il mercato con continue emissioni in diverse valute così a lungo. Noi restiamo cauti su quelle tipologie di emittenti, soprattutto sulle scadenze lunghe della curva, segmento che continuiamo a evitare».

Qual è il vostro posizionamento sulla curva dei rendimenti?

«Sulla curva dei rendimenti, la fascia preferita resta quella compresa tra i tre e i sette anni. Questo segmento offre il migliore equilibrio tra redditività e potenziale compressione degli spread, beneficiando inoltre di una solida domanda da parte degli investitori focalizzati su strategie a scadenza prefissata. Nel comparto subordinato, le obbligazioni ibride corporate hanno registrato una performance



FABRIZIO VIOLA
portfolio manager
Generali Asset Management

sotto le attese negli ultimi mesi, ma, nonostante ciò, appaiono oggi relativamente attraenti rispetto ad altri segmenti ad alto beta, come il credito BBB e gli emittenti crossover BB. All'interno dell'universo subordinato, la preferenza continua ad andare ai grandi gruppi assicurativi, che offrono valutazioni relative più interessanti e un migliore equilibrio tra rischio e rendimento. In sintesi, le prospettive per il credito investment grade europeo restano moderatamente favorevoli. Rendimenti elevati, fattori tecnici di mercato ancora positivi e fondamentali societari solidi continuano a sostenere l'asset class. Tuttavia, con spread già compressi e rischi geopolitici ancora presenti, la costruzione del portafoglio dovrà rimanere disciplinata, privilegiando la qualità del settore finanziario e limitando i ciclici, le scadenze intermedie e con un'attenta selezione degli emittenti».

In arrivo importanti cambiamenti

di Flavio Burrai, associate di Advant Nctm



“ *L'obiettivo dell'Autorità è duplice: da un lato, allineare i Regolamenti intermediari, Mercati ed Emittenti alle recenti riforme europee (Mifid, Mifir, Aifmd e Ucitsd), dall'altro, introdurre mirati interventi di semplificazione e fine tuning* ”

Il consolidamento della riforma dei mercati dei capitali passa attraverso la regolamentazione secondaria. In quest'ottica, il documento per la consultazione pubblicato dalla Consob il 17 luglio 2026 rappresenta uno snodo importante per gli operatori del settore. L'obiettivo dell'Autorità è duplice: da un lato, allineare i Regolamenti intermediari, Mercati ed Emittenti alle recenti riforme europee (Mifid, Mifir, Aifmd e Ucitsd); dall'altro, introdurre mirati interventi di semplificazione e fine tuning.

LE MAGGIORI NOVITÀ

Per il risparmio gestito, le novità di maggiore rilievo derivano dall'attuazione della direttiva Aifmd 2. Il legislatore europeo ha significativamente ampliato il novero delle attività esercitabili dai gestori: a titolo esemplificativo, ai gestori di Oicvm è ora riconosciuta la possibilità di prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, parificandoli ai gestori di Fia. Al fine di assoggettare questi operatori alla disciplina di derivazione Mifid in tema di trasparenza e correttezza, la Consob propone di includerli espressamente nella definizione regolamentare di «intermediari autorizzati».

Un tema importante sul fronte della gestione dei rischi riguarda gli strumenti di gestione della liquidità (Liquidity management tools - Lmt). La normativa armonizzata impone ai gestori di fondi aperti di selezionare e includere nei regolamenti almeno due Lmt, in aggiunta alla consueta sospensione delle sottoscrizioni e ai conti side pocket. La Consob

interviene inoltre sugli obblighi informativi: la documentazione d'offerta dovrà dettagliare le condizioni di utilizzo di tali strumenti. Altra innovazione per la tutela degli investitori è l'introduzione dell'obbligo di comunicare tempestivamente e in via individuale (anche tramite canali digitali) l'attivazione o la disattivazione degli Lmt che incidono in misura significativa sul diritto di rimborso, come le restrizioni o i rimborsi in natura.

