

FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 19 - numero 188 - ottobre 2026



GERMANIA, IL PEGGIO FORSE È PASSATO

WASHINGTON POVERA, SILICON VALLEY RICCA



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.

UN RISPARMIATORE SEMPRE PIÙ IN CERCA DI FONDI

di **Giuseppe Riccardi**

“L’indagine sul risparmio e le scelte finanziarie degli italiani” a cura del Centro Einaudi di Torino è uno degli appuntamenti fissi più importanti per tutti coloro che operano in finanza e hanno la necessità di capire come cambia il loro target e come calibrare l’offerta di nuovi prodotti e di nuovi servizi.

L’indagine del 2026, appena uscita ha confermato la regola: il risparmiatore italiano ha offerto diverse sorprese anche per gli addetti ai lavori. Innanzitutto, in un momento in cui gli indici azionari di tutto il mondo sono sui massimi, resta ancora molto basso l’interesse del risparmiatore italiano verso l’azionario: ad acquistare singoli titoli è solo il 7% del campione che ha risposto alle do-

mande del Centro Einaudi. In compenso è in crescita il numero di persone che punta sull’obbligazionario, per di più con una ratio di soddisfazione, soddisfatti/insoddisfatti, di 4,9: la sicurezza dell’investimento resta sempre al primo posto fra le qualità preferite di un’asset class.

Non solo cresce il numero di investitori che acquistano fondi, ma aumenta anche l’indice di soddisfazione: «Ciò costituisce una grossa differenza rispetto al passato, quando il livello di soddisfazione oscillava insieme ai rendimenti di mercato: di conseguenza negli anni buoni, era alta, negli anni meno buoni scendeva», spiega il direttore del Centro Einaudi e autore dell’Indagine Giuseppe



Russo, che Fondi&Sicav ha intervistato in questo numero. Altri elementi sorprendenti sono che i più lontani dagli investimenti rischiosi sono i giovani, che gli Etf restano ancora marginali negli investimenti (solo il 3,5% di presenza nei portafogli, contro il 3% di 12 anni fa), a favore dei fondi tradizionali e che i Pac stanno prendendo sempre più piede, quasi come nuova forma previdenziale. In pratica un risparmio sempre estremamente cauto, ma molto più che in passato in cerca di rendimento e di risparmio gestito.



UN SONDAGGIO SULL’AI IN USA: LUCI E OMBRE

di **Pinuccia Parini**

Un sondaggio di Reuters/Ipsos dello scorso settembre ai cittadini americani rivela il loro sentire in merito all’intelligenza artificiale. Alla domanda se sia opportuno o meno un rallentamento dell’Ai, la maggioranza ha risposto di essere favorevole e che un simile sviluppo sarebbe un bene (55%) piuttosto che un male (13%) per gli Usa. In merito alla sicurezza, quando si tratta di sviluppo dell’Ai, gli americani sono favorevoli a una crescita costante, paziente e tenace.

Interrogata su chi debba controllare il processo di espansione di questa tecnologia,

la maggior parte dubita che le principali aziende statunitensi di Ai abbiano adottato misure di sicurezza sufficienti a prevenire gravi danni alla società, ma ritiene che i loro leader debbano contribuire a definire regole e standard, insieme ai funzionari del governo federale. Emerge, inoltre, un divario politico: negli ultimi mesi la distanza tra repubblicani e democratici sull’impatto dell’Ai è cresciuta. Su molti aspetti i due schieramenti condividono ancora una visione comune, ma resta da vedere se si amplierà.

Infine, il 50% ritiene che l’Ai possa essere un grave pericolo per gli Usa, quota simile a quella di chi la pensa così per il cambiamento climatico (48%) e per le catene di approvvigionamento globali (51%). Tuttavia,

in vista delle elezioni di metà mandato del 2026, tali timori restano in secondo piano rispetto all’economia.

Il rapporto con l’Ai è complesso e il dibattito che sta emergendo a tale proposito è ricco di considerazioni e di analisi. Il vero problema, per usare le parole del filosofo Umberto Galimberti, non riguarda solo la tecnologia in sé, ma il contesto culturale in cui nasce e si sviluppa: il rischio che la tecnica tenda a diventare autonoma rispetto all’uomo.

Con la nostra nuova rubrica “Dalla Silicon Valley” non abbiamo la pretesa di rispondere a questo interrogativo, ma vorremmo dare un piccolo contributo per capire quale sarà il futuro delle tecnologie e il loro impatto sulle persone.

SOMMARIO

Numero 188
ottobre 2026
anno 19

editore
Giuseppe Riccardi

direttore
Giuseppina Parini

vice direttore
Boris Secciani (ufficio studi
e corrispondente dal Far East)

progetto grafico e impaginazione
Stefania Sala

collaboratori
Stefania Basso, Flavio Burrai,
Arianna Caviglioli, 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

6 **GEOPOLITICA**
L'incompiuto vantaggio del Messico

8 **OSSERVATORIO ASIA**
India, quando la borsa e l'economia divergono

10 **FACCIA A FACCIA**
Maria Paola Toschi, global market strategist di J.P. Morgan Asset Management
«Salgono i tassi, ma anche gli utili delle imprese»

Shaan Raithatha, senior economist di Vanguard
«I tassi più elevati non inibiscono la crescita»

14 **GERMANIA**
Oltre i catastrofismi

20 **OBLIGAZIONARIO**
Washington povera,
Silicon Valley ricca

26 **INVESCO**
Passaggio cruciale del ciclo economico

28 **ALTAROC**
Fondi di fondi: tanta diversificazione e accesso al capitale non quotato

30 **TIKEHAU**
Investire con maggiore disciplina

32 **PREVIDENZA**
Fondi pensione, c'è bisogno ancora di riforme

34 **DALLA SILICON VALLEY**
Essere informati e conoscere, una differenza fondamentale

37 **OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA**
La caduta degli dei

41 **GENERALI ASSET MANAGEMENT**
Nuove tattiche contro inflazione e volatilità

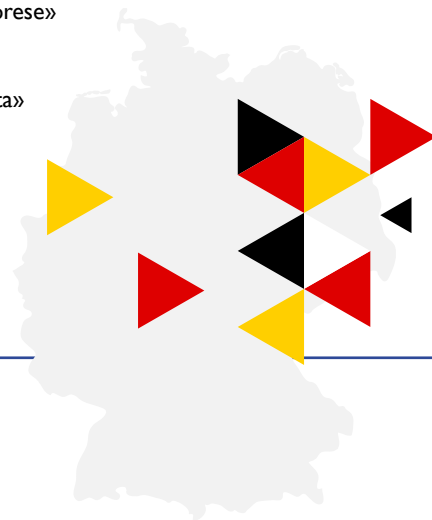
42 **LA FINANZA E LA LEGGE**
Aml, la nuova architettura europea entra nel vivo

45 **ELEVENTY**
Un lusso che sussurra

47 **CONSULENTI&RETI**
Intervista a **Giuseppe Russo**, direttore **Centro Einaudi**

51 **INCHIESTA**
Anasf-Anthropic: uno a uno

54 **LIFESTYLE**
Ottobre visionario: tra innovazione e storia, nuove rotte per il futuro





Algebris Financial Credit Fund: +60%¹ in dieci anni. I numeri parlano da soli.

2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
6.4%	9.7%	-7.2%	15.0%	9.9%	2.8%	-11.2%	11.3%	8.6%	6.1%



COMUNICAZIONE DI MARKETING

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

Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il prospetto dell'OICVM e il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID/KID) prima di prendere una decisione finale di investimento. Tali documenti sono disponibili in lingua italiana e sono stati depositati presso la Consob. Prima di investire nel fondo si prega di considerare che il valore delle azioni e delle obbligazioni sottostanti può aumentare o diminuire e vi è il rischio di perdere il capitale investito e che il fondo può investire in strumenti finanziari il cui valore potrebbe essere influenzato da numerosi rischi quali, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, il rischio di (i) Credito e tassi di interesse, (ii) CoCo-Bonds, (iii) 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.

L'incompiuto vantaggio del Messico

a cura di Mark William Lowe

Il Messico non ha certo bisogno di promuovere la propria posizione geografica. Confina con la più grande economia mondiale e vanta una consolidata base manifatturiera nei settori automobilistico, elettronico, aerospaziale e dei dispositivi medici, con aziende già integrate nelle catene di approvvigionamento nordamericane. Poiché le imprese attribuiscono sempre maggiore importanza alla sicurezza della filiera e a tempi di consegna più brevi, il Messico sembra trovarsi in una posizione ideale per avvicinare la produzione Usa ai consumatori statunitensi. Eppure, la prospettiva del nearshoring coesiste con una crescita modesta. Il Fondo Monetario Internazionale (Fmi) prevede che l'economia messicana crescerà dell'1,2% nel 2026. I suoi vantaggi strategici sono reali, ma devono ancora tradursi in quella forte accelerazione che molti

distretti industriali, esportatori esperti e fornitori in diversi settori, il che lo rende un serio candidato per nuovi progetti; tuttavia, tutto ciò non è sufficiente a garantire che ogni nuova linea di produzione destinata al Nord America venga insediata sul suolo messicano. E anche dati sugli investimenti devono essere interpretati con altrettanta attenzione. Gli investimenti diretti esteri includono gli utili reinvestiti dalle aziende già presenti nel Paese: il reinvestimento dimostra che le imprese consolidate mantengono il proprio impegno, ma non indica necessariamente una capacità produttiva aggiuntiva. Per valutare se il nearshoring stia cambiando le prospettive del Messico, occorre esaminare i progetti portati a termine, le spese in conto capitale per i macchinari, l'occupazione qualificata e l'ingresso di fornitori messicani nelle reti di produzione.

Ciò che un investimento lascia dietro di sé è importante tanto quanto la sua entità iniziale. Uno stabilimento potrebbe importare componenti, assemblare un prodotto e rispedirlo oltre confine, oppure potrebbe aiutare le imprese locali a fornire componenti, servizi di ingegneria e know how specialistico. Il secondo modello crea legami locali più forti e migliori prospettive di aumento della produttività al di fuori dei confini dello stabilimento. L'aumento dell'export da solo non può dirci quale strada stia percorrendo il Messico.

“ *Il Messico sembra trovarsi in una posizione ideale per avvicinare la produzione Usa ai consumatori statunitensi. Eppure, la prospettiva del nearshoring coesiste con una crescita modesta*



si aspettavano. E ciò che conta ora è in quale misura l'interesse delle imprese si tradurrà in formazione di capitale fisso e, in ultima analisi, in una maggiore produttività.

Mostrare interesse non equivale a investire. Un'azienda non sceglie l'ubicazione di uno stabilimento come seleziona un fornitore: un impianto richiede capitali, manodopera qualificata, energia, trasporti e norme sulle quali potere contare per anni. Il Messico dispone di

VANTAGGI E RISCHI

Il legame con gli Stati Uniti rappresenta il principale vantaggio competitivo del Messico e la sua maggiore esposizione strategica. I due sistemi industriali sono difficilmente separabili, per cui una decisione tariffaria a Washington o una modifica delle norme di origine possono alterare i rendimenti attesi da investimenti destinati a durare decenni. L'accesso al mercato Usa attira capitali, lasciando però parte del rischio normativo al di fuori del controllo di Città del Messico. La revisione dell'Accordo

Stati Uniti-Messico-Canada (Usmca) illustra questa contraddizione. I rappresentanti dei tre governi si sono incontrati il 1° luglio per valutare il funzionamento dell'Usmca. Washington ha rifiutato di prorogarlo nella sua forma attuale, ma i negoziati sono proseguiti, compresi i cicli bilaterali tra Stati Uniti e Messico. L'accordo rimane in vigore e dovrebbe durare fino al 2036. Ciò che rimane irrisolto è se i tre governi prorogheranno il quadro di riferimento in base al quale le aziende pianificano i futuri investimenti.

Per le imprese che già operano in Messico, le norme continuano a fornire una base per lo svolgimento delle attività. Per quelle che stanno valutando la realizzazione di un nuovo stabilimento, 10 anni potrebbero essere un periodo più breve della durata dell'investimento stesso. Alcuni progetti andranno avanti perché il mercato statunitense è troppo importante per essere ignorato e le sedi alternative presentano a loro volta diversi svantaggi. Altri potrebbero essere ridimensionati o rinviati a causa dell'incertezza.

La controversia tra Washington e Ottawa riguarda anche il Messico. La produzione nordamericana abbraccia tre paesi, in particolare nei settori in cui i componenti attraversano ripetutamente i confini. Il Canada ha sollevato la questione dei dazi statunitensi su acciaio, alluminio, automobili e legname nel corso delle discussioni sull'accordo. Un'intesa tra Stati Uniti e Messico potrebbe ridurre i rischi per i produttori messicani, ma potrebbe non ripristinare la prevedibilità di un quadro sostenuto da tutti e tre i partner.

Le rimostranze del Canada non comportano automaticamente perdite per il Messico, sebbene la stabilità del sistema produttivo nel suo complesso costituisca parte del suo vantaggio. Dietro la revisione si cela una questione strategica più ampia. Washington vuole che le catene di approvvigionamento nordamericane siano meno esposte ai paesi al di fuori dell'accordo. I negoziatori statunitensi e messicani hanno discusso di sicurezza economica e di come impedire che soggetti esterni traggano vantaggio dalle regole regionali senza accettarne gli obblighi. Il Messico deve quindi attrarre investimenti da tutto il mondo, convincendo al contempo il suo mercato principale che la produzione nel Paese rafforza realmente l'industria nordamericana.

COME CAMBIERÀ IL MESSICO?

Sarebbe un errore attribuire ogni ostacolo a Washington. Un'azienda può beneficiare di condizioni commerciali favorevoli e tuttavia decidere di abbandonare un progetto se non

riesce a ottenere energia elettrica sicura, a trasportare le merci in modo efficiente o ad avere fiducia nel rispetto dei contratti.

L'Fmi individua nelle carenze infrastrutturali e nelle debolezze dello stato di diritto i fattori che limitano il potenziale di crescita del Messico. Il governo prevede di ampliare la produzione di energia elettrica e di potenziare la rete di trasmissione, ma gli investitori devono sapere quando sarà disponibile una capacità sufficiente nelle regioni industriali in cui intendono operare. Le finanze pubbliche impongono un secondo vincolo.

Migliori infrastrutture richiedono fondi in un momento in cui il Messico deve anche contenere il proprio deficit. Pemex, la compagnia petrolifera statale, continua a esercitare pressione sulle finanze pubbliche. L'Fmi ha richiamato l'attenzione sul suo debito, sui prossimi rimborsi e sul potenziale costo del sostegno dello stato. Gli sforzi per migliorare la sua situazione finanziaria potrebbero alleggerire tale onere, anche se il governo deve ancora decidere dove il limitato capitale pubblico produrrà il massimo rendimento economico. Ecco perché le infrastrutture sono importanti per l'economia nel suo complesso, non solo per i singoli investitori.

Se solo le regioni industriali consolidate del Messico saranno in grado di fornire energia elettrica, acqua, trasporti e manodopera qualificata in modo affidabile, le nuove fabbriche tenderanno a insediarsi lì. Le esportazioni potrebbero aumentare, ma le altre regioni e le imprese messicane più piccole ne trarranno scarsi benefici. Per trasformare il nearshoring in una crescita più ampia, il Messico deve estendere tali condizioni concrete a un mag-

giore numero di luoghi e aiutare i fornitori nazionali ad assumere un ruolo più importante nella produzione.

CONCLUSIONI

I negoziati commerciali alimentano dichiarazioni e titoli dei giornali, mentre le decisioni di investimento delle aziende rappresentano un banco di prova più impegnativo. Quanti dei progetti annunciati si trasformano in cantieri? Quanti nuovi impianti riescono a funzionare senza gravi problemi di energia elettrica o di trasporti? I fornitori messicani stanno acquisendo un ruolo più importante, oppure il Paese si limita principalmente ad assemblare componenti importati? Le risposte mostreranno se il Messico sta attraversando una trasformazione industriale duratura o se sta semplicemente godendo di un periodo favorevole per le esportazioni.