Per i Fia di crediti, l'adeguamento richiederà un incremento della trasparenza, in quanto i gestori saranno tenuti a informare gli investitori di tutti i costi e le spese collegati all'amministrazione dei prestiti all'interno del prospetto o del documento d'offerta. Un intervento assai atteso riguarda, inoltre, il fenomeno del cosiddetto white label, ovvero i fondi istituiti su iniziativa di terzi delegati poi alla gestione. Per mitigare i rischi intrinseci, il nuovo art. 118-bis del Regolamento intermediari impone ai gestori di presentare alla Consob una relazione dettagliata sulle rigorose misure adottate per prevenire o gestire i conflitti di interesse derivanti dai rapporti con tali soggetti.

RICERCA E BEST EXECUTION

Allontanandoci dal perimetro strettamente legato ai fondi, la Consob interviene anche in tema di ricerca finanziaria e best execution, in attuazione del pacchetto europeo cosiddetto "Listing Act". Viene di fatto superato il rigido principio dell'unbundling dei costi, ammettendo la possibilità di pagamenti congiunti per i servizi di esecuzione e di ricerca, a condizione che gli intermediari si dotino di solidi meccanismi di trasparenza. Resta ferma la facoltà di utilizzare un conto di pagamento dedicato, ma con regole riformulate che impongono una valutazione qualitativa annuale sulla ricerca acquistata e l'adozione di misure correttive in caso di esito negativo. Sul fronte della best execution, in un'ottica di riduzione degli oneri di compliance, viene eliminato l'obbligo per gli intermediari di pubblicare il report annuale sulle prime cinque sedi di esecuzione.

DISTRIBUZIONE E CONSULENZA

La consultazione tocca trasversalmente anche il mondo della distribuzione e della consulenza.

Per i prodotti di investimento assicurativi (Ibip), si mira a semplificare l'informativa precontrattuale per allinearla a quella dell'Ivass, garantendo coerenza tra i diversi canali distributivi e abrogando norme inattuate sulla ricerca di terzi in ambito Ibip.

Per i consulenti finanziari, si interviene sulle sanzioni irrogate dall'Ocf, tipizzando i criteri per la degradazione o l'incremento della sanzione e inserendo limiti minimi inderogabili (per esempio il doppio del minimo edittale in caso di conversione di sospensione in pecuniaria), al fine di garantire proporzionalità e certezza giuridica. Infine, quale presidio contro le truffe online, l'albo delle Sim (e delle imprese estere operanti in Italia) indicherà espressamente i domini internet ufficiali degli intermediari.

Ci troviamo di fronte a un pacchetto regolamentare vasto. Le Sgr dovranno farsi trovare pronte per l'adeguamento della contrattualistica e dei prospetti: il termine per inviare le osservazioni alla Consob scade il 15 settembre 2026.



Planning better, living longer.

Tutto ha inizio da un punto

**21-22
ottobre
2026**

TEATRO DEL
MAGGIO MUSICALE
FIORENTINO, FIRENZE

INFO E ISCRIZIONI SU
WWW.EFPA-ITALIA.IT
EVENTI@EFPA-ITALIA.IT

#EFPAITMEETING   

CONSULENTI & RETI



“ Il consulente ha sempre avuto quale ruolo principale quello di coach comportamentale. L’advisor “di successo” di oggi, dopo trent’anni di attività, si rende conto che la sua riuscita dipende essenzialmente da questo ruolo ”

RUGGERO BERTELLI

docente di economia degli intermediari finanziari
ed esperto di finanza comportamentale

«Davvero pensiamo che l'Ai non sbagli mai?»

a cura di **Alessandro Secciani**

In due anni i mercati sono cambiati radicalmente: Ai ovunque, concentrazione estrema degli indici, volatilità improvvisa e violenta seguita da recuperi altrettanto forti. In questo contesto l'investitore non riconosce più il territorio nel quale deve operare e, soprattutto, i vecchi ancoraggi: i dati fondamentali o l'esperienza di chi ha vissuto gli alti e bassi dei mercati per decenni non contano più. A questo punto, però, sorge un dubbio: la finanza comportamentale si è in parte trasformata per seguire questi cambiamenti o è rimasta uguale a sé stessa, convinta che la sua metodologia si possa applicare a ogni genere di mercato? C'è una ricerca nuova all'altezza del mercato nuovo o l'accademia insegna forte delle sue certezze?