La rete manifatturiera e il mercato interno rappresentano risorse significative, ma la riorganizzazione delle catene di approvvigionamento globali non ha eliminato i vincoli fiscali, non ha fornito nuova capacità energetica, né ha appianato le controversie tra i suoi partner commerciali.

Il successo non sarà quantificato solo dal numero di aziende straniere che scelgono il Paese come base per servire gli Stati Uniti. Sarà misurato dai nuovi investimenti produttivi, da aziende nazionali più forti e da una crescita meno vulnerabile alle decisioni prese oltre confine. Il Messico si è assicurato un posto fondamentale nel settore manifatturiero nordamericano. Il suo compito è trasformare questa posizione in una crescita più ampia e duratura.



India, quando la borsa e l'economia divergono

a cura di Pinuccia Parini

L'economia indiana mostra resilienza, nonostante le tensioni geopolitiche e gli alti prezzi delle materie prime. Nel primo trimestre dell'anno fiscale 2026 (chiusura a marzo 2027) il Pil è cresciuto del 7,8% su base annua, trainato dai servizi (+10%, soprattutto finanziari e immobiliari a +12,1%) e dal manifatturiero (+9,2%, grazie a elettronica, tessile, gomma e plastica). L'agricoltura è cresciuta del 3,6%, sia pure con un monsoni sotto la media. Sul lato della domanda, gli investimenti fissi lordi sono aumentati dell'11,9% e le esportazioni di beni e servizi del 12,0%, favorite dal deprezzamento valutario. I consumi sono rimasti solidi grazie a tagli fiscali e sussidi, mentre il mercato del lavoro è stabile con disoccupazione in calo, sia in ambito rurale, sia urbano.



Le agenzie di rating globali S&P e Fitch e l'Asian Development Bank (Adb) hanno rivisto al rialzo le previsioni di crescita economica dell'India per l'anno fiscale in corso



REVISIONI AL RIALZO

Lo scorso 23 settembre le agenzie di rating globali S&P e Fitch e l'Asian Development Bank (Adb) hanno rivisto al rialzo le previsioni di crescita economica dell'India per l'anno fiscale in corso, osservando che l'economia ha tenuto meglio del previsto nel primo trimestre, nonostante il conflitto in Asia occidentale. S&P Global Ratings ha alzato la previsione di crescita per il FY27 al 7% (rispetto al precedente 6,6%) e Fitch al 6,9% (dal 6,4%), mentre l'Adb ha incrementato la propria stima di 0,4 punti percentuali, portandola al 7%. L'istituzione

finanziaria internazionale e multilaterale ha spiegato la propria decisione sottolineando una maggiore domanda di investimenti e la tenuta delle esportazioni di servizi; contestualmente sono state ridotte le previsioni di crescita per l'anno fiscale 2028 al 7,1%, rispetto al precedente 7,3% per la base di crescita più elevata registrata nell'anno fiscale 2027.

Secondo l'Adb, i consumi rimangono il motore principale della crescita, «sostenuti nel breve termine da tagli fiscali, tassi bassi e salari in aumento, anche se la fiducia dei consumatori sta rallentando per l'inflazione dei carburanti e l'esaurirsi degli effetti della riduzione della Gst» ⁽¹⁾. Gli investimenti restano solidi grazie a bassi tassi, spesa pubblica in conto capitale (+11,5%) e progetti infrastrutturali, sebbene nel 2027 possano rallentare per l'incertezza globale, anche se restano forti quelli in data center ed energia.

CONSIDERAZIONI DELLA RBI

Ma il Paese continua a essere sottoposto a continue sfide: mantenere la traiettoria di crescita economica con il raggiungimento del "Viksit Bharat" entro il 2047, la ridefinizione del modello di crescita, la distribuzione della ricchezza nella nazione più popolosa al mondo e la ricerca di un ruolo in uno scacchiere internazionale sempre più complesso. Illuminante, da questo punto di vista è il discorso tenuto da **Poonam Gupta**, vicegovernatrice della **Reserve Bank of India**, al 13° Convegno Sbi su banca ed economia il 23 settembre 2026, in cui ha parlato di «un contesto economico globale che è diventato meno favorevole a partire dalla crisi finanziaria mondiale del 2008-2009. Diversi cambiamenti strutturali hanno influito sulle prospettive di crescita e di politica economica delle economie emergenti, tra i quali il raggiungimento del



picco del commercio globale, l'invecchiamento demografico, i rischi climatici e la tensione delle finanze pubbliche» ⁽²⁾. Nello specifico, la vicegovernatrice ha citato una nuova ondata di shock verificatasi dal 2022 che «ha ulteriormente aggravato la situazione. Questi shock recenti includono due crisi consecutive legate alle materie prime e all'energia, in un clima di conflitti geopolitici incessanti, incertezza politica e perturbazioni commerciali causate dai dazi, dal fenomeno di El Niño e da sviluppi e sconvolgimenti tecnologici, trainati in particolare dall'intelligenza artificiale». ⁽²⁾

IL CARO ENERGIA

L'India ha un'elevata dipendenza dalle importazioni di greggio. Poiché la domanda di petrolio è relativamente anelastica rispetto al prezzo, nel breve periodo i consumi non diminuiscono in modo significativo anche dinanzi ad aumenti dei prezzi a livello internazionale e, di conseguenza, si traducono in un aumento della spesa per importazioni. Tuttavia, rispetto al passato, la situazione, come spiega **DK Srivastava**, chief policy advisor **Ey India**, è cambiata: «L'intensità energetica del Pil è gradualmente diminuita grazie alla crescente quota

dei servizi e ai miglioramenti dell'efficienza energetica. Sebbene il l'oil rimanga una significativa vulnerabilità macroeconomica, la dipendenza dell'economia dall'energia per unità di prodotto si è moderata nel tempo, fornendo un certo margine di sicurezza contro gli shock petroliferi esterni». ⁽³⁾

In aggiunta, ricorda l'economista: «La capacità di raffinazione dell'India è uno dei suoi maggiori punti di forza, spesso sottovalutato da molti analisti», anche se «la dipendenza dell'India dalle importazioni di petrolio è aumentata costantemente e recentemente ha raggiunto un livello vicino al 90% del fabbisogno interno (...) e un incremento prolungato dei prezzi del greggio fa salire la spesa per le importazioni (...), mentre una rupia più debole, a sua volta, rende le importazioni più costose, creando un effetto a catena». ⁽³⁾ È quindi indispensabile, come ricorda DK Srivastava, che l'India diversifichi le fonti di approvvigionamento, espanda le riserve strategiche di petrolio, incrementi l'attività di esplorazione nazionale e punti a una diversificazione del mix energetico.

EL NIÑO

Nell'outlook di settembre redatto dall'Asia Development Bank ⁽¹⁾ si prevede che il

fenomeno El Niño sarà di eccezionale intensità e peserà sulla crescita in tutta l'area dell'Asia e del Pacifico fino al 2027. Ciò significa che saranno necessari interventi politici tempestivi e proattivi. «È previsto che El Niño si intensifichi fino alla fine del 2026, raggiungendo il picco intorno a novembre e che si collochi tra i più forti mai registrati, con anomalie della temperatura superficiale del mare prossime a 2,9°C». Tuttavia, poiché le tempistiche e le dinamiche generali possono essere previste con ragionevole certezza, i decisori politici possono intervenire prima che gli effetti si manifestino e per limitare le conseguenti perdite economiche.

INDIA E AI

In un contesto geopolitico instabile, i paesi cercano di garantirsi l'accesso alle capacità di intelligenza artificiale. È una questione non solo economica e scientifica, ma anche di sicurezza nazionale. L'India si trova in una posizione delicata perché il timore è che l'industria It, con oltre 5 milioni di ingegneri specializzati in sviluppo software, cloud e soluzioni digitali, potrebbe essere impattata negativamente dalla diffusione dell'AI. Ma il Paese vanta un sistema pubblico avanzato su scala nazionale per pagamenti, identificazione biometrica, scambio dati e commercio, utilizzato da oltre un miliardo di persone, il cosiddetto "India Stack". L'esperienza acquisita in questo segmento potrebbe trovare applicazione anche nell'ambito dell'intelligenza artificiale. ⁽⁴⁾

IL MERCATO FINANZIARIO

Nonostante il quadro macroeconomico favorevole, i mercati finanziari non sembrano riflettere appieno questo contesto, soprattutto per la diminuita presenza di investitori esteri. Le motivazioni sono diverse: la predilezione per altre piazze della regione più esposte al tema dell'AI, come Korea e Taiwan, una revisione degli utili aziendali al ribasso e la debolezza della rupia. Per attrarre afflussi di capitale e alleviare la pressione sulla divisa, la Rbi ha innalzato i tetti sui tassi di interesse per i depositi dei non residenti, allentato le norme sui finanziamenti commerciali esteri e ampliato l'accesso degli investitori di portafoglio esteri al mercato del debito interno, determinando un significativo incremento delle riserve.

(1) <https://www.adb.org/outlook/editions/september-2026>

(2) <https://rbi.org.in/>

(3) https://www.ey.com/en_in/people/d-k-srivastava

(4) <https://www.science.org/doi/10.1126/science.ael0463?referrer=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F>

Salgono i tassi; ma anche gli utili delle aziende

a cura di Pinuccia Parini



MARIA PAOLA TOSCHI
Global Market Strategist
J.P. Morgan Asset Management

C'è molto nervosismo sul mercato obbligazionario. Che cosa sta succedendo?

«Il mercato obbligazionario è condizionato da diversi fattori che si sono sommati e hanno provocato un rialzo dei rendimenti. Durante l'estate, si è assistito a un cambiamento dell'atteggiamento delle banche centrali, diventate più prudenti. Al convegno di Jackson Hole, a fine agosto, i toni usati dal presidente della Fed, Kevin Warsh, sono stati letti dal mercato in modo restrittivo e interpretati come un richiamo a una prossima stretta della politica monetaria. E, di fatto, la possibilità di ulteriori rialzi dei tassi d'interesse, non solo negli Usa, è preziosa nel mercato entro la fine dell'anno. A

ciò si aggiunge la dipendenza dai dati delle istituzioni monetarie che, insieme alla decisione di sospendere la forward guidance da parte della Fed, genera ulteriore incertezza. A questo contesto fa da sfondo una crisi geopolitica che non mostra alcun miglioramento: la guerra in Ucraina prosegue, così come il conflitto nel Golfo non ha ancora trovato una risoluzione. Lo Stretto di Hormuz continua a essere un'arma negoziale dell'Iran nei confronti degli Usa e il tema del caro idrocarburi rimane tra i primi punti dell'agenda di vari paesi e potrebbe accelerare diversi cambiamenti delle politiche energetiche».

Lo scenario macroeconomico non desta, però, particolari preoccupazioni...

«I problemi legati all'offerta energetica, che generano un aumento dei costi, non sembrano avere intaccato l'economia globale, che ha mostrato resilienza. I dati flash degli indici Pmi di settembre indicano una fase di espansione economica, sia nel manifatturiero, sia nei servizi. Ma una domanda forte che alimenta le attività produttive porta con sé il rischio di pressione sui prezzi e quindi di un'inflazione più elevata, cui si affianca un mercato del lavoro che appare solido e forse, negli Usa, più forte delle attese. Anche questi fattori spiegano il comportamento delle obbligazioni, soprattutto dei titoli governativi delle economie avanzate: il rialzo dei rendimenti è il segnale di un inasprimento della politica monetaria».

È una dinamica che la preoccupa?

«La situazione geopolitica, come argomentato, non stempera i timori; le politiche fiscali dei governi rimangono espansive perché sono necessari, da diversi punti di vista, maggiori investimenti pubblici e l'attività economica non mostra segni di cedimento. I consumi in Europa e negli Stati Uniti hanno mostrato una buona stabilità: nel Vecchio continente sono stati sostenuti dai risparmi, mentre in America dai rimborsi delle tasse e dalla percezione di maggiore disponibilità economica, grazie a un mercato azionario in salita. Si sta attraversando una fase di innovazione tecnologica che è un volano incredibile per la crescita, visto il cospicuo ammontare di investimenti necessari e in cui le aziende stanno aumentando la loro redditività. Anche nel comparto energetico si è tornati a investire. Riteniamo, quindi, che il rialzo dei tassi d'interesse sia altresì il risultato di questo scenario economico, ma

non crediamo che si sia dinnanzi all'inizio di un ciclo di rialzi, bensì a una fase di aggiustamento. Indubbiamente, l'inflazione non sta scendendo, ma non ci sono segnali di generalizzato aumento dei prezzi del paniere di riferimento».

C'è il rischio che l'offerta di emissioni governative si trovi a concorrere con quella degli hyperscaler, che sempre più spesso ricorrono al mercato del credito per finanziare il loro capex?

«Nelle economie avanzate ci si potrebbe trovare dinnanzi a un eccesso di offerta di titoli del debito pubblico ed è inevitabile che, una volta assottigliatisi i cash flow, una parte del capex legato all'intelligenza artificiale sia finanziato attraverso il mercato dei capitali. Quindi, per rispondere al quesito, il quadro della domanda e dell'offerta non è particolarmente favorevole. Inoltre, non solo le emissioni degli hyperscaler faranno concorrenza ai titoli governativi, ma spingeranno al rialzo anche i rendimenti dei Treasury americani. Ciò genererà volatilità sui mercati, probabilmente sino a quando si arriverà a una stabilizzazione del quadro generale e sarà più chiaro il livello di tassi che le banche centrali riterranno più congruo».

In questo contesto, qual è il vostro posizionamento verso gli asset rischiosi?

«Continuiamo a essere costruttivi, con una visione relativamente positiva. Il mercato americano rimane centrale nei nostri portafogli, ma bisogna essere più globali e maggiormente focalizzati sulla generazione di alpha. Nonostante il rendimento del Treasury decennale sia salito sopra il 5%, una soglia considerata psicologica per le azioni, non ci sono state particolari reazioni sulle borse. I tassi sono elevati, ma c'è anche la consapevolezza che ciò sia ascrivibile a un'inflazione complessiva in salita a causa del costo dell'energia, la cui offerta rimane un vincolo. Dall'altro lato, però, ci sono gli utili aziendali che sorprendono al rialzo e gli annunci da parte di diverse aziende che testimoniano la forza della fase che stanno attraversando. È vero che gli hyperscaler non sono più sulla cresta dell'onda e il gap valutativo con il resto del mercato si è chiuso, ma leggerei questo fenomeno come un riequilibrio della situazione e la dimostrazione che gli investitori vogliono diversificare la loro esposizione nei portafogli,

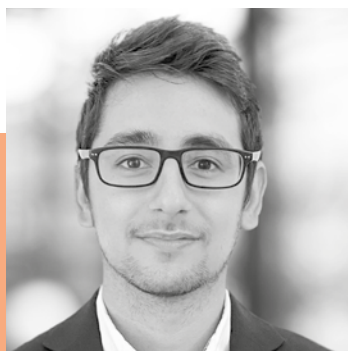
evitando concentrazioni su società che già hanno conosciuto una forte performance. Un altro aspetto positivo è l'aumento della selettività sul mercato che, in ambito Ai, sta privilegiando le aziende che sono più coinvolte nella realizzazione delle infrastrutture, come i produttori di semiconduttori, sui quali ci si attende che l'elevata domanda continui nei prossimi due-tre anni. Tassi più elevati si traducono in un costo del capitale maggiore, ma ancora una volta sarà la crescita degli utili ad attutire gli effetti di condizioni finanziarie più restrittive. Infine, c'è un territorio inesplorato, ma da considerare: il potenziale futuro spostamento dell'interesse degli investitori verso le aziende che beneficeranno dell'utilizzo dell'Ai e come ciò ne migliorerà la produttività e la redditività. In materia di diversificazione, riporterei l'attenzione sull'Europa, che ha anch'essa dei catalizzatori che la rendono appetibile e sono legati ai vari piani d'investimento: dalla difesa alle infrastrutture. Riteniamo, inoltre, che il processo di reflazione del Giappone, oltre ai cambiamenti strutturali, sia uno sviluppo da seguire con attenzione».

Le obbligazioni societarie rimangono ancora attrattive?

«L'universo del credito rimane popolato da emittenti che mostrano di essere solidi, di qualità e con buoni fondamentali. Dal punto di vista di un investitore risultano quindi interessanti. Le obbligazioni societarie hanno beneficiato del corso rialzista delle azioni e, nonostante il restringimento degli spread, offrono alcune opportunità. Un'asset class che merita attenzione è il debito emergente. I fondamentali di questi paesi si sono rafforzati, continuando un percorso in direzione opposta a quella delle economie avanzate, che hanno invece visto peggiorare la situazione dei conti pubblici. Non solo il loro disavanzo è sceso dopo la pandemia, ma anche il rapporto debito/Pil si attesta a livelli mediani che sono circa la metà rispetto a quello dei mercati sviluppati. In aggiunta, la capacità di avere tenuto l'inflazione sotto controllo ha permesso di ottenere rendimenti reali appetibili. La debolezza del dollaro americano è un fattore positivo per questa classe di attivo, ma è pur vero che l'esposizione al biglietto verde è inferiore rispetto al passato. Tuttavia, se lo shock energetico dovesse perdurare, i paesi emergenti importatori di idrocarburi potrebbero essere impattati negativamente. Ancora una volta la selezione attiva dei titoli è la vera discriminante sui mercati».

I tassi più elevati non inibiscono la crescita

a cura di Pinuccia Parini



SHAAN RAITHATHA
senior economist
Vanguard

Quali sono le dinamiche più importanti in atto che possono determinare le strategie di investimento?

«Individuerei tre fattori: il ciclo di capex legato all'Ai, lo shock energetico e la debolezza del mercato obbligazionario. Per quanto riguarda il primo, la domanda di potenza di calcolo sta alimentando un forte ciclo di investimenti: nel solo secondo trimestre, 750 miliardi di dollari sono andati a data center e infrastrutture collegate, più di quanto investito nel mercato immobiliare statunitense. La seconda ondata dello shock energetico, una volta fallita la fragile tregua estiva in Medio Oriente, ha visto il petrolio tornare sopra

i 100 dollari e il gas oltre i 70 euro/MWh. Infine, sul mercato del reddito fisso s'è abbattuta un'ondata di vendite massiccia per i timori inflazionistici, per la dominanza del sistema fiscale, alla luce di quanto sta accadendo attualmente con la Fed e dei disavanzi di bilancio statunitensi, e una crescente domanda di capitale anche dal settore privato. Nello specifico, gli hyperscaler americani hanno visto sensibilmente diminuire i propri cash flow e hanno iniziato a rivolgersi ai mercati per finanziare i propri investimenti attraverso emissioni di debito societario, mentre grandi Ipo (SpaceX, forse presto Anthropic o OpenAI) assorbiranno altro capitale. L'offerta netta di azioni negli Usa sarà positiva per la prima volta in 20 anni, dopo l'era dei buyback».

Questi tre fattori come impattano concretamente gli investimenti?

«Il 75% di un'esposizione azionaria globale è attualmente negli Usa o mercati emergenti, indici molto concentrati su pochi nomi legati al boom dell'AI. La crisi energetica alimenta l'inflazione e, di conseguenza, le attese sui tassi cambiano: si prevedono altri due rialzi della Bce nei prossimi sei mesi e un piccolo ciclo di ritocchi della Bank of England. I rischi sono sbilanciati nella direzione di un ciclo di aggiustamenti verso l'alto più prolungato, perché le scorte di gas in Europa sono basse e la capacità di raffinazione è molto limitata: i prezzi del diesel sono accelerati ben oltre quanto giustificato da petrolio e gas, per le tensioni geopolitiche (Hormuz, raffinerie danneggiate in Russia-Ucraina. Negli Usa l'inflazione core non è mai tornata al 2% negli ultimi cinque anni, nonostante la Fed abbia portato i tassi oltre il 5% per un anno prima di iniziare a ridurli a metà 2024. La super-core (servizi core escluso l'abitativo) dovrebbe avvicinarsi al 4% a fine anno, contro un livello coerente con l'obiettivo vicino al 2%. Ne deriva che il tasso neutro sarebbe più alto: 4-5%, non il 3-3,5% indicato dalla Fed. Pesa la forte domanda di capitale: deficit fiscale Usa al 6-7% a lungo termine, hyperscaler che quest'anno rappresentano il 10% dell'offerta investment grade e Ipo che assorbono ulteriore liquidità. Tuttavia, non crediamo che l'offerta di debito pubblico e di obbligazioni societarie rischi una sovrapposizione, visto che, per quanto siano in concorrenza tra loro, sono due asset class che soddisfano esigenze diverse».

Nel breve termine, invece, che

cosa vi attendete in termini di crescita economica e degli utili aziendali?

«Per quanto riguarda gli Stati Uniti le nostre previsioni vanno controcorrente: ci attendiamo che il Pil si attesti intorno al 3% nel 2027, anziché al 2% o al 2,5% previsti dal consenso. Il motivo principale è il ciclo di investimenti nell'intelligenza artificiale che, a nostro parere, potrebbero accelerare fino al 10% su base annualizzata nel corso del prossimo anno circa, passando da 1,3 trilioni di dollari nel 2026 a 1,7 trilioni di dollari. Poiché gli investimenti rappresentano il 20% del Pil Usa, se quest'ultimi crescono a un ritmo vicino al 10%, ciò equivale già a due punti percentuali di crescita economica, senza nemmeno considerare la resilienza dei consumatori, che, come tutti sappiamo, sta andando molto bene negli Stati Uniti. In merito agli utili aziendali, pensiamo che la scarsità nel breve termine di alcuni componenti e la necessità di realizzare infrastrutture per lo sviluppo dell'AI sosterranno la redditività delle imprese. Che si tratti di chip, server, memorie o infrastrutture, c'è un numero ristretto di aziende in grado di occuparsene e vi sono enormi ordini arretrati che stanno cercando di smaltire. Ciò significa anche che genereranno ingenti profitti ed è per questo motivo che riteniamo piuttosto ragionevoli le aspettative di mercato a breve termine: una crescita dell'Eps del 25% quest'anno, del 15% nel 2027 e del 10% nel 2028. Nel medio termine (2-5 anni) siamo però più cauti. La storia insegna che i grandi cicli di investimento, come le ferrovie nell'Ottocento, le auto nei '50-'60, il petrolio nei '70 e le telecomunicazioni negli anni '90, portano facilmente i mercati a correre troppo. Gli investimenti richiedono tre-cinque anni per entrare in funzione e, quando arrivano a regime, il contesto economico può essere cambiato».

Qual è il ciclo attuale?

«A nostro avviso ci sono più alte probabilità che si sia in quella fase che potremmo definire "boom di produttività anni '90" in cui l'AI si rivela una vera tecnologia general-purpose e genera forti guadagni di produttività, compensando le pressioni sul debito. Ci sono due ragioni: una diretta e l'altra indiretta. Nel primo caso, il Pil cresce più in fretta e il rapporto debito/Pil sale più lentamente. Nel secondo, poiché un elevato contributo all'aumento dei disavanzi pubblici deriva soprattutto dall'au-

mento dell'età media della popolazione, l'AI potrebbe ridurre la spesa sanitaria con vite più lunghe e sane e ritardare il pensionamento, aumentando il gettito».

Quindi, a questo punto, è doverosa la domanda su quali siano, in questo scenario, i rischi potenziali

«Non è ancora chiaro come hyperscaler e laboratori di AI genereranno profitti. Un modello economico open source proveniente da qualche parte nel mondo potrebbe fare crollare i prezzi, e mettere in discussione la redditività di queste aziende. In aggiunta, se i costi di finanziamento rimanessero elevati in modo persistente, il valore attuale netto degli investimenti nei data center può passare da positivo a negativo. È possibile anche che si verifichino alcuni colli di bottiglia legati alle carenze energetiche che potrebbero allungare i tempi di entrata in servizio. Infine, non si possono escludere misure quali restrizioni alle esportazioni di input critici per tensioni geopolitiche o interventi dei governi per rallentare uno sviluppo percepito come fuori controllo. Non pensiamo che alcuni di questi rischi siano già oggi incorporati nei prezzi dei titoli, ma non ci attendiamo che ciò avvenga nei prossimi uno o due anni. Oltre quell'orizzonte la cautela è maggiore».

Come si traduce tutto ciò all'interno di un portafoglio?

«Il premio per il rischio azionario appare piuttosto esiguo al momento. Se si osservano i rendimenti obbligazionari (l'indice U.S. Aggregate, o anche quello globale esclusi gli Stati Uniti), si attestano intorno al 5% all'anno per i prossimi 10 anni. Per le azioni, sia statunitensi, sia dei mercati sviluppati esclusi gli Stati Uniti, si attesta tra il 5%, il 5,5% e il 6%. Il premio per il rischio è molto, molto esiguo e, su base corretta per il rischio, il reddito fisso appare piuttosto attraente. Per i prossimi 18 mesi rimaniamo costruttivi sul mercato americano. La nostra tesi è che l'intelligenza artificiale diventerà una vera e propria tecnologia di uso generale e, come successo in passato, i benefici si distribuiranno dai produttori ai consumatori dell'AI, che si trovano nei titoli value statunitensi, nelle small cap statunitensi e anche nei mercati al di fuori degli Stati Uniti. L'Europa ne è un buon esempio, con un'esposizione molto elevata al settore finanziario che è maturo per l'automazione o il potenziamento tramite l'AI».



Oltre i catastrofismi

La Germania cresce più di quanto racconti la narrativa che vede il Paese in declino. Auto, immobiliare e difesa soffrono, mentre energia e data center trainano la borsa. Le riforme mancate della Francia pesano anche sulla Germania, che non può chiedere rigore dopo avere abbandonato l'austerità.

di Boris Secciani

«Chiunque segua il dibattito pubblico sul tema dell'economia tedesca potrebbe facilmente concludere che la Germania sia tuttora impelagata in una fase di persistente debolezza. Le discussioni continuano a focalizzarsi sugli svantaggi strutturali del Paese: la sua deindustrializzazione, l'eccesso di burocrazia e la percezione di perdita di competitività. Molte sfide sono indubbiamente reali, ma al tempo stesso, queste analisi hanno contribuito a una narrativa che non è più allineata con gli ultimi dati economici. Degno di nota è anche il fatto che lo scorso luglio il governo federale ha varato un pacchetto di riforme mirate ad affrontare molti di questi problemi. Il prodotto interno lordo tedesco è cresciuto su base congiunturale dello 0,2% nel secondo quarto del 2026. Ciò fa seguito a un aumento dello 0,4% nel primo trimestre dell'anno. Per quanto riguarda il primo semestre nel suo complesso, l'aumento cu-

mulato è stato +0,6%, un dato equivalente a circa +1,2% su base annualizzata».

LA PERCEZIONE DEL PAESE

Queste parole di **Stefan Hoops** e **Vincenza Vedda**, rispettivamente chief executive officer e chief investment officer di **Dws Investments**, permettono di portare all'attenzione un fatto che potrebbe avere notevoli conseguenze sullo sviluppo dei mercati nel futuro prossimo: la percezione della Germania, e con essa inevitabilmente dell'intera Europa, che oggi sfiora la caricatura. Ormai quasi un decennio di sviluppo modesto, il crescente caos politico e l'oggettivo salto tecnologico della Cina in comparti in cui la Repubblica Federale ha sempre dominato hanno creato una serie di analisi incentrate sulla tesi di un declino strutturale che si basa, come riconosciuto dai due executive citati, su alcuni assunti re-

ali, ma anche su oggettive esagerazioni.

Innanzitutto, il Paese rimane una potenza industriale spaventosa: non è che all'improvviso l'innegabile crisi di determinate industrie abbia trasformato la prima manifattura d'Europa in una specie di gigantesca Detroit a rischio sfacelo. A conferma di queste affermazioni, basta buttare un occhio alla composizione dietro il discreto quadro macro attuale. In aiuto su questo punto vengono le parole di **Karsten Junius**, chief economist di **J. Safra Sarasin**: «Pur essendo stata duramente colpita da un altro shock dei prezzi dell'energia e da un'elevata incertezza geopolitica, la Germania è riuscita a registrare una crescita dello 0,2% su base trimestrale e dello 0,9% su base annua nel secondo quarto, grazie al rafforzamento di esportazioni e consumi privati moderati, mentre la spesa per gli investimenti ha subito un calo. Il deprezzamento dell'euro può avere contribuito a questo risultato, così come lo stimolo fiscale, che continuerà a sostenere la crescita nei prossimi trimestri. Come di consueto in questo periodo dell'anno, l'ufficio statistico ha ricalcolato i dati dei trimestri precedenti. Ciò ha comportato, in particolare, una revisione al rialzo della crescita del Pil del 2024, da -0,5% a 0,0%».

UN MEZZO MIRACOLO

Come si può notare, si tratta di valori che si possono tranquillamente definire in chiarscuro. Le imprese locali continuano a investire poco e anche l'andamento del commercio estero va messo nella giusta dimensione: nei sei mesi iniziali del 2026 le vendite oltre frontiera sono aumentate del 3,7% (a fronte di un +4,4% delle importazioni) stabilendo anche un record assoluto lo scorso giugno. In parte, però, si tratta di un effetto dovuto all'inflazione. Inoltre, va tenuto presente che la base di confronto, il periodo equivalente nel 2025, è estremamente modesta. Ciò perché molti acquisti dagli Stati Uniti erano stati anticipati prima che scattassero le misure protezionistiche. Inoltre, la composizione settoriale mostra evidenti segni di quel declino della globalizzazione che tanto rischia di danneggiare la maggiore economia del Vecchio continente. Infatti, il rialzo delle esportazioni verso l'Eurozona, il resto dell'Unione e il Regno Unito ha compensato il calo del 6,1% delle cifre sull'America e del 12,3% per quanto riguarda la Cina.

UN CONTESTO DA INCUBO

Vi è però un motivo fondamentale per



La Germania è riuscita a registrare una crescita dello 0,2% su base trimestrale e dello 0,9% su base annua nel secondo quarto, grazie al rafforzamento di esportazioni e consumi privati moderati, mentre la spesa per gli investimenti ha subito un calo.



mostrare addirittura sollievo di fronte agli attuali numeri, nello specifico un contesto talmente da incubo da indurre persino a gridare al miracolo. Vale la pena, infatti, fare un piccolo riassunto: in questo decennio abbiamo avuto il collasso creato dal Covid, l'inflazione indotta prima dalle difficoltà a riprendersi da parte delle catene di fornitura e poi dallo shock energetico del 2022. A ciò ha fatto seguito la bomba dei dazi trumpiani, mentre, di seguito, la guerra Usa-Iran ha riportato sotto estremo stress un apparato produttivo estremamente energivoro



KARSTEN JUNIUS
chief economist
J. Safra Sarasin

come quello teutonico. Infine, la mostruosa ascesa dell'automotive cinese ha colpito il cuore produttivo del Paese. Non sorprende, dunque, scoprire che in parte la manifattura locale risulta tuttora azzoppata: secondo Destatis, l'Ufficio federale di statistica, i comparti a maggiore intensità energetica sono calati in termini di produzione di oltre il 15% nei quattro anni che hanno fatto seguito all'invasione dell'Ucraina, mentre la produzione industriale nel suo complesso ha lasciato sul terreno il 9,5% nello stesso periodo.

Nel complesso, però, non si pecca di eccesso di ottimismo nel concentrarsi sul bicchiere mezzo pieno, anche alla luce dei segnali più proiettati verso il futuro, in generale alquanto positivi. Basti pensare, ad esempio, al



AUTO

Verso una nicchia dell'alta gamma

«Nonostante diversi segnali incoraggianti, dobbiamo rimanere consapevoli delle significative sfide strutturali che interessano le principali industrie tedesche. Ciò è particolarmente evidente nel settore automobilistico, che deve affrontare l'intensa concorrenza dei rivali cinesi, pionieri nella transizione verso i veicoli elettrici. Di conseguenza, le principali case automobilistiche tedesche hanno annunciato licenziamenti di massa». Questa secca analisi di Karsten Junius, di J. Safra Sarasin riporta all'attenzione una brutale verità: la crisi pesantissima di un segmento industriale che in tutto il dopoguerra è stato l'asse portante della ricchezza di una delle nazioni più prospere del pianeta. Ovviamente sarebbe assurdo dare per morto un comparto che vanta un capitale di talenti ingegneristici e di prestigio accumulato incomparabili.