A rispondere è **Ruggero Bertelli**, professore ordinario di economia degli intermediari finanziari con focus su rischi e performance delle istituzioni finanziarie, gestione del rischio di credito e gestione

dei rischi finanziari. E soprattutto è uno dei maggiori esperti in Italia di finanza comportamentale.

«La finanza comportamentale studia, tra le altre cose, genesi ed evoluzione delle bolle speculative. Questi fenomeni hanno radici profonde nel comportamento umano, nel modo in cui vengono prese decisioni. "Irrational exuberance" di Robert Shiller rimane un riferimento essenziale. La psicologia cognitiva non è cambiata. L'essere umano ha una parte hardware (il funzionamento della mente), che non muta; e una parte software che si evolve e si aggiorna, rendendo sempre apparentemente nuovi gli stimoli che generano i comportamenti concreti. L'Ai è un "software" potentissimo che gira in un hardware sostanzialmente invariato e limitato. Quindi le decisioni soffrono degli stessi "colli di bottiglia" che esistevano prima; anzi, più aumenta la velocità e la quantità di informazioni, più il collo di bottiglia si intasa,

generando scorciatoie e distorsioni».

Due investitori retail su tre negli Usa usano l'Ai per decidere. C'è il rischio che si generino bias nuovi (eccesso di fiducia per procura, illusione di controllo, deresponsabilizzazione)?

«La diffusione capillare dell'intelligenza artificiale ne costituisce uno dei principali pericoli. La riduzione dell'emotività potrebbe avere luogo solo se l'Ai diventasse un consulente indipendente, ascoltato e autorevole, anche (e soprattutto) in momenti di crisi. Ma oggi non è così. L'ambiente è euforico. E l'Ai dice ciò che la gente vuole sentirsi dire. La prova del fuoco ci sarà quando una crisi sul mercato produr-

rà panico e i suggerimenti dell'intelligenza artificiale genereranno perdite...o veramente pensiamo che l'Ai non sbaglia mai sui mercati finanziari?».

È stato notato che anche gli agenti Ai che operano sui mercati riproducono comportamenti gregari e bolle speculative, talvolta in forma più pura degli umani. È vero? E non stiamo costruendo mercati in cui i bias non spariscono, ma si industrializzano?

«In un recente post su LinkedIn⁽¹⁾ ho condiviso un esperimento che apre la riflessione sulle distorsioni cognitive dell'Ai, che commette errori perché, ovviamente solo in senso metaforico, utilizza le stesse scorciatoie mentali

degli umani. Risponde ciò che è più probabile sia vero. Ovviamente ci accorgiamo degli errori solo quando la risposta è solo una e la conosciamo e l'Ai risponde diversamente. Ma in tutti gli altri casi l'errore è nascosto e non lo vediamo. È un errore casuale incontrollabile ex ante. Kahneman nel suo libro "Rumore", che si occupa degli umani, suggerisce procedure di "igiene decisionale" che riducono gli errori. "Lavati le mani prima di prendere decisioni". Procedure analoghe, a mio avviso, devono essere poste in essere quando a prendere decisioni è l'Ai».

Il panic selling classico sembra sostituito da un riflesso opposto, come si è visto in occasione della pandemia e della guerra in Iran: appena un indice o un titolo scendono, si compra sulla debolezza. È educazione finanziaria riuscita o una forma di overconfidence che aspetta solo il mercato sbagliato per presentare il conto?

«La stesso identico fenomeno è avvenuto anche nelle crisi precedenti: 1999–2000, 2007–2009, per non andare più lontano. La profondità del movimento negativo dipende dalle vette precedentemente raggiunte. Più vale l'atteggiamento del drawdown come occasione d'acquisto più si raggiungono massimi più alti. È una buona notizia per l'investitore di lungo termine; diviene sempre più pericoloso per chi confonde gli orizzonti temporali di investimento. L'educazione finanziaria (ci credo moltissimo, come è noto) centra l'obiettivo solo lavorando sugli orizzonti temporali di investimento, sulla consapevolezza degli obiettivi da raggiungere nel tempo, ma incide poco come strumento di timing, se così vogliamo dire. Prevale il trend following in fasi di rialzo e la loss aversion in fasi di ribasso. Ma i mercati azionari trovano il loro volatile equilibrio e crescono nel tempo».

Come si spiega a un cliente che diversificare è razionale quando da anni "perde" rispetto a chi ha comprato solo i soliti sette titoli?