UN MONDO NUOVO?

Il rischio di essere però entrati in un mondo per certi versi completamente nuovo non è da sottovalutare. La concorrenza cinese, infatti, non si sta limitando a fornire buoni prodotti a prezzi contenuti, ma sta ridefinendo il concetto stesso di cosa voglia dire automobile. I beni provenienti dal Dragone, infatti, oltre ovviamente al fatto di essere basati sulla transizione all'elettrico, si caratterizzano per una minore complessità delle parti meccaniche e una maggiore enfasi su linee futuristiche e servizi software. In pratica, una sorta di salto da un paradigma di tipo prettamente europeo, che fa le sue analisi basandosi su solidità e non eccessivi fronzoli, a un modello di consumo esperienziale tipico dell'economia di internet.

Di fronte a tutto ciò l'evoluzione più probabile non è una sparizione dell'automotive nell'Ue: sono ancora troppe, infatti, le differenze culturali per ipotizzare una (per

“

L'intera Europa ha un problema di sovra-capacità. Non si tratta, infatti, di una storia che riguarda solo la Volkswagen.

”



KEVIN THOZET
portfolio advisor and member
of the investment committee
Carmignac



così dire) cinesizzazione completa. Ma un ridimensionamento sostanziale, quantificato da **Kevin Thozet**, portfolio advisor and member of the investment committee di **Carmignac**, non è inverosimile: «L'intera Europa ha un problema di sovracapacità. Non si tratta, infatti, di una storia che riguarda solo la Volkswagen. La produzione continentale di auto è già scesa da 22 milioni di veicoli nel 2017 ai circa 16 milioni

di oggi. Alcune stime suggeriscono un'ulteriore caduta verso quota 8-12 milioni nei prossimi 5-10 anni». Nella sostanza un dimezzamento: la Germania e con essa le nazioni integrate con il suo sistema produttivo dovranno imparare a convivere con un ambiente nuovo, in cui la spina dorsale della propria potenza manifatturiera e della propria classe media si ridurrà all'ennesima nicchia dell'alta gamma o poco più.

fatto che gli ordinativi delle fabbriche hanno cominciato a riprendersi a fine 2025 e sono oggi ai massimi dal 2016, a parte il periodo della ripresa post-lockdown. Dall'altra parte, forse, il dato più significativo lo si può estrapolare in un ambito davvero sorprendente: il confronto con gli Stati Uniti, che di solito presta il fianco a valutazioni impietose. Interessanti, da questo punto di vista, le parole di Stefan Hoops e Vincenza Vedda di Dws: «La Germania esce bene dal paragone con i propri competitor. Al netto dell'eccezionale

volatilità dell'Irlanda, l'Eurozona ha messo a segno un'espansione su base annualizzata intorno all'1,2%, un valore grosso modo in linea con quello della Repubblica Federale. Gli Usa hanno fatto un po' meglio, con il dato equivalente che ha registrato un +1,5%. La prima economia del mondo, però, ha tratto beneficio dal possente ciclo di investimenti nell'intelligenza artificiale e dall'effetto ricchezza positivo derivante dalle performance dell'azionariato». In pratica, l'Europa, insieme al suo motore economico principale, al net-

to dell'andamento demografico sta attualmente tenendo il passo con il sistema più innovativo dell'Occidente, malgrado il ruolo secondario giocato su questo lato dell'Atlantico nell'AI: davvero un mezzo miracolo.

SE È LO STATO IL MOTORE

Fino a qui, peraltro, sono stati elencati driver tutto sommato abbastanza tipici della fascia nord dell'area euro: una divisa relativamente debole (almeno rispetto ai fondamentali del tessuto produttivo locale), un commercio

estero che tiene e una sorprendente resilienza nell'approvvigionamento delle fonti energetiche. Ciò che però è profondamente cambiato è l'atteggiamento nei confronti della domanda interna, diventata ormai una priorità a scapito dell'austerità fiscale. Il processo, peraltro, era già partito durante il governo dell'ex cancelliere Scholz con l'attuale coalizione a guida Cdu, che ha spinto ulteriormente nella direzione di una politica che sostanzialmente ha virato nella direzione di un classico keynesismo. Da una parte, infatti, non ci sono più remore ad adottare politiche che in Italia conosciamo abbastanza bene: nel dettaglio una spesa pubblica incentrata sui trasferimenti statali nelle tasche dei cittadini.

Karsten Junius rammenta che ciò sta creando un circolo virtuoso costruito su una nascente ripresa della domanda domestica: «Nonostante il forte aumento dei prezzi del petrolio, le aspettative delle imprese rilevate dall'Ifo sono migliorate a luglio, sebbene solo fino a un livello ancora ben al di sotto della media di lungo periodo. Inoltre, il mercato del lavoro sembra stabilizzarsi, come dimostra l'aumento del numero di posti vacanti non coperti. Il miglioramento del sentiment si sta estendendo oltre il settore manifatturiero, in particolare nei servizi e nel commercio al dettaglio, che potrebbero beneficiare dell'aumento dei redditi reali in seguito al forte incremento dei salari minimi e delle pensioni registrato a gennaio. Solo le costruzioni continuano a soffrire e, con tassi di interesse relativamente elevati, è improbabile che la situazione cambi nel breve periodo. Va notato, inoltre, che gli ordini industriali hanno registrato un miglioramento negli ultimi tempi, il che dovrebbe portare a un aumento della produzione industriale nel terzo trimestre.

PROGRAMMA KEYNESIANO

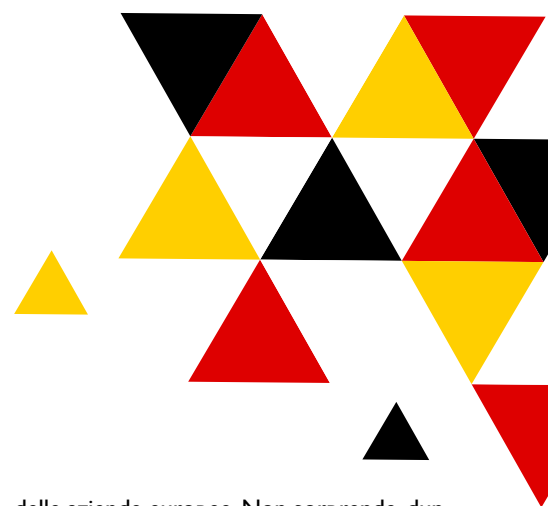
In sottofondo, agisce però un programma più ambizioso, che fondamentalmente si configura come un keynesismo a tutto tondo. È già stato specificato il debole andamento degli investimenti, nel quale un immobiliare praticamente fermo rappresenta uno dei comparti più in difficoltà. Dove non arriva l'iniziativa privata si sta però finalmente muovendo la mano pubblica, tesa a ribaltare un paradigma che dura dagli anni '90,lander dell'est a parte. Il tutto, peraltro, non si riduce a un aumento delle spese militari: la Repubblica Federale, infatti, appare impegnata in un ambizioso progetto di upgrading di tutta l'ossatura del Paese, azione, peraltro,

di cui ha un disperato bisogno dopo decenni di braccino corto. Il tutto viene quantificato con precisione ancora da Hoops e Vedda: «Al di là dell'attuale stabilizzazione, stanno cominciando a emergere i contorni di un più ampio e stabile ciclo di investimento. Nei prossimi anni, la Germania dovrà affrontare significative spese per la difesa, le infrastrutture, i sistemi energetici e in generale la modernizzazione del proprio stock di capitale. La Bundesbank si aspetta che il disavanzo pubblico aumenti significativamente quest'anno rispetto al 2025. Potenzialmente l'impulso fiscale dovrebbe contribuire per l'1,5% del Pil».

In pratica, se la logica fosse ancora quella del 2015, parleremmo tuttora di un'economia tedesca in recessione, forse strutturalmente. Un simile quadro può fare storcere il naso a molti, vista la mancanza di driver puramente di mercato alla base del tutto, ma gli elementi positivi del paradigma espansivo adottato sono molti. Innanzitutto, la stabilità: nonostante gli spasmi politici di questi anni, difficilmente si tornerà al feticismo del pareggio del bilancio. Qualunque cosa si pensi di partiti come la Linke e la Afd, i loro programmi non sono certo incentrati sul rigore fiscale. Inoltre, un rapporto debito pubblico/Pil intorno al 64% offre un non indifferente cuscinetto di sicurezza di fronte al rialzo dei rendimenti del Bund e alle inquietudini dei bond vigilantes. Sostanzialmente la Germania si è comportata come un outlier per tutta la fase post-crisi del 2008 e ora, avendo fatto la formica in solitudine, può permettersi qualche anno da cicala.

UNA FORTE DISPERSIONE

Infine, lo stimolo proposto rappresenta un'autentica manna per un'economia come quella teutonica, dipendente in buona parte dalla produzione di beni b2b. A differenza, ad esempio, dell'America, che flirta anch'essa da anni con propositi simili e il cui tessuto imprenditoriale è maggiormente incentrato su consumi e servizi avanzati. Di conseguenza, l'effetto sui profitti delle imprese si sta già facendo sentire, come ricorda **Luca Simoncelli**, Investment strategist di **Invesco**: «La Germania interrompe tre anni di stagnazione con una crescita dell'1,5% annualizzato negli ultimi tre trimestri, sostenuta da un deficit fiscale al 4% del Pil e dal forte rimbalzo nella fiducia delle imprese. Il ciclo pluriennale del capex su reti, sicurezza energetica, beni industriali e ammodernamento della difesa, appare sempre più chiaramente nei profitti e nelle stime di crescita



delle aziende europee. Non sorprende, dunque, trovare voci, come quella di **Michele Morganti**, senior equity strategist di **Generali Investments**, convinto dell'imminenza di un riequilibrio di temi che potrebbe favorire il core del made in Germany: «Manteniamo un moderato posizionamento overweight sull'azionario, con una preferenza per i settori ciclici e una maggiore diversificazione. Restiamo neutrali sull'Eurozona rispetto all'S&P 500 e al comparto Tech Usa. Confermiamo una posizione overweight sul Dax».

Questi ultimi due interventi mettono a fuoco una realtà interessante: il principale benchmark dell'equity tedesco, infatti, è cresciuto nei primi nove mesi dell'anno di circa il 3,5% con una notevole volatilità. Una performance non entusiasmante che però nasconde una dispersione molto ampia. Non sorprendentemente, i titoli dell'auto si sono distinti per perdite pesanti, generalmente superiori al 30%. Male sono andati anche i gruppi della difesa, per i postumi post-bolla, e tutto ciò che è legato all'immobiliare. Dall'altra parte i bancari hanno approfittato del crescente margine da interesse, anche se a occupare il ruolo di protagoniste assolute sono state aziende come Rwe (31%) e Infineon (+54%): anche in questo caso nomi legati al tema dei data center. Il resto dell'industria del Paese, in compenso, si è posizionato in un range di rendimenti dipendente in buona parte da fattori idiosincratici e dalle minori e maggiori caratteristiche difensive del settore di appartenenza. Se l'automotive rappresenta un caso a sé, questa grande fascia intermedia è proprio quella su cui l'approccio neo-keynesiano della Repubblica Federale andrebbe maggiormente a influire. Con la conseguenza di vedere un allargamento della crescita a un insieme più consistente di società e il decollo di un driver realmente diversificato rispetto all'ossessione Ai che ormai monopolizza l'attenzione degli investitori.



EUROPA

Resistere all'incubo stagflazione

Le manovre espansive di Berlino potrebbero rappresentare una boccata di ossigeno per il resto del continente, anche se ovviamente l'effetto varierà in base al grado di integrazione industriale con l'economia tedesca. Maggiormente esposte ai piani di spesa del governo Merz sono le nazioni del Centro-Nord Europa, un'area che arriva a comprendere diverse economie dell'ex cortina di ferro e il Nord Italia. Non è un caso che proprio l'Italia di recente abbia visto un incremento delle stime di crescita del Pil per il 2026 da +0,5% a +0,9% da parte dell'Ocse. Come già specificato, l'ipotesi ottimista è tutt'altro che campata per aria, specialmente se si considera come si è resistito fino al caos generato dall'amministrazione Trump. Dare però per scontato di potere continuare a resistere in un ambiente ai limiti della bizzarria non è proprio prudentiale.

IL COMBINATO DI DUE FATTORI

In particolare, a fare paura è il combinato di due fattori, ben evidenziato da **James Bilson**, global fixed income strategist di **Schroders**: «Al di fuori degli Stati Uniti, il tema centrale è stato il netto riprezzamento al rialzo dei costi dell'energia, con un impatto che si è manifestato in modo particolarmente evidente sui mercati obbligazionari europei. Questo fatto ha rappresentato di gran lunga il fattore dominante nel recente rialzo dei rendimenti nel Regno Unito, in Germania e negli altri mercati dell'Eurozona. Di conseguenza, abbiamo assunto un atteggiamento più cauto sulla crescita europea. Sebbene non riteniamo che le prospettive siano catastrofiche, il permanere dei prezzi energetici su questi livelli elevati penalizzerebbe, sia il settore manifatturiero, sia i redditi reali dei consumatori».

In sostanza, la legnata esogena, sotto forma di corsi dell'oil & gas che, seppure ancora lontani dallo scenario spaventoso del 2022 stanno mettendo sotto stress il sistema, pone le autorità di fronte a un dilemma poco gradevole. Da una parte sarebbe necessario tentare di contenere l'inflazione con una politica monetaria poco amichevole allo scopo di evitare un irripidimento delle curve dei governativi più fragili a fronte comunque di un bearish flattening anch'esso non così entusiasmante per i ministri delle finanze dell'Ue. D'altro canto, l'impatto sui margini di significativi rialzi del costo del denaro, per un apparato produttivo già sottoposto alla pressione di input produttivi sempre più cari, non sarebbe di facile gestione.

UNA FRANCIA NEL RUOLO DI NEO-ITALIA

Un dilemma non poi così diverso da quello di Washington che però in più vanta una maggiore indipendenza energetica e il boom dell'Ai. Nello specifico europeo poi non va dimenticato un elemento chiave di questi anni: a finire sotto pressione non sono più sgangherate economie del Sud Europa, bensì l'alleato storico della Germania nel progetto europeo: la Francia, che si sta avvicinando sempre di più al ruolo dell'Italia un quindicennio fa e, per di più, con caratteristiche salienti evidenziate ai limiti del drammatico da parte di **Enguerrand Artaz**, strategist di **La Financière de l'Échiquier**: «Sul fronte dei tassi di interesse il clima è teso. Il decennale francese ha superato la soglia del 4% e oggi si colloca a livelli che non si registravano dal 2008. Anche se questo trend si inserisce in un contesto generalizzato di aumenti dei tassi di interesse a livello globale, la specificità francese è comunque una realtà. Lo spread con il decennale tedesco (indicatore tradizionale di rischio utilizzato nei mercati dei tassi) è tornato ai livelli record raggiunti nel 2024 dopo lo scioglimento dell'Assemblea nazionale. Inoltre, nessuno dei 21 paesi dell'Eurozona, neppure la Grecia e la Bulgaria, si finanzia a costi così alti come la Francia su questa scadenza. La sfiducia nei confronti dei mercati obbligazionari si riflette anche nel comportamento dei mercati azionari. Da inizio anno, il Cac 40 sottoperforma tutti gli indici azionari europei, con un apprezzamento di appena il 4,8% contro il 13,3% dell'EuroStoxx. Sarebbe facile attribuire questa sottoperformance semplicemente alla composizione del principale indice della borsa parigina, che è sfavorito dall'esposizione ai settori del lusso e automobilistico, pesantemente penalizzati anche quest'anno. Tuttavia, un'occhiata agli altri indici di borsa francesi invalida questa ipotesi, visto che anche il Cac Small, l'indice francese delle piccole capitalizzazioni, sottoperforma ampiamente il suo equivalente europeo. Questa sottoperformance non è frutto del caso. Molti intermediari di mercato oggi segnalano un crescente interesse degli investitori internazionali verso prodotti che consentono di posizionarsi al ribasso sulle azioni francesi. Alcuni hedge fund ammettono persino di evitare certi titoli, pur ritenendoli di altissima qualità, per il solo fatto di essere francesi».

UN MACIGNO SULLA FRANCIA

L'incapacità del sistema che vanta il secondo maggiore Pil dell'Eurozona di riuscire ad attuare un significativo piano di riforme pesa indubbiamente come un macigno, anche per le implicazioni politiche al di là del confine. Non è infatti facile per una Germania che ha appena abbandonato il proprio modello di austerità tentare di indurre altri a tirare il freno a mano. Ciò anche per il fatto che l'economia transalpina non è particolarmente esposta al ciclo degli investimenti pubblici della Repubblica Federale. Di conseguenza, un ruolo decisivo nei prossimi mesi lo giocheranno i mercati energetici, per via di un triplo fronte fortemente correlato. Da una parte un rientro delle quotazioni dei fossili offrirebbe un beneficio diretto alle tasche dei cittadini europei e fiato ai margini delle industrie. Inoltre la Bce si troverebbe un bel po' di castagne in meno sul fuoco e avrebbe la scusa per mettere in pausa il processo di inasprimento del costo del denaro ripreso a settembre, elemento che a sua volta farebbe rientrare la pressione sui titoli di stato e permetterebbe di guadagnare un po' di tempo per tentare un compromesso politico in Francia e in altri paesi.

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    

PARTNER



ENTI DI FORMAZIONE



BROADCASTING UFFICIALE



PARTNER ISTITUZIONALI





Washington povera, Silicon Valley ricca

15 km
L'enorme espansione dei bond emessi dagli hyperscaler per finanziare il capex Ai non solo fa concorrenza, ma spinge al rialzo i rendimenti dei Treasury Usa, già sotto pressione per l'inflazione e il deficit pubblico.

di Boris Secciani

Il 15 dello scorso settembre, il giorno prima rispetto a quando la Federal Reserve per la prima volta da circa tre anni ha alzato i tassi, il rendimento del decennale statunitense ha superato quota 5,04%, ossia il massimo dal luglio del 2007. Questo movimento ha fatto seguito a una discesa simile dei prezzi del trentennale in agosto e anche in questo caso si è trattato di un picco in termini di Ytm da 19 anni a questa parte. Kevin Warsh e soci si sono decisi ad aumentare i Fed Funds di 25 punti base, portando il target nella fascia fra il 3,75% e il 4%. Le ragioni alla base di quanto sta accadendo sono abbastanza chiare: lo shock energetico di questi mesi va a intersecarsi con un'economia che, sebbene sia tuttora in grado di generare crescita, convive con un quadro fiscale disastroso, che è fondamentale per mantenere a galla i possenti consumi del Paese.

L'OMBRA DEL GREGGIO

Per quanto riguarda il greggio, poi, la presa dello stretto di Bab al-Mandab da parte dei ribelli Houthi, che si somma al disastro di Hormuz e agli attacchi all'Arabia Saudita da parte del medesimo gruppo, non fa presa-

gire nulla di particolarmente buono per il futuro del maggiore debito pubblico della Terra. Peraltro, quasi tutte le economie sviluppate, chi più chi meno, si trovano oggi a fare fronte a difficoltà non da poco nel tenere sotto controllo i conti.

Però, è forse ancora più interessante tentare di capire come il buon andamento del Pil, accompagnato da un mercato del lavoro non entusiasmante, si interseca con tutto ciò. Molto è stato detto sull'estrema concentrazione di redditi, ricchezza e acquisti che caratterizza gli Stati Uniti di oggi, la cosiddetta economia a forma di K, alla quale il boom dell'intelligenza artificiale sta dando un non indifferente contributo. In pratica, quello che è finora il più grande ciclo di espansione del capex di questo secolo è diventato uno dei pilastri dell'unica economia sviluppata del pianeta, in grado di generare spinte autonome sui prezzi. **Raphael Olszyna-Marzys**, international economist di **J. Safra Sarasin**, rammenta: «La domanda ha continuato a mostrare una notevole tenuta, mentre l'inflazione aveva già iniziato a registrare una tendenza al rialzo prima ancora dello scoppio della guerra in

Iran. Negli ultimi mesi, l'economia è stata influenzata principalmente da tre fattori: l'aumento dei prezzi dell'energia, i generosi rimborsi fiscali e il persistente boom degli investimenti legati all'intelligenza artificiale».

AI, UN MONDO A PARTE

L'aspetto chiave di questa triade è da ricercare nel fatto che le dinamiche dell'AI ormai de facto rappresentano un mondo a parte. Infatti, nonostante gli smodati consumi di elettricità da parte dei data center, le aziende legate all'AI mostrano di essere, se non un rifugio sicuro, quanto meno asset con una scarsa correlazione con il resto dei listini, alle prese con il rischio stagflazione. I corsi delle azioni di questo segmento, infatti, sono più che altro legati a una dinamica quasi interamente interna: la volontà dei grandi hyperscaler e dei produttori di Llm di continuare a investire cifre esorbitanti, sperando che il promesso impatto sui profitti si materializzi. Ogni volta che il sentiment, alimentato da dati, giudizi degli analisti e dichiarazioni degli executive del settore, oscilla da una parte o dall'altra seguono violenti movimenti su e giù.

L'ultimo capitolo della saga si è concretizzato nelle dichiarazioni di alcuni dei più noti protagonisti delle società regine dei modelli generativi, incentrate su un'apparente e improvvisa voglia di tirare il freno a mano sullo sviluppo artificiale. Se la reazione (furiosa) di Trump e quella, quasi beffarda, della Cina sono comprensibili, ben più importante ap-

“
L'economia è stata influenzata principalmente da tre fattori: l'aumento dei prezzi dell'energia, i generosi rimborsi fiscali e il persistente boom degli investimenti legati all'AI
”

pare il gelo proveniente da Jensen Huang, di Nvidia, che ha dato sostanzialmente ragione al presidente Usa.

TECNO-PAPERONI UMANISTI

Si potrebbe maliziosamente notare che il manipolo dei tecno-paperoni “umanisti” è lo stesso che si trova costretto a pagare un enorme ammontare di denaro al gruppo dalla maggiore capitalizzazione borsistica a livello globale. E forse non si mancherebbe più di tanto il bersaglio. Nello specifico, la lapalissiana verità che la tecnologia del secolo costa uno sproposito si accompagna al fatto che sempre di più i grandi hyper-



RAPHAEL OLSZYNA-MARZYS
international economist
J. Safra Sarasin

scaler, anche se dispongono di enormi capitali propri, la liquidità necessaria non ce l'hanno e si abbeverano ormai abbondantemente sul mercato obbligazionario, assorbendo una quota crescente dei flussi. Un fenomeno che, per **Andrzej Skiba**, head of Us fixed income di **Rbc Blue-Bay**, è destinato a continuare: «In parte a causa dell'inflazione dei costi, in parte per effetto dell'enorme fabbisogno di capacità di elaborazione dei dati, la corsa alla raccolta di capitali per finanziare lo sviluppo dell'AI sta accelerando ulteriormente. Riteniamo ora probabile che il capex legato all'intelligenza artificiale possa avvicinarsi a 1.000 miliardi di dollari nel solo 2026, con ulteriori incrementi previsti nel 2027. Ciò pone un problema per i mercati del credito. In assenza di operazioni di raccolta di



“
La corsa al debito degli hyperscaler ha portato a un’impennata globale del volume delle emissioni, che hanno registrato un aumento del 36% dall’inizio dell’anno rispetto allo stesso periodo dell’anno scorso
”



INGUERRAND ARTAZ
strategist
La Financière de l'Échiquier (Lfde)

capitale azionario su larga scala, tutto questo fabbisogno dovrà essere finanziato attraverso flussi di cassa interni e bond. Con l'aumento dei budget destinati al capex, il debito è quindi destinato ad assumere un ruolo sempre più rilevante nel finanziamento degli investimenti. È esattamente ciò che stiamo osservando in questo momento».

LA REDDITIVITÀ NON BASTA

Per meglio mettere a fuoco l'intero fenomeno, vale la pena ricordare quali sono le aziende che vengono inserite nel gruppo dei famigerati hyperscaler: Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft e Oracle. Fra questi, solamente per il gruppo fondato da Bill Gates e Paul Allen si prevede un free cash flow positivo da qui a un anno. La redditività spaventosa dei core business di questi colossi non basta più e di conseguenza bisogna ricorrere o ad aumenti di capitale o al collocamento di bond. La prima strada non è completamente esclusa: basti pensare all'operazione di emissione di nuove azioni da parte di Alphabet lo scorso giugno.

In generale, però, abbassare l'Eps non è una scelta che va troppo giù ai Cfo delle maggiori imprese americane, soprattutto quando si dispone di un rating solidissimo (Oracle a parte) e della totale fiducia degli investitori. Quest'ultima, poi, viaggia in parallelo con la crescente convinzione che a Washington non siano grado di riportare i conti pubblici sotto controllo. In pratica nell'ultimo anno si è sviluppato un dualismo strategico nella testa dei gestori di molti portafogli fixed income che si potrebbe sintetizzare nella frase “Stati Uniti inaffidabili, tecnologia ricca”.

CAUSE PROFONDE

Un paradigma che viene esplicitato da **Inguerrand Artaz**, strategist di **La Financière de l'Échiquier (Lfde)**: «Si sono visti l'Oat francese a più del 4% per la prima volta dal 2009, il trentennale Usa ai massimi storici dal 2007, il decennale giapponese che sfiora il 3% e i mercati azionari che cominciano a manifestare una certa febrilità a fronte dell'impennata dei tassi di interesse un po' ovunque nel mondo. Anche la mancanza di progressi nel conflitto iraniano, dopo l'annuncio di Donald Trump di non volere prorogare il cessate il fuoco scaduto il 17 agosto, ha sicuramente agito da catalizzatore nel breve termine, ma le cause di questo movimento sono più profonde.

Al di là dei timori di un ritorno dell'inflazione dovuto a Teheran, il mercato dei bond si trova al crocevia di una serie di temi strutturali per l'economia e i mercati: la deriva dei conti pubblici e l'aumento dell'onere del debito nei paesi occidentali da un lato, l'Ai e il finanziamento della sua colossale spesa per investimenti dall'altro. Questi due problemi si alimentano a vicenda. Per finanziare lo sviluppo dell'Ai, i giganti del tech, i cosiddetti hyperscaler, hanno fatto massiccio ricorso ai mercati obbligazionari negli ultimi mesi. Da poco meno dell'1% nel 2024, le emissioni obbligazionarie destinate a finanziare l'Ai sono passate al 18% del totale delle emissioni investment grade



globali nel primo semestre 2026. La corsa al debito dei colossi ha portato a un'impennata globale del volume delle emissioni, che hanno registrato un aumento del 36% dall'inizio dell'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso».

L'EFFETTO SOSTITUZIONE

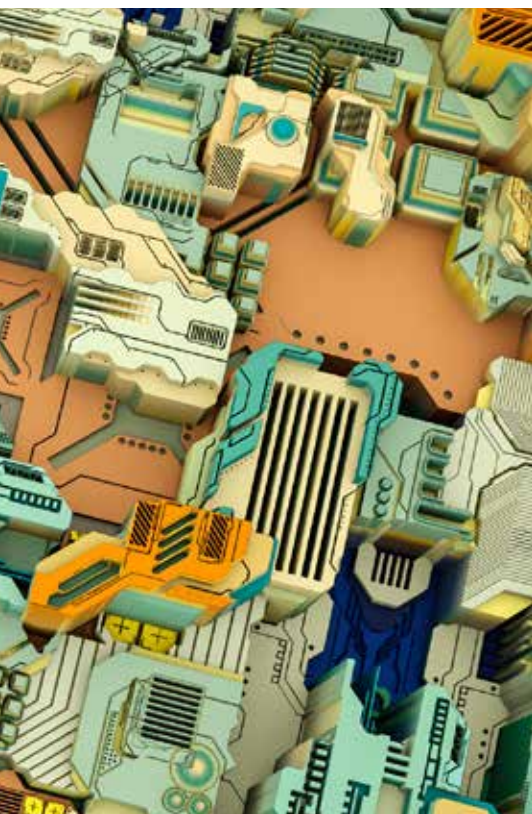
In pratica, un effetto sostituzione che va a farsi sentire in maniera particolarmente acuta sulle scadenze più lontane nel tempo. Infatti, la cinquina citata, a parte Microsoft che non emette obbligazioni dal 2017, si è caratterizzata per avere proposto investimenti dalla vita sempre più lunga, oltre che dal profilo valutario sempre più diversificato. L'apice si è raggiunto lo scorso febbraio, quando Alphabet ha collocato una tranche da 1 miliardo di sterline con scadenza 2126: il bond lungo un secolo, ossia qualcosa che non si vedeva in ambito tech dal 1997, quando Motorola emise anch'essa un'obbligazione secolare. In totale, i quattro titani nel periodo che va da inizio anno al 20 settembre hanno riversato 228,7 miliardi di dollari sul mercato del reddito fisso (a fronte di 108,4 per l'intero 2025) per un totale di 20 emissioni in sette valute differenti con i bond con scadenza 40 anni che hanno rappresentato una delle formule più gettonate. A ciò si accompagna un profilo creditizio invidiabile: S&P, ad esempio, assegna a Microsoft il rating massimo di AAA, ad Alphabet AA+, ad Amazon AA

INVESTIRE IN AI DALLA PARTE DEI BOND Alla fin fine basta evitare il default

Dall'altra parte **Martin Coucke**, credit portfolio manager di **Schroders**, riporta all'attenzione un fatto fondamentale, che sottolinea che almeno una porzione di questa asset class rappresenta un modo quasi sicuro di investire nella tecnologia più hot di questi anni: «La narrazione di mercato sugli hyperscaler si è spostata dall'entusiasmo per la crescita guidata dall'AI all'analisi approfondita della spesa in conto capitale (capex) legata all'intelligenza artificiale stessa. Se è vero che gli aspetti economici dell'AI generativa rimangono incerti, riteniamo che questa incertezza sia più acuta per gli investitori azionari, i quali devono valutare se la portata degli investimenti genererà rendimenti adeguati, proteggerà i margini e giustificherà valutazioni elevate. Per chi investe in bond, l'opportunità legata all'AI è diversa rispetto all'azionario. Gli investitori in equity necessitano che gli investimenti nell'AI si traducano in crescita, margini e valutazioni più forti. Gli investitori nel credito affrontano un ostacolo di natura più difensiva: valutare se gli emittenti siano in grado di sostenere i flussi di cassa, gestire la leva finanziaria e continuare a servire il debito. Fino a poco tempo fa, gli hyperscaler offrivano un appeal limitato per gli investitori obbligazionari. Essi costituivano, in genere, una fonte di reddito relativamente modesta, con spread contenuti rispetto all'obbligazionario investment grade Usa, un aspetto che è ancora più evidente se si esclude l'effetto idiosincrasico rilevante e gli spread molto più ampi di Oracle».

Una marcata dualità

Sostanzialmente è presente una marcata dualità: sicuramente i nomi più di seconda fila della filiera non mancano di prospettive nebuloze. Se ci si limita agli hyperscaler, però, anche se si considera l'AI una bolla senza senso, stiamo pur sempre parlando delle aziende più ricche della terra. È possibilissimo che i capex fantasmagorici di questi anni si traducano in un disastro sulla redditività futura. Immaginare, però, una serie di default obbligazionari, se si resta lontani dai deal più fragili, è abbastanza inverosimile. Tutto ciò anche perché i cinque titani hanno comunque la possibilità di scalare i loro impegni di spesa in conto capitale piuttosto velocemente, scaricando sul resto della filiera la fine della festa. Ad attenderli, ci sarebbe il ritorno alla cuccagna dei propri business tradizionali. La recente crescita dell'inquietudine generale fa sì che il rendimento offerto sia oggi di nuovo decentemente competitivo. La Silicon Valley, almeno nel suo core, probabilmente rimane una scelta dal rapporto rischio/rendimento migliore di Washington.



e a Meta AA-. L'unica eccezione è Oracle, che si colloca nella fascia BBB- (l'ultimo gradino dell'investment grade) dopo che la stessa Standard&Poors ha abbassato il voto all'azienda fondata da Larry Ellison lo scorso luglio.