«Rispondo in modo provocatorio: non si spiega...si fa e basta. Si iper-diversifica, utilizzando anche indici come l'S&P 493 (ossia 500 – 7). Non devi spiegare una cosa giusta, devi riuscire a farla diventare comportamento condiviso e naturale. La diversificazione è come la doppia striscia continua sull'asfalto: quando c'è non si sorpassa. Ma quante persone vediamo sorpas-



sare lo stesso? Non hanno ragione, ma arriveranno prima di noi...poi saremo colpiti dall'ennesima notizia di un brutto incidente stradale. A me piace dire: "C'è valore, tanto valore in un sorpasso non fatto". Ma la mente umana è in difficoltà quando deve percepire ex ante il rischio, sceglie sulla base delle probabilità decisionali e non considerando le probabilità effettive degli eventi. Per l'investitore il rendimento corretto per il rischio (ex ante) non esiste».

E come si spiega lo stesso fenomeno ai gestori che hanno una grande paura di perdere denaro, ma anche di perdere l'occasione e soprattutto di restare indietro rispetto ai concorrenti?

«I gestori "veri", quelli che hanno cura dei risparmi loro affidati, hanno rigidissime regole di risk management e quindi, nell'ambito delle diverse strategie di gestione, assumono rischi remunerati dal mercato, nel tempo. La gestione professionale del risparmio non è performance, ma performance corretta per il rischio. La gestione non professionale non si cura dei rischi (se non assistendo agli effetti ex post) e "sbandiera" performance (ex post)».

In questi due anni di vera e propria rivoluzione finanziaria, l'italiano medio è cambiato? O si è solo spostato il vecchio comportamento su prodotti nuovi?

«Onestamente, non credo che l'italiano medio sia cambiato. Tuttavia, la quota di mercato della consulenza finanziaria è cresciuta molto. Il vero cambiamento culturale consiste nella consapevolezza che è necessario un supporto decisionale per raggiungere gli ambiziosi obiettivi di investimento che sono richiesti a esseri umani che vogliono massimizzare il benessere di oggi e quello di domani. Inutile ricordare che la consulenza finanziaria di oggi non è la stessa di ieri e questo fatto apre nuovi temi: la miopia con la quale osserviamo il nostro futuro rende sfuocate le nostre esigenze di lungo termine, facendo prevalere gli obiettivi di breve, che ci sembrano più misurabili solo perché sono più vicini. La ricerca di certezze, in un mondo di inevitabile "radicale incertezza" (prendo a prestito il titolo del libro di Mervin King), sposta l'attenzione su numeri considerati certi, punti di riferimento vicini e osservabili. Il ruolo della consulenza finanziaria, in un contesto di lungo e lunghissimo periodo tende a mutare, avvicinandosi a ciò che viene detto da tempo, ma mai veramente realizzato:



le pianificazioni assicurative, finanziaria, patrimoniale, successoria. Quella che a me piace chiamare "pianificazione rotonda».

Se l'Ai fa analisi e asset allocation, al consulente resta il ruolo di "coach comportamentale". È una nobilitazione o una ritirata?

«Il consulente ha sempre avuto quale ruolo principale quello di coach comportamentale. L'advisor "di successo" di oggi, dopo trent'anni di attività, si rende conto che la sua riuscita dipende essenzialmente da questo ruolo. I processi di asset allocation e l'analisi dei mercati vengono portati dal consulente al cliente finale, ma richiedono una "catena del valore" che ne moltiplichi efficienza ed efficacia. Il modello di business della creazione e percezione di valore richiede un'industria orientata tutta al "value for money" per il cliente finale. L'Ai può costituire senz'altro un supporto straordinario in varie fasi della catena del valore dell'industria».

Se davvero l'Ai toglierà l'emotività dagli investimenti, la finanza comportamentale rischia di diventare una disciplina storica, lo studio di come sbagliavano gli in-

vestitori quando ancora decidevano da soli?