ENORME DOMANDA DI CAPITALI

La concorrenza nei confronti del Tesoro americano, e non solo, viene quantificata da **Laura Cooper**, global investment strategist and head of macro credit di **Nuveen**: «Parallelamente, il ciclo di investimenti nell'AI sta creando un'altra enorme domanda di capitali. Gli emittenti legati all'intelligenza artificiale, tra i quali i produttori di chip e gli sviluppatori di data center, hanno già raccolto quasi 340 miliardi di dollari sui mercati statunitensi quest'anno. La collocazione di queste emissioni lungo la curva dei rendimenti conta per i tassi tanto quanto l'ammontare complessivo emesso. Un'analisi della Federal Reserve Bank of

Dallas stima che 300 miliardi di dollari di emissioni investment grade legate all'AI potrebbero generare nel 2026 fino a 360 miliardi di dollari di offerta di duration, espressa in equivalenti di Treasury statunitensi a 10 anni, poiché queste emissioni tendono a concentrarsi sulle scadenze più lunghe. Si tratta di circa un ottavo dell'offerta di duration derivante dalle emissioni del Tesoro statunitense. La crescita degli investimenti in conto capitale degli hyperscaler potrebbe rallentare, ma lo sviluppo dell'ecosistema AI lascia comunque i governi e alcuni dei più solidi emittenti corporate al mondo a competere simultaneamente per il capitale di lungo periodo. Per gli investitori, un Treasury a 30 anni può apparire interessante rispetto ai livelli di sei mesi fa. La domanda è, però, se quel rendimento offra una remunerazione sufficiente rispetto al credito investment grade a lunga scadenza, agli asset infrastrutturali e ai rendimenti sovrani relativamente inte-

ressanti disponibili altrove, inclusi Europa e Giappone. E tutto ciò potrebbe contribuire a spiegare perché sia stato così difficile stabilizzare la parte lunga della curva».

LA MACCHINA DEI SOLDI

I dati citati permettono di meglio mettere a fuoco il patrimonio di credibilità, oltre che di risorse, di cui i protagonisti dell'economia digitale sono dotati. Tanto per dire, pur dopo questo gigantesco rastrellamento di capitali, il rapporto debito/equity per gli hyperscaler ex-Oracle mostra cifre che vanno da 0,18 a 0,51. Quest'ultima ancora una volta si presenta come un caso a parte su questo indicatore, che si posiziona intorno a 4. A pagarne le conseguenze è stata la domanda di Treasury dalla forte duration, ben al di là della questione inflazione. Una prova a favore di questa affermazione arriva dall'osservazione delle aspettative di inflazione quotate dagli investitori istituzionali. **Kristina Hooper**, chief market strategist di **Man Group**, infatti afferma: «Venerdì 18 settembre, la componente sulle aspettative di inflazione del rendimento dei titoli del Tesoro Usa a 10 anni, misurabile tramite il tasso di inflazione breakeven dei Treasury decennali, era aumentata di soli 9 punti base dal 27 febbraio, cioè prima degli attacchi aerei statunitensi. In altre parole, la stragrande maggioranza della salita del rendimento può essere attribuita alle componenti più indefinite di

ciò che viene chiamato "premio a termine". Il premio di scadenza è classificato come il rendimento aggiuntivo che gli investitori richiedono per detenere obbligazioni a lungo termine, anziché a breve. In altre parole, può comprendere una serie di rischi, tra i quali l'inflazione, l'insostenibilità fiscale e la contrazione della domanda. Tutto ciò può essere il risultato di una serie di fattori, dalla diminuita percezione dei titoli del Tesoro statunitense come asset class rifugio all'aumento delle emissioni di obbligazioni investment grade da parte degli hyperscaler che hanno la necessità di raccogliere capitali per proseguire l'espansione dei data center e che potrebbero creare concorrenza ai titoli del Tesoro».

WASHINGTON SCREDITATA

Fuori di metafora: non sappiamo se l'inflazione attuale sia una piaga strutturale o una fiamma congiunturale, c'è però la consapevolezza del fatto che la governance di Washington è ormai da troppi anni screditata e difficilmente cambierà in futuro; di conseguenza meglio dirottare le risorse su chi i soldi ha dimostrato di saperli fare, invece che farli sparire in un buco nero. Il trade, dunque, aveva sicuramente senso, anche se per l'affermazione alla base del ragionamento è meglio usare l'imperfetto, perché anche in questo lato del mercato gli scricchiolii non sono del tutto assenti. Anche in questo caso vale la pena dirot-

tare l'attenzione su qualche dato: Torsten Slok, chief economist di Apollo, ha sottolineato che il reddito fisso collocato dagli hyperscaler solo lo scorso febbraio era caratterizzato da una domanda cinque volte superiore all'offerta, mentre a luglio questo indicatore era sceso a due. Nello stesso periodo il ratio complessivo per il settore dell'investment grade era calato solamente di 0,5x. Sempre dopo sette mesi di 2026, il rendimento di 78 delle 91 obbligazioni emesse dalle quattro aziende considerate (ricordiamo che Microsoft è assente dalla scena del reddito fisso) scambiava a rendimenti superiori al livello di collocamento.

La conferma di un inizio di diminuzione della propensione al rischio da parte dei grandi investitori in fixed income arriva anche dall'andamento degli spread. Se, ad esempio, Alphabet piazzava nell'aprile del 2025 un quarantennale con uno spread rispetto al Treasury a 30 anni di 70 punti base, il differenziale era salito per i titoli proposti nell'agosto del 2026 a 130 bp, nonostante l'aumento di capitale cui si è accennato in precedenza. Risultati sulla stessa linea si trovano per il resto della compagnia: per quanto riguarda Amazon si passa da 85 punti del novembre 2025 ai 125 del luglio 2026. Meta ha invece registrato uno shock inferiore: da 110 dell'ottobre 2025 a circa 147 dello scorso aprile, mentre Oracle ha sperimentato un note-



vole balzo da 137 nel settembre dell'anno passato a 195 nel febbraio più recente. Inoltre, si è sviluppato intorno a questa frazione dell'obbligazionario un vasto mercato dei credit default swap, in cui il costo di assicurazione del debito di Oracle si è più che quadruplicato nei 12 mesi fino all'agosto del 2026. I bond di questa azienda sostanzialmente presentano ormai un profilo di quotazioni compatibile più con un rating BB che con il BBB- attribuito. Ancora una volta non si parla di un caso isolato: anche i Cds di Alphabet e Meta scambiano a cifre più alte rispetto alla media dell'investment grade. Come dire: anche gli dei devono fare un minimo di attenzione ai conti.

ECOSISTEMA SUI SOLITI NOTI

Il problema, poi, è che la leva degli hyperscaler non si riduce a quanto enunciato finora. Infatti, sempre più spesso diverse operazioni di finanziamento dei data center vengono condotte attraverso la creazione di Spv (special purpose vehicle) in partnership con gli sviluppatori dell'infrastruttura. Queste entità raccolgono capitali che non vengono consolidati nel bilancio dell'hyperscaler di turno, per portare online il progetto che viene poi remunerato attraverso contratti di leasing (operativo e finanziario) con uno dei titani dell'economia digitale. Per avere, dunque, un'idea della vera mole del capex dell'Ai conviene osservare la quantità dei leasing che si annidano nei bilanci della solita cinquina: parliamo allo stato attuale di oltre 292 miliardi di dollari. Ancora più imponente è il totale degli impegni presi e non ancora iniziati: in quel caso si arriva a oltre 1,1 trilioni. Se simili esborsi dovessero materializzarsi, la pressione sulla monetizzazione degli investimenti in Ai diventerebbe piuttosto urgente. Tra l'altro il ricorso a questo strumento rende non facilissimo il confronto fra i vari gruppi a livello di Ebitda, a seconda che si adotti un contratto di leasing finanziario od operativo. Complessivamente, però, se si considera questo strumento come parte dell'indebitamento complessivo, un approccio sempre di più adottato dalle agenzie di rating, tutti i cinque protagonisti (Microsoft inclusa) presentano un quadro alquanto simile.

CREAZIONE DI LEVA SULL'AI

Simili considerazioni spingono ad analizzare un po' più in profondità il sistema di creazione della leva intorno all'Ai. Molti data center vengono infatti sviluppati da società



Sempre più spesso, i data center vengono finanziati tramite veicoli di investimento dedicati che raccolgono fondi da finanziatori privati e assicuratori



specializzate nel costruire queste infrastrutture. La loro clientela in gran parte è data dagli hyperscaler (con diverse varianti su ciò che viene fornito dal developer) o da gruppi di neocloud, che poi si rivolgono ai soliti colossi. In entrambi i casi, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft e Oracle finiscono per sottoscrivere contratti di leasing per accedere alla nuova potenza di calcolo. Il problema è che, per costruire quest'ultima, sviluppatori e neocloud a loro volta stanno emettendo una montagna di debito. La cosa interessante è che il rendimento di quest'ultimo sostanzialmente dipende dal contratto che garantisce il nuovo asset. Due bond dello stesso sviluppatore possono finire uno nel terreno dell'high yield e l'altro in quello dell'Ig a seconda che il cliente sia un neocloud o una delle megacap tecnologiche.

Forti differenze, poi, vi sono a seconda della durata del contratto di utilizzo proposto, che sovente appare decisamente più breve rispetto alle scadenze dei bond, o della presenza o meno di un valore residuale garantito: è un'incredibile varianza sul possesso del manico del coltello. In pratica, il rating di chi fisicamente costruisce, allaccia alla rete e (spesso) riempie di semiconduttori il tutto, in realtà è una derivata del bilancio del proprio cliente e della volontà di quest'ultimo di offrire un impegno su un numero adeguato di anni. Una volontà da dare tutt'altro che per scontata.

Da questo panorama emerge dunque la fragilità del trade che è stato battezzato "Washington povera, Silicon Valley ricca". Vi è infatti la concreta possibilità che anche una parziale incrinatura di questo iper-con-



LUKE HICKMORE
investment director, fixed income
Aberdeen Investments

centrato architrate generi un certo rifiuto delle attività rischiose, che a questo punto difficilmente produrrebbe un ritorno di fiducia nei confronti delle obbligazioni delle nazioni sviluppate, alimentando così una spirale di difficile risoluzione. A completare il tutto non va dimenticato che sempre di più queste operazioni sono condotte attraverso strutture di tipo private debt, in cui gli strumenti di finanziamento vengono proposti a un nucleo limitato di investitori con una conseguente forte concentrazione del rischio in poche mani.

SOPRATTUTTO SELEZIONE

Che fare dunque? La parola chiave è selezione: come si è visto si tratta di un ambito in cui ogni titolo fa storia a sé, con pochi dettagli che possono cambiare tutto. Parole chiare al riguardo arrivano da **Luke Hickmore**, investment director, fixed income di **Aberdeen Investments**: «Esistono due vie principali per accedere a questo mercato, e i gestori di investimento attivi le utilizzano entrambe. La prima è il mercato obbligazionario pubblico, dove le obbligazioni investment-grade degli hyperscaler sono diventate una delle maggiori fonti singole di nuova offerta. La seconda è il credito privato: sempre più spesso, i data center vengono finanziati tramite veicoli di investimento dedicati che raccolgono fondi da finanziatori privati e assicuratori, garantiti dagli edifici stessi e dai contratti con i giganti tecnologici che li utilizzano. Essere in grado di confrontare un'obbligazione di un hyperscaler quotata in borsa con una struttura di data center finanziata privatamente e valutare quale offra il migliore rapporto rischio/rendimento, è esattamente il tipo di decisione per cui è pensata la gestione attiva».

Passaggio cruciale del ciclo economico

di David Aujla

La crescita economica superiore al trend e il graduale ridimensionamento della propensione al rischio continuano a sostenere un approccio diversificato all'asset allocation. Gli attivi rischiosi continuano a essere influenzati da forze contrapposte. Da un lato, un contesto macroeconomico favorevole, unito agli ingenti investimenti nelle tecnologie legate all'intelligenza artificiale, ha favorito una crescita degli utili societari su livelli storicamente elevati. Dall'altro, il restringimento delle condizioni finanziarie, che coincide ora con l'avvio di un ciclo di rialzo dei tassi negli Stati Uniti, ha esercitato una significativa pressione al rialzo sui rendimenti.

La domanda non è più se la crescita sarà in grado di resistere a condizioni finanziarie più restrittive, bensì per quanto tempo potrà continuare a farlo. Resta infatti incerto se il percorso futuro sarà caratterizzato da un ulteriore rafforzamento dell'attività economica o da un rallentamento più marcato.

CRESCITA ECONOMICA RESILIENTE...

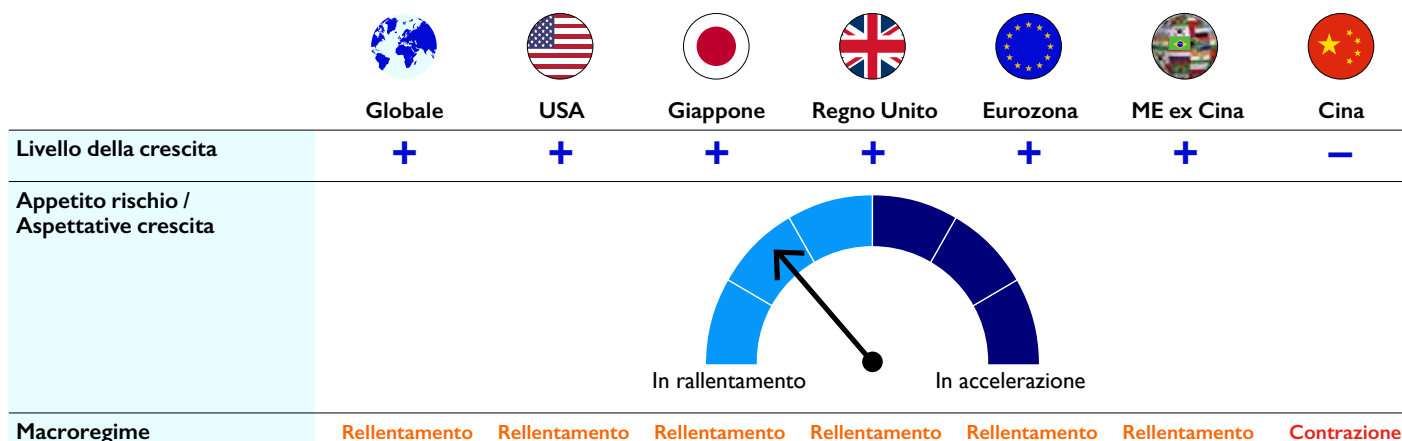
La crescita economica continua a mostrare resilienza. Trainata dagli Stati Uniti, la nostra misura della crescita economica globale, basata sugli indicatori economici anticipatori, continua a registrare livelli superiori al trend. La solidità dell'economia statunitense è stata confermata anche dalla Federal Reserve nella riunione del Fomc di settembre, con il

rialzo dei tassi di interesse giustificato da un'economia americana che appare in rafforzamento. Inoltre le stime in tempo reale della crescita Usa restano robuste, mentre le economie sviluppate al di fuori degli Stati Uniti mostrano dinamiche analoghe, sostenute dal miglioramento dell'attività manifatturiera e delle indagini sulle imprese.