«Non credo che l'Ai possa togliere emotività agli investimenti. D'altra parte, gli strumenti di analisi tecnica e quantitativa dei mercati finanziari sono noti da tanti anni e si è sempre "predicato" che la gestione quantitativa riduce l'emotività delle scelte. Ma gli strumenti sono una cosa e i comportamenti un'altra. Chiudo con una metafora. Ormai tutti abbiamo nelle nostre automobili un supporto che ci adatta la distanza di sicurezza rispetto al veicolo che ci precede. Uno strumento quantitativo molto efficace, che ci costringe (se lo usassimo) a guidare con maggiore prudenza. Ma quando rispettiamo la distanza suggerita, subito, da destra, ci sorpassa un veicolo che si insinua tra di noi e l'auto davanti. Che rabbia. Ha torto, ma ci sentiamo sciocchi...e forse ci avviciniamo un po', un po' troppo, rassicurati dal nostro eccesso di confidenza. L'essere umano è così: si innamora, sogna, si arrabbia e produce innovazione e sviluppo. Sbaglia e si corregge, impara, ma ripete gli stessi errori. La sua capacità di comunicare e collaborare è straordinaria, ma i conflitti sono perenni».

(1) <https://lnkd.in/p/d9SCpDuZ>

Un lavoro meno facile del previsto

Annunciata a Consulentia 2025, l'AI proprietaria di Anasf è da allora in fase di sperimentazione e addestramento. Il responsabile tech dell'Associazione spiega a che punto è il progetto e come questa nuova dirompente tecnologia stia ridisegnando il lavoro del consulente

di **Alessandro Secciani**

È attualmente una delle questioni più dibattute che sta investendo l'attività dei consulenti finanziari: l'intelligenza artificiale. Si può dire che in qualche maniera sta ridisegnando la professione. Da un lato aiuta sicuramente il professionista a gestire tutta una serie di problemi che gli hanno sempre complicato la vita (scadenze, contabilità, impegni presi, ecc.): l'intelligenza artificiale si comporta come una qualsiasi brava e velocissima segretaria e, in parte, anche come un commercialista; di conseguenza ben venga. Ma dall'altro lato l'AI sta facendosi largo anche come supporto strategico del consulente: in pratica è in grado di costruire un portafoglio molto velocemente e di sostituirsi all'advisor nel suo lavoro con l'investitore. Ma c'è di più: il cliente, che fino a ieri aveva la massima fiducia nel suo professionista, si presenta con maggiore frequenza all'incontro con un portafoglio già realizzato dalla sua intel-

ligenza artificiale. È grosso modo ciò che avviene ai medici, che si vedono arrivare il paziente con la diagnosi già fatta dall'AI e con la sola richiesta dei medicinali necessari a rendere esecutivo il responso uscito dal computer, saltando di fatto di colpo il vero ruolo del clinico.

ARRIVA ROSEBUD

In occasione del convegno di Consulentia, a marzo 2025, l'Anasf ha annunciato un sistema di AI di nome Rosebud che sarebbe stato integrato nei digital asset dell'Associazione e messo a disposizione degli associati. Un anno dopo, a Consulentia 2026, è arrivata la presentazione in anteprima del progetto, con la finalità dichiarata di semplificare il lavoro dei soci e accompagnarli nelle loro attività. L'annuncio del 2025 nasceva dentro un convegno (Aiconomy) dedicato all'equilibrio tra innovazione e regole. Il presidente Luigi Conte aprì i lavori con un proprio avatar generato in video, che esaltava la perfezione e l'assenza di errori dell'AI: una provocazione costruita per mostrare i rischi dei fake video. La logica associativa era leggibile: se i 13 mila iscritti avessero usato comunque strumenti di intelligenza artificiale, sarebbe stato meglio offrire loro uno strumento realizzato dall'Associazione, dentro un perimetro

controllato, invece di lasciare spazio all'improvvisazione dei singoli con l'utilizzo di strumenti generalisti su dati della clientela. Da allora, però, di Rosebud non si è saputo più molto e Fondi&Sicav ha sentito **Silvio Iacomino**, del comitato esecutivo, **Anasf** e responsabile dell'area innovazione digitale, intelligenza artificiale e sviluppo sostenibile, per capire quale sia lo stato dell'arte dell'AI targata Anasf e sul non facile rapporto tra consulenti e questa nuova dirompente tecnologia. In pratica, come l'utilizzo dell'AI sta cambiando la professione? «È indubbio che il supporto offerto dall'AI generativa nel sintetizzare grandi quantità di dati, effettuare ricerche, personalizzare la comunicazione, come anche nella preparazione degli incontri può essere significativo», esordisce Iacomino. «Lo svolgimento di attività ripetitive, poi, resta utile nel liberare la risorsa più preziosa che abbiamo: il tempo. Tempo da destinare all'ascolto, all'analisi dei bisogni e alla costruzione di una relazione ancora più profonda con il cliente. Analizzando questi aspetti appare chiaramente che l'AI è uno strumento che aiuta a dare valore al servizio di consulenza.

Parallelamente, però, aumenta la responsabilità. Bisogna avere la capacità di valutarne criticamente i risultati, verificare sempre le fonti, riconoscerne i limiti e comprendere come una risposta apparentemente plausibile, possa non essere sufficientemente affidabile».

UN PERCORSO DIFFICILE

Non si tratta però di un percorso facile per una categoria che non sempre ha molta dimestichezza con i livelli tecnologici più avanzati: «Da qui, in effetti, nasce la necessità di nuove competenze per il consulente finanziario. Competenze di natura culturale, metodologica, professionale e non solo, o unicamente, di natura informatica», risponde Iacomino. «Conoscere il funzionamento essenziale di questi sistemi è il presupposto necessario per utilizzarli in modo consapevole. È imprescindibile, dunque, una formazione adeguata su questi temi per sbloccare il pieno potenziale della tecnologia che il consulente ha a disposizione. Uno strumento che rende ancora più evidente la differenza tra il "semplice" accesso a un'informazione rispetto alla capacità di



SILVIO IACOMINO
comitato esecutivo
Anasf
e responsabile dell'area
innovazione digitale, intelligenza
artificiale e sviluppo sostenibile



trasformarla in una scelta coerente con la vita, gli obiettivi e la situazione concreta di un cliente».

Ma uno dei fenomeni più dirompenti, come già accennato, è che oggi sempre più spesso l'intelligenza artificiale viene utilizzata dai clienti, che talvolta la usano anche per controllare l'operato del consulente, spesso senza capire molto, né di finanza, né di Ai. Questo fatto mette a rischio il rapporto con l'investitore? Non c'è il pericolo di creare uno scontro tra intelligenze artificiali? Risponde ancora il responsabile dell'area innovazione digitale, intelligenza artificiale e sviluppo sostenibile di Anasf: «Sappiamo che i sistemi generativi producono risposte sulla base dei dati disponibili, delle modalità con cui viene formulata la domanda e delle caratteristiche del modello utilizzato. Ma talvolta, le risposte sono semanticamente proposte in maniera convincente e plausibile anche quando erranee, incomplete o non aggiornate. Il rischio, quindi, esiste se l'intelligenza artificiale viene percepita come infallibile oppure come un arbitro neutrale, insomma come un oracolo, una Sibilla onnisciente. Il confronto con un cliente che prima di incontrarci ha interrogato un sistema di Ai non deve però essere vissuto dal consulente negativamente. Può diventare, al contrario, un'occasione di educazione finanziaria e di consolidamento della relazione. Il professionista deve essere in grado di spiegare come una risposta generalista, pur se corretta in astratto, non sempre possa essere applicata automaticamente a chiunque senza considerarne la situazione specifica, gli obiettivi personali e tutto quanto previsto anche dalla normativa in termini di esperienza e conoscenza, tolleranza al rischio etc.».

LA PROFESSIONE CAMBIA?

A questo punto il rischio che la professione cambi profondamente è sicuramente alto. In pratica l'elemento di conoscenza tecnica dei mercati, la capacità di orientarsi anche nei momenti difficili o di cogliere i momenti topici delle diverse piazze finanziarie rischia di passare in secondo piano e di restringere il lavoro del consulente a un semplice rapporto personale, molto più collegato alla finanza comportamentale che alla finanza tout court. «La fiducia rimane centrale e si alimenta grazie alla capacità del consulente di interpretare, verificare e contestualizzare anche le informazioni che il cliente reperisce autonomamente, permettendogli di



distinguere tra un'informazione corretta e pertinente e una fuorviante. Un cliente più informato può porre domande migliori; spetta al professionista aiutarlo a distinguere tra informazione, conoscenza e decisione consapevole».