...MA OCCORRE PRUDENZA

La forte crescita degli utili societari, sostenuta dalla monetizzazione degli investimenti nell'intelligenza artificiale, continua a rappresentare un fattore di supporto per i mercati azionari, mentre l'aumento dei rendimenti obbligazionari e l'irrigidimento delle condizioni finanziarie esercitano pressioni sugli asset a più lunga duration. Inoltre, il compromesso tra rischio e rendimento per gli investitori multi-asset globali è diventato più complesso, poiché rendimenti obbligazionari più elevati mettono in discussione l'attrattiva dei mercati azionari, che restano a meno del 2% dai massimi storici. Questi fattori, insieme ai persistenti rischi geopolitici e all'incertezza politica negli Stati Uniti, giustificano a nostro avviso un approccio prudente, mentre i mercati finanziari cercano una direzione. Il nostro framework rimane in regime di rallentamento, riflettendo una crescita economica globale superiore al trend e una continua moderazione della propensione al rischio a livello globale.

IL NOSTRO QUADRO MACROECONOMICO IN SINTESI



Fonte: Invesco

ENERGIA E INFLAZIONE

I rischi geopolitici restano elevati e non possono essere ignorati, poiché il conflitto tra Stati Uniti e Iran rimane irrisolto. Questa situazione continua ad avere ripercussioni negative sui prezzi dell'energia: il benchmark globale del petrolio greggio è salito di quasi il 17% nell'ultimo mese e si mantiene a meno del 12% dai massimi di 118 dollari al barile raggiunti a marzo. È importante notare che il prezzo del greggio si mantiene su livelli superiori a quelli precedenti al conflitto da oltre 150 giorni e continua a esercitare pressioni sui costi sostenuti dai consumatori per prodotti raffinati come benzina, diesel e combustibile per il riscaldamento. Secondo le nostre misure, la dinamica dell'inflazione ha ripreso ad accelerare, in particolare nella componente dei beni importati.

PASSAGGIO CRUCIALE

Il nostro framework suggerisce che il ciclo economico si stia avvicinando a un passaggio cruciale, poiché stanno riemergendo alcuni rischi per la crescita. Sebbene un rialzo di 25 punti base da parte della Federal Reserve difficilmente comprometterà la crescita economica o modificherà il percorso dell'attuale ciclo degli utili societari, le indicazioni sull'evoluzione futura dei tassi e il conseguente irrigidimento delle condizioni finanziarie rappresentano un rischio per i fondamentali economici e aziendali. Come ha affermato il presidente della Fed Kevin Warsh, «sarebbe difficile definire restrittive le condizioni finanziarie nel loro complesso», aggiungendo che il Comitato ha pertanto «rimosso una parte dell'accomodamento monetario». Ciò implica che potrebbero seguire ulteriori rialzi dei tassi. Gli asset rischiosi hanno reagito di conseguenza, con l'appiattimento della curva dei Treasury Usa e i primi segnali di tensione in alcuni segmenti del mercato high yield. Il crescente aumento della correlazione tra azioni e obbligazioni è tornato al centro dell'attenzione degli investitori, richiamando alla memoria quanto osservato nel recente passato.

Anche i tassi reali sono tornati sotto i riflettori, con il rendimento reale del Treasury decennale vicino al 3%. L'ultima volta che i tassi reali hanno registrato un aumento di questa portata è stato nel periodo 2022-2023, quando l'inflazione post-pandemica, l'aumento della correlazione tra azioni e obbligazioni e i rendimenti negativi di entrambe le asset class portarono molti investitori multi-asset a mettere in discussione il ruolo delle obbligazioni tradizionali. Tuttavia, il contesto attuale presenta tre differenze fondamentali. In primo luogo, l'inflazione core Pce si attesta oggi intorno al 3%, ben al di sotto dei livelli registrati all'inizio del 2022. Inoltre, il punto di partenza dei tassi reali è molto più elevato rispetto al 2022 e riflette un quadro economico più solido. Infine, la crescita degli

utili societari è stata nettamente più robusta, compensando ampiamente la contrazione dei multipli di valutazione.

FLESSIBILITÀ E DIVERSIFICAZIONE

Storicamente, le fasi caratterizzate da una crescita superiore al trend, ma in rallentamento, sono state associate a rendimenti moderatamente positivi tra le diverse asset class e a una convergenza delle performance tra asset più sensibili alla crescita e asset difensivi. Nella nostra asset allocation tattica manteniamo un orientamento complessivamente neutrale rispetto al benchmark. In questo quadro, continuiamo a tenere un moderato sovrappeso dell'azionario rispetto all'obbligazionario, privilegiando un approccio più difensivo. Per quanto riguarda le azioni, sovrappesiamo quindi i fattori difensivi, quali qualità e bassa volatilità.

A livello settoriale, privilegiamo esposizioni caratterizzate da elementi difensivi e fondamentali solidi e durevoli, inclusi segmenti selezionati dei settori tecnologico, sanitario e dei beni di consumo primari, a scapito delle aree più cicliche. Dal punto di vista geografico, rimane una moderata preferenza per gli Stati Uniti rispetto agli altri mercati sviluppati e per i mercati sviluppati rispetto a quelli emergenti.

Manteniamo inoltre un'esposizione alla duration dei tassi d'interesse come strumento di gestione del rischio e di copertura contro un rallentamento della crescita economica. In questo contesto, privilegiamo le obbligazioni indicizzate all'inflazione. Adottiamo una posizione neutrale sul dollaro statunitense. Tra le valute dei mercati sviluppati, manteniamo un sottopeso sul dollaro australiano, la sterlina britannica, il dollaro neozelandese, la corona svedese e il franco svizzero, mentre continuiamo a privilegiare il dollaro canadese, l'euro, lo yen giapponese, la corona norvegese e il dollaro di Singapore. Nei mercati emergenti, favoriamo le valute a più elevato rendimento e con valutazioni relativamente interessanti, come la rupia indiana, la rupia indonesiana, il ringgit malese, il dollaro taiwanese e il baht thailandese. Queste posizioni sono finanziate attraverso un sottopeso sul renminbi cinese, il peso colombiano, la corona ceca, il peso messicano e il rand sudafricano.

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.



DAVID AUJA
portfolio manager
Invesco



Fondi di fondi: tanta diversificazione e accesso al capitale non quotato

di **Barbara Galliano**, country head Italy, Altaroc

Il private equity ha storicamente offerto rendimenti interessanti a condizione di accettare un orizzonte di lungo periodo, una liquidità limitata e un rischio di perdita del capitale. Secondo il Q5 2025 Global Fund Performance Report di PitchBook, al 31 dicembre 2025 il private equity globale, escluso Vc, registrava un tasso interno di rendimento (Irr) netto annualizzato del 14% su 10 anni, mentre per i fondi di fondi era del 12,1%. Si tratta di rendimenti aggregati, ponderati per il capitale e al netto di commissioni e carried interest, riferiti al passato e non garanzia per il futuro. Per chi vuole esporsi a questa asset class limitando la concentrazione, i fondi di fondi possono rappresentare una soluzione interessante, combinando più fondi selezionati e una gestione professionale dell'allocazione.

In Italia, secondo le previsioni Aipb-Prometeia, le masse gestite dal private banking dovrebbero raggiungere 1.491 miliardi di euro a fine 2026, con un'allocazione ancora prudente e un peso rilevante di liquidità, obbligazioni, titoli di stato, prodotti assicurativi e risparmio gestito. Un fondo di fondi può fungere da ponte verso una componente più dinamica: non sostituisce gli strumenti difensivi, ma vi affianca investimenti non quotati

ripartiti tra più gestori, settori, aree geografiche e vintage. L'esposizione dovrà comunque essere coerente con la capacità di sopportare perdite, l'orizzonte temporale e le esigenze di liquidità dell'investitore.

Che cos'è un fondo di fondi di private equity?

Un fondo di fondi, anziché acquisire direttamente partecipazioni in imprese, investe prevalentemente in una selezione di fondi di private equity. A seconda delle guideline, il portafoglio può comprendere sottoscrizioni primarie, operazioni sul mercato secondario e co-investimenti. Con un'unica adesione, l'investitore si espone così a più società, strategie, settori e aree geografiche. Quanto alla struttura, i veicoli chiusi sono generalmente organizzati in vintage, con durata prestabilita e richiami progressivi del capitale. Gli evergreen investono in continuità, senza scadenza e possono prevedere finestre periodiche di sottoscrizione e rimborso, con una liquidità comunque limitata e soggetta alle regole del fondo, compresi eventuali limiti quantitativi («gate»). I due formati non sono quindi intercambiabili.

Una diversificazione più ampia



BARBARA GALLIANO

Il primo vantaggio è la ripartizione del rischio specifico. Un singolo fondo, pur investito in diverse imprese, può restare concentrato su una strategia, un settore, una regione o un vintage. Il fondo di fondi distribuisce invece l'esposizione tra gestori, vintage, segmenti di mercato e aree geografiche, attenuando l'impatto di una fase sfavorevole localizzata. La diversificazione non elimina tuttavia il rischio di perdita, né assicura un rendimento positivo.

Il perimetro effettivo dei sottostanti va però verificato: alcuni fondi si concentrano su Europa e Nord America, altri includono secondario o co-investimenti; alcuni privilegiano il buyout, altri il growth equity o strategie specialistiche.

Nelle strutture chiuse, la diversificazione si costruisce man mano che il capitale viene richiamato e investito; in un evergreen già avviato si entra invece in un portafoglio più maturo, ma al valore patrimoniale netto determinato secondo le regole del veicolo.

L'accesso a gestori difficilmente raggiungibili

I fondi dei gestori più affermati e selettivi possono essere chiusi ai nuovi sottoscrittori, riservati agli istituzionali o richiedere impegni minimi fuori dalla portata di un investitore privato. Aggregando il capitale di più sottoscrittori e facendo leva su relazioni consolidate con i gestori, il fondo di fondi può accedere a queste strategie.

Questa capacità non dipende solo dalla dimensione del veicolo, ma dalla conoscenza

del mercato, dall'accesso al deal flow e dal sapere distinguere i gestori con performance solide e replicabili da quelli favoriti da un singolo ciclo. Data l'elevata dispersione delle performance, la selezione dei sottostanti è una delle principali fonti potenziali di creazione di valore.

Per l'investitore privato domestico, il vantaggio è strutturale: un portafoglio internazionale, due diligence e monitoraggio dei gestori delegati, un reporting consolidato.

Competenze professionali e limiti da considerare

Costruire un portafoglio di fondi non significa accostare nomi noti: occorre analizzare a fondo la qualità dei team, la coerenza della strategia, il track record, la disciplina d'investimento e la governance. È importante anche negoziare l'accesso, monitorare i gestori nel tempo e adattare l'allocazione ai cicli di mercato.

La ripartizione tra più fondi mira ad attenuare l'impatto di una sottoperformance idiosincratICA, ma non elimina i rischi propri del private equity: perdita del capitale in fasi avverse, illiquidità, valutazioni non frequenti, durata dell'investimento, rischio di cambio e dipendenza dalla qualità dei gestori sottostanti.

Vanno inoltre considerati tre aspetti.

a) I costi: alle commissioni del fondo di fondi si aggiungono quelle dei sottostanti, con un impatto che dipende dall'intero quadro dei costi, dagli eventuali co-investimenti e dalle condizioni negoziate.

b) La trasparenza può variare sensibilmente da un veicolo all'altro.

c) La liquidità: nei fondi chiusi il capitale è richiamato progressivamente e resta impegnato per l'intera durata; negli evergreen le finestre di rimborso non equivalgono alla liquidità quotidiana dei mercati quotati e possono essere limitate o sospese.

I fondi di fondi non sono quindi una soluzione universale, ma possono costituire una via di accesso efficace per investitori consapevoli in cerca di diversificazione, selezione professionale e gestori difficili da raggiungere, purché ne accettino costi, orizzonte di lungo periodo e rischio di illiquidità.

Perché considerare oggi un fondo di fondi di private equity?

In un contesto di volatilità, trasformazioni tecnologiche e maggiore dispersione dei risultati tra imprese e gestori, la costruzione del portafoglio è sempre più importante: un approccio multi-manager evita di concentrare l'esposizione su una sola strategia o annata e affida la selezione a specialisti.

La struttura del veicolo, chiusa o evergreen, e il suo eventuale inquadramento come Eltif o come investimento compatibile con il regime dei Pir alternativi non sono equivalenti: ogni veicolo segue regole proprie su attivi ammissibili, geografia, durata, liquidità e soglie di sottoscrizione. Prima di scegliere, occorre confrontare la strategia effettiva dei sottostanti (primari, secondari, co-investimenti) e verificarne la coerenza con gli obiettivi patrimoniali dell'investitore.



Investire con maggiore disciplina

a cura di Pinuccia Parini

Che cosa significhi investire in un contesto in cui i tassi di interesse stanno aumentando è una domanda che gli investitori si stanno ponendo per decidere come allocare i propri portafogli. Fond&Sicav lo ha chiesto a **Raphael Thuin**, head of capital markets strategies di **Tikehau Capital**.

Gli investitori stanno tenendo in debita considerazione il deterioramento dei conti pubblici e quanto questi impatti sulle loro decisioni?

«In Tikehau Capital riteniamo che i mercati si stiano concentrando sempre più su problemi strutturali legati al disavanzo di bilancio, al debito pubblico e all'inflazione. Sono questi alcuni dei fattori che hanno contribuito al rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine, richiamando l'attenzione degli operatori di mercato, concentrati da mesi sui temi legati all'intelligenza artificiale. I deficit stanno aumentando a livello globale: dalla pandemia il debito è parzialmente passato dalle mani dei privati a quelle degli stati. La volontà politica di diminuire la spesa pubblica in materia di welfare sociale, pensionamento e previdenza appare limitata. Contestualmente è in atto un mega ciclo di investimenti, probabilmente indirizzato a soddisfare esigenze sostanziali, che caratterizzerà i prossimi anni o, addirittura, i decenni futuri. Abbiamo utilizzato il termine "4D" per indicare gli ambiti di riferimento: difesa & sovranità, digitalizzazione, decarbonizzazione e deglobalizzazione.

Questi fattori potrebbero continuare a porre pressione sulle finanze pubbliche, con poche evidenze di un'imminente flessione o cambiamento di traiettoria. E a tutto ciò si aggiunge un'inflazione più elevata che potrebbe essere diventata la "new normal" del mondo post pandemia, ma i mercati fanno ancora fatica ad adattarsi, nonostante ci siano ragioni strutturali che spiegano il fenomeno: costi di produzione più elevati, riconfigurazione e riallocazione delle catene di fornitura, riscaldamento globale, crisi energetica, demografia e deglobalizzazione».

Ma come giudica il livello attuale dei tassi d'interesse?

«Se si fa un raffronto con il passato, ad eccezione degli anni '10, caratterizzati dall'iperattività delle banche centrali e dalla repressione finanziaria, non pensiamo che i tassi di interesse siano necessariamente elevati e riteniamo che potrebbe esserci spazio perché salgano ulteriormente. Per un'economia come quella americana, con una crescita del Pil reale del 2-3% e un tasso di inflazione che si stabilizza intorno al 2,5-3%, non sarebbe incompatibile avere tassi più elevati. Volendo tradurre questo concetto empiricamente, pensiamo si possa affermare che storicamente il rendimento nominale del Treasury Us tende a seguire la crescita del Pil nominale. Ciò significa che nel mercato è potenzialmente in corso un aggiustamento che può essere costoso e generare volatilità».



RAPHAEL THUIN
head of capital markets
strategies di
Tikehau Capital

Come frequentemente si sente dire, il superamento della soglia del 5% del titolo governativo a 10 anni americano è veramente un segnale di allarme per l'asset class azionaria?

«È una soglia più che altro psicologica e, quando il mercato l'ha toccata o superata, abbiamo visto gli investitori diventare più cauti: una reazione comprensibile poiché tassi più elevati producono pressione sulle valutazioni dei titoli azionari. È il caso dell'analisi "discounted cash flow" attraverso la quale il valore di un'azienda viene determinato sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che l'impresa si presume possa generare negli esercizi futuri: a parità di altre condizioni, se i tassi salgono si riduce il valore attuale di un'azienda. Tuttavia, a nostro avviso, non è solo quanto i tassi possono salire, ma la velocità con cui ciò può accadere: più rapidamente aumenta il costo del denaro, più negativa potrebbe essere la performance delle azioni, perché potrebbe essere lasciato meno tempo al sistema di riadattarsi al nuovo contesto».