Si tratta quindi di individuare con molta chiarezza dove arriva l'intelligenza artificiale e inizia il lavoro del consulente e qual è il confine tra supporto e responsabilità. Su questo tema Iacomino non sembra avere dubbi: «Il confine coincide con la responsabilità della decisione professionale, ma soprattutto l'Ai non conosce il cliente nella pienezza della sua condizione personale, familiare ed emotiva e, soprattutto, non risponde delle conseguenze delle indicazioni prodotte. La responsabilità rimane in capo al professionista che decide di utilizzarne l'elaborazione. Esiste poi una dimensione che l'Ai non può esaurire, ossia comprendere bisogni, spesso impliciti e trasformarli in obiettivi realistici e in un percorso finanziario sostenibile. L'Ai è quindi uno strumento di supporto, non una scorciatoia, e quanto più diventerà sofisticata, tanto più saranno centrali il giudizio, la trasparenza, la capacità relazionale e il senso di responsabilità del consulente».

ROSEBUD VA A SCUOLA

Nel marzo 2026 è stata presentata in anteprima Rosebud, un modello proprietario di intelligenza artificiale creato ad hoc per l'attività dei consulenti finanziari. Da allora che cosa è successo? Sebbene ci sia stata in effetti una presentazione della futura Ai dei consulenti, il comunicato ufficiale Anasf del 10 marzo 2026 (pubblicato su consulentia.com), che elenca tutti i convegni dell'associazione a Consulentia con i relatori nome per nome, non nomina Rosebud.

Iacomino spiega con molta chiarezza che cosa è avvenuto e anche perché da allora del modello non si è saputo più molto. «Ciò che abbiamo presentato sul palco di Consulentia non era un video preparato in precedenza, né una dimostrazione registrata. Abbiamo interrogato Rosebud dal vivo, davanti a circa 1.200 persone e la piattaforma ha risposto e ha dimostrato di funzionare anche in una situazione reale e non controllata. Per noi era un passaggio importante: volevamo verificare non soltanto la qualità teorica del progetto, ma anche la sua capacità di operare concretamente. Dopo Consulentia, siamo entrati in una fase di sperimentazione, addestramento e verifica. Un sistema destinato a supportare l'attività dei consulenti finanziari deve essere valutato con particolare attenzione sotto il profilo dell'affidabilità, della qualità delle fonti, della sicurezza dei dati e della coerenza con il quadro normativo. Parallelamente, stiamo già sviluppando un'analisi degli strumenti di intelligenza artificiale maggiormente utilizzati dai colleghi e, più in generale, delle modalità con cui vengono impiegati nella pratica professionale. Lo scopo è mappare lo stato dell'arte dell'adozione dell'intelligenza artificiale da parte dei consulenti finanziari per fornire servizi adeguati e utili allo scopo agli associati e alle associate. Rosebud si inserisce in questo percorso come parte di un'attività più ampia di ricerca, ascolto e accompagnamento della categoria nella trasformazione tecnologica». Un ultimo particolare: il nome Rosebud, con ogni probabilità, viene dal film "Quarto potere" di Orson Welles: la parola che spiega tutto e che nessuno riesce a decifrare. Se è una scelta consapevole, è ironica per un sistema di Ai.

Settembre da vivere: dalla Toscana a Matera, le nostre ispirazioni lifestyle

a cura di Stefania Sala

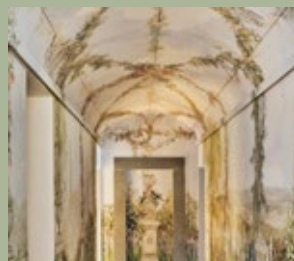
Mimmo Jodice. Mediterraneo: a Matera la grande mostra

Fino all'8 novembre 2026, il Palazzo Lanfranchi di Matera ospita "Mimmo Jodice. Mediterraneo", la rassegna dedicata a uno dei protagonisti assoluti della fotografia contemporanea europea.

L'esposizione propone un ampio percorso attraverso il suo celebre progetto dedicato al Mediterraneo, tra archeologia, memoria e paesaggio. Sono riunite **83 fotografie**, di cui 68 stampe vintage ai sali d'argento su carta baritata con viraggio al selenio, realizzate dall'artista tra la fine degli anni Ottanta e l'inizio degli anni Novanta.

Il Mediterraneo, attraverso lo sguardo unico di Mimmo Jodice, viene percepito come spazio condiviso di culture, memorie e identità, capace di restituire nuova vita ai luoghi e alle testimonianze dell'antichità.

foto: Mimmo Jodice, Isole Egee viste dalla costa turca, 1993 © Mimmo Jodice Studio



Villa San Michele: la prima Spa by Guerlain in Toscana

Tra le colline di Fiesole e con una vista mozzafiato su Firenze, Villa San Michele, a Belmond Hotel, riapre le sue porte con una grande novità: la prima Spa by Guerlain in Toscana.

Un nuovo capitolo per l'iconica dimora rinascimentale, dove storia, natura e benessere si fondono in un'esperienza esclusiva tra suite da sogno, giardini segreti, rituali spa personalizzati e una cucina che celebra i sapori del territorio. Un rifugio senza tempo in cui il fascino della storia abbraccia il lusso contemporaneo.

Ruffino, ospitalità toscana

Fondata nel 1877, Ruffino è una delle realtà vitivinicole più rappresentative della Toscana.

Nel corso della sua storia ha contribuito alla diffusione internazionale del Chianti e dei grandi vini toscani, mantenendo uno stile capace di coniugare tradizione e innovazione.

Oggi Ruffino custodisce sei prestigiose tenute toscane. Tra queste spicca **Tenuta Poggio Casciano**, un luogo dove produzione, ospitalità e cultura del vino si incontrano in un'esperienza autentica. Nel cuore della tenuta, una splendida villa rinascimentale immersa tra i vigneti ospita il **Wine Relais**, pensato per vivere il mondo Ruffino in tutte le sue sfumature. Qui gli ospiti possono partecipare a visite guidate della cantina, degustazioni delle etichette più prestigiose, esperienze sensoriali e percorsi enogastronomici, fino ad arrivare al ristorante **Tre Rane**, dove la cucina toscana dialoga con i vini della maison in un perfetto equilibrio di sapori.



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



Algebris Financial Equity Fund: con un rendimento del 202%¹ negli ultimi cinque anni, ha triplicato il capitale investito.

I numeri parlano da soli.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Fondo	-28.5%	23.8%	-8.3%	32.0%	6.9%	19.7%	31.7%	35.6%
Indice	-16.4%	26.5%	-2.1%	29.1%	-6.0%	15.1%	29.3%	25.2%



COMUNICAZIONE DI MARKETING

¹ Il rendimento indicato (%) è netto e relativo alla classe R (ad accumulo) in Euro del comparto dalla data di inizio dell'offerta e rappresenta quello ottenuto dagli investitori rimasti investiti nel fondo per almeno 5 anni, dal 2021 al 2025. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Il fondo è gestito attivamente e rispetto ad un indice di riferimento. In data 02.09.2021 la strategia d'investimento del fondo è cambiata da long/short a long only, il che ha portato anche al cambio dell'indice di riferimento utilizzato. I dati relativi alla performance dell'indice di riferimento fanno riferimento, sino al 02.09.2021 al MSCI World Financials Index (USD) e, da questa data in avanti, al MSCI ACWI Financials Local Index. **Non vi è alcun rendimento minimo garantito. È possibile perdere l'importo originariamente investito o parte di esso.**

Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il prospetto dell'OICVM e il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID/KID) prima di prendere una decisione finale di investimento. Tali documenti sono disponibili in lingua italiana e sono stati depositati presso la Consob. Prima di investire nel fondo si prega di considerare che il valore delle azioni e delle obbligazioni sottostanti può aumentare o diminuire e vi è il rischio di perdere il capitale investito e che il fondo può investire in strumenti finanziari il cui valore potrebbe essere influenzato da numerosi rischi quali, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, il rischio di (i) Credito e tassi di interesse, (ii) Mercato, (iii) Mercati emergenti, (iv) Cambio, (v) Sostenibilità e (vi) Derivati. Questo documento di marketing è stato emesso da Algebris Investments (Ireland) Limited. Algebris Investments (Ireland) Limited, autorizzata e regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda (registrazione n. C433985), è la Società di Gestione del Fondo.