Nello scenario descritto, le obbligazioni societarie, in particolare nel segmento investment grade in cui gli hyperscaler stanno iniziando a finanziarsi, continueranno a essere appetibili? E che cosa succederà ai titoli governativi?

«Si prevedono emissioni in aumento nell'ambito dei titoli Ig, dove erano arrivati in precedenza flussi da disinvestimento in Treasury. Attualmente la domanda da parte degli investitori è stata sostenuta per questa tipologia di obbligazioni così come non è stato registrato alcun crollo d'interesse nelle aste governative. In generale, si può affermare che la domanda è stata elevata per

un'ampia gamma di classi di attivo e il livello di sottoscrizione delle diverse emissioni sul mercato primario, sia obbligazionario, sia azionario, ne è la testimonianza tangibile. Quindi, per il momento, non abbiamo osservato un indebolimento materiale della domanda, anche se ci sono alcuni indicatori che stiamo monitorando con attenzione e si inizia a vedere alcuni segnali di cambiamento per due tipologie di compratori: i fondi sovrani, i grandi istituzionali mediorientali e le banche americane. Alcuni investitori mediorientali potrebbero aumentare le allocazioni sui mercati domestici, alla luce degli sviluppi geopolitici regionali e delle significative esigenze infrastrutturali interne, continuando al contempo a investire sui mercati internazionali. Per le banche statunitensi, invece, l'allentamento di alcuni requisiti patrimoniali da parte dell'amministrazione Trump, lo scorso anno, potrebbe avere liberato del capitale per alcune istituzioni; tuttavia, quella liquidità aggiuntiva è diminuita e alcune banche stanno iniziando a essere più selettive nelle loro allocazioni. Ciò nonostante, lo stesso Tesoro americano sta prestando particolare attenzione agli sviluppi sul mercato dei titoli governativi, e l'intervento questa estate sullo yen è indicativo della volontà di evitare che eventuali vendite di Treasury da parte degli investitori giapponesi, i maggiori detentori esteri dei titoli Usa, possano esercitare ulteriori pressioni sui rendimenti».

In questo contesto, qual è il vostro posizionamento sui mercati?

«Continuiamo a essere complessivamente positivi nei confronti degli asset rischiosi perché, se è vero che i tassi sono in rialzo e gli investimenti nell'Ai da finanziare sono ingenti, il contesto macroeconomico è resiliente a livello globale, con la crescita che è sopra il potenziale di lungo termine. Ma ciò

che più conta è la crescita degli utili aziendali che è stata solida e, quest'anno, si stanno toccando nuovi record. Anche i margini sono elevati; cresciuti fortemente dopo la pandemia, avevano fatto supporre che, negli anni a seguire, si sarebbero normalizzati con un ritorno verso la media storica. Non è stato così. I margini stanno ancora aumentando, potenzialmente grazie all'Ai, ma non solo. Le aziende, infatti, hanno ottimizzato i costi, efficientato i processi produttivi e di gestione, facendo così salire i profitti. Ed è proprio questo circolo virtuoso che, nell'anno in corso, a differenza del 2025, ha fatto scendere le valutazioni che sono tornate verso le medie storiche. Sembrerà curioso, ma l'attuale performance del mercato azionario è in ritardo rispetto all'andamento degli utili».

Nessun rischio all'orizzonte?

«Se i tassi d'interesse dovessero salire troppo velocemente, se ci fosse un'ulteriore fiammata dell'inflazione, se la crescita legata all'Ai rallentasse o non fosse all'altezza delle attese, lo scenario si compirebbe. Ma, rebus sic stantibus, e ferma restando la nostra costante valutazione delle condizioni di mercato, riteniamo che i fondamentali rimangano a supporto dei mercati. Ci piace il credito per l'effetto di capitalizzazione dei rendimenti, concentrandoci sull'individuazione di interessanti opportunità all'interno di un universo di investimento orientato alla qualità, evitando generalmente i rating CCC e quelli "distressed", perché molte delle società all'interno di questo universo stanno affrontando criticità strutturali. Di conseguenza, valutiamo in modo selettivo le opportunità nell'Hy, nei Clo, nel direct lending e nei secondari del debito privato. Anche sul mercato azionario siamo altrettanto selettivi, anche nel segmento dell'Ai, che crediamo non sia ancora alla fine del ciclo».



Fondi pensione, c'è bisogno ancora di riforme

a cura di **Pinuccia Parini**

A **Michaela Camilleri**, responsabile del Centro Studi e Ricerche **Itinerari Previdenziali**, Fondi&Sicav ha chiesto di fornire un quadro generale sulla situazione dei fondi pensione italiani.

Qual è la dimensione dei fondi pensione in Italia e qual è stato lo sviluppo negli ultimi anni? Ci sono delle proiezioni sull'andamento tendenziale?

«Secondo gli ultimi dati Covip a giugno 2026, le posizioni in essere presso i fondi pensione superano quota 12 milioni. Al netto delle posizioni multiple di coloro che aderiscono contemporaneamente a più forme, il totale degli iscritti sfiora gli 11 milioni (nel 2007 erano 4,6). In termini patrimoniali, le risorse in gestione ammontano a 273,2 miliardi di euro, così suddivise: 86,6 miliardi in capo ai fondi negoziali, 72 ai fondi preesistenti, 45,9 ai fondi aperti, 61,9 miliardi ai Pip, piani individuali pensionistici di tipo assicurativo, e 6,9 ai Pip "vecchi". Guardando allo sviluppo degli ultimi anni, il patrimonio dei fondi pensione è più che quadruplicato, passando da 58 miliardi del 2007, anno di avvio della riforma della previdenza complementare, a 262 del 2025 (+353%), per una crescita media dell'8,8% su base annua. Le nuove norme introdotte quest'anno dal governo, come

l'adesione automatica dei lavoratori dipendenti del settore privato (domestici esclusi) di prima assunzione a partire dal 1° luglio 2026, e quelle allo studio potrebbero generare ulteriori rafforzamenti patrimoniali, che, secondo le stime da noi elaborate, si possono quantificare in oltre 24 miliardi di patrimonio aggiuntivo nei prossimi otto anni».

L'offerta tra fondi pensione negoziali, aperti e Pip è simile?

«I fondi pensione operanti alla fine del 2025 sono 273, così suddivisi: 33 fondi negoziali, 38 fondi aperti, 71 Pip cosiddetti "nuovi" e 131 fondi preesistenti. Nel complesso, l'offerta dei fondi pensione si compone di 655 comparti di investimento, di cui oltre la metà costituiti da comparti garantiti (233) e obbligazionari (111). Nelle diverse tipologie di forme pensionistiche, un maggiore equilibrio dell'offerta si registra nei fondi aperti e nei Pip, mentre le linee azionarie sono offerte solo dai due terzi dei fondi negoziali (23 comparti su 102) e da un quarto dei fondi preesistenti (22 comparti su 184). A fine 2025 i fondi pensione che offrivano piani di tipo "life-cycle" erano poco diffusi: 11 fondi di negoziali su 33 per un totale di 75.300 posizioni (circa il 7,6% delle posizioni complessive di tali fondi e l'1,7% di quelle totali del settore); 11 fondi aperti su 38, con un



MICHAELA CAMILLERI
responsabile del Centro
Studi e Ricerche
Itinerari Previdenziali

numero di posizioni in essere pari a 450.000 (il 31,6% del totale delle posizioni riferite a tali fondi e il 19,9% di quelle totali del settore); 23 Pip su 71 (55 con più di una linea di investimento). Tuttavia, con l'introduzione del "life-cycle" come scelta di default per gli aderenti automatici iscritti dal 1° luglio 2026, nei prossimi mesi tutti i fondi pensione dovranno prevedere questa opzione di investimento, tenendo conto dell'orizzonte temporale dell'investimento e dell'età anagrafica dell'aderente e adeguandosi alle disposizioni dell'Autorità di Vigilanza».

Qual è la composizione di portafogli?

«Sul totale di 262 miliardi di euro di risorse destinate alle prestazioni, al netto delle riserve matematiche dei fondi preesistenti, le risorse dei fondi interni e quelle che fanno capo ai Pip "vecchi", gli effettivi investimenti direttamente riferibili alle forme pensionistiche complementari ammontano a 227,1 miliardi di euro. Riferendosi alle componenti principali degli investimenti, le obbligazioni rappresentano il 55,8% del totale, con un peso superiore alla media nei Pip e nei fondi negoziali (rispettivamente 66,2% e 60,8%) e inferiore nei fondi aperti (46,1%); in particolare, i titoli di stato italiani rappresentano il 21,9% degli investimenti nei Pip (13 miliardi di euro) contro il 16% degli aperti (7 miliardi) e il 10% dei negoziali (8 miliardi). Seguono le azioni con il 24%, con un peso che, al contrario di quanto risulta per i titoli di debito, varia dal 30,4% dei fondi aperti al 14,3% dei Pip; chiudono le quote di Oicr con il 15,3% che si riduce al 9,2% nel caso dei negoziali e aumenta al 22% nel caso dei preesistenti. Come risulta anche dall'analisi che abbiamo condotto e riassunta nel "Tredicesimo report sugli investitori istituzionali italiani", queste risorse sono affidate a gestori terzi sulla base di specifici mandati di gestione nel caso dei fondi negoziali (nel 2025, 301 mandati assegnati a 47 società specializzate) e direttamente alla Sgr, alla banca o alla compagnia di assicurazione che ha istituito la forma pensionistica nel caso dei fondi aperti e dei Pip, anche se è sempre più frequente ai fini della diversificazione e della specializzazione l'utilizzo di prodotti di case terze».

Un raffronto tra il sistema dei fondi pensione italiani e quello degli altri paesi quali differenze

fa emergere?

«Nella classifica 2025 per patrimonio dei fondi pensione, l'Italia si posiziona al 15° posto su 38 paesi appartenenti all'area Ocse (al 17° posto includendo anche gli altri 30 paesi non Ocse), preceduta da Usa, Canada, Uk, Australia, Paesi Bassi, Svizzera e Giappone per effetto, però, anche di un diverso funzionamento sia del primo sia del secondo pilastro, con una copertura più bassa sul fronte pubblico e un'adesione obbligatoria o semi-obbligatoria sul fronte complementare. Siamo lontani dal Government pension investment del Giappone o dal Government pension fund della Norvegia che, nel 2024, hanno raggiunto rispettivamente un patrimonio di 1,65 e 1,77 trilioni di dollari, ma i fondi pensione italiani iniziano ad avere una buona capitalizzazione e a essere un mercato interessante anche per l'entità della contribuzione, che nell'ultimo anno è stata di 22,4 miliardi, circa un punto di Pil. Nella classifica per patrimonio dei fondi pensione rispetto al Pil, l'Italia si posiziona al 27° posto con un rapporto del 12,1%. Tuttavia, se verranno ulteriormente implementate le necessarie riforme di sistema, potranno esserci grandi possibilità di aumento del rapporto, migliorando ulteriormente il posizionamento dell'Italia».

La propensione al rischio riflessa dalle scelte dei fondi pensione è in aumento?

«L'offerta di linee di investimento condiziona

in parte anche le scelte compiute dagli iscritti. Dall'analisi Covip sul profilo di investimento del singolo iscritto, emerge che restano rilevanti i profili con una quota azionaria bassa o addirittura nulla: i garantiti, con il 33,7% degli iscritti e quelli obbligazionari, con un ulteriore 12,1%. Nei profili bilanciati si colloca il 40,3% degli aderenti; più esiguo il peso degli azionari, il 13,9%. Negli ultimi anni, il peso dei profili garantiti è tuttavia sceso rispetto al 2020, con un -7,5% a favore di quelli più rischiosi (azionari e bilanciati, rispettivamente 6,4 e 2,2 punti percentuali in più). Per effetto delle tendenze in atto, a livello di sistema si osserva una propensione maggiore per i profili azionari e, soprattutto, bilanciati non solo nelle classi di età molto giovani ma anche, seppure in misura meno accentuata, nelle fasce di età centrali dove si colloca la maggioranza degli iscritti. I profili a rischio più basso, in particolare i comparti garantiti, assumono via via un peso predominante a partire dai 55 anni. Le tendenze osservabili dalle scelte di investimento dei nuovi iscritti nel 2025 evidenziano un orientamento prevalente verso i profili con un grado di rischio più elevato. Oltre ai profili bilanciati, con il 43,3%, quelli azionari sono stati scelti dal 27,9% dei nuovi iscritti; i profili garantiti sono stati preferiti dal 19,3%, seguono gli obbligazionari con il 9,5%. Rispetto alla ripartizione degli aderenti totali, nei nuovi iscritti si registra in media il maggiore peso dei profili azionari e, per contro, una minore incidenza delle preferenze per i profili garantiti».



Essere informati e conoscere, una differenza fondamentale

di Pinuccia Parini



STEFANO SANTO SABATO
imprenditore tecnologico,
fondatore e Ceo di **Fyberloom**
e visiting researcher
Stanford University

In questo numero, Fondi&Sicav inaugura una nuova rubrica grazie alla collaborazione di **Stefano Santo Sabato**, imprenditore tecnologico, fondatore e ceo di **Fyberloom** e visiting researcher alla **Stanford University**. Da anni lavora all'intersezione tra intelligenza artificiale, conoscenza e sistemi intelligenti, con un percorso che unisce ricerca, sviluppo tecnologico e impresa. Fondi&Sicav lo presenta ai suoi lettori, inaugurando così una serie di appuntamenti mensili che aiuteranno a conoscere, attraverso i suoi occhi, che cosa accade nella Silicon Valley.

Quando si è trasferito nella Silicon Valley e perché?

«Il rapporto con la Silicon Valley è iniziato molto prima del trasferimento vero e proprio. Il mio percorso professionale è nato, infatti, in Italia, dove per molti anni ho fatto l'imprenditore e ho fondato e guidato diverse aziende tecnologiche. Credo di avere sempre avuto una natura più da costruttore che da osservatore: mi interessa capire una tecnologia, immaginare come si possa evolvere e, soprattutto, provare a trasformarla

in qualcosa di concreto.

Già diversi anni prima di stabilirmi negli Stati Uniti, venivo regolarmente nella Bay area con MediaSoft, una delle aziende che avevo fondato in Italia, per cercare collaborazioni, sviluppare relazioni internazionali e confrontarmi con ciò che stava accadendo nell'ecosistema tecnologico americano. Naturalmente, mi colpiva la straordinaria concentrazione di competenze, capitali, università e aziende, ma a interessarmi veramente fu soprattutto un certo modo di pensare. Qui era possibile entrare in una stanza e discutere seriamente di qualcosa che ancora non esisteva. Non era indispensabile dimostrare subito che un'idea appartenesse già a una categoria conosciuta o che esistesse un mercato definito pronto ad accoglierla. Se riuscivi a spiegare perché un problema fosse importante e perché una determinata soluzione avrebbe potuto avere senso, le persone erano disposte ad ascoltare, a confrontarsi e spesso anche ad aiutarti a capire come trasformarla in realtà. In molti contesti, si tende a chiedere subito a un imprenditore quali siano i precedenti, chi abbia già fatto qualcosa di simile o quale sia la dimen-

sione esatta del mercato. Nella Silicon Valley, almeno nella sua espressione migliore, esiste invece una maggiore disponibilità a partire da una domanda diversa: se questa cosa oggi non esiste, potrebbe comunque essere importante domani?

Negli anni successivi ho quindi deciso di rendere sempre più stabile la mia presenza negli Stati Uniti e, nel 2018, ho fondato Fyberloom a San Francisco. Oggi continuo a vivere entrambe le dimensioni che hanno caratterizzato il mio percorso, quella imprenditoriale e quella della ricerca. Sono visiting researcher alla Stanford University, un ruolo che mi permette di mantenere un dialogo continuo tra ciò che stiamo costruendo concretamente come azienda e le domande più ampie che la ricerca si pone sul futuro dell'intelligenza artificiale, della conoscenza e del rapporto tra persone e sistemi intelligenti».

È stata quindi la presenza di “più tecnologia” a farle scegliere la Silicon Valley?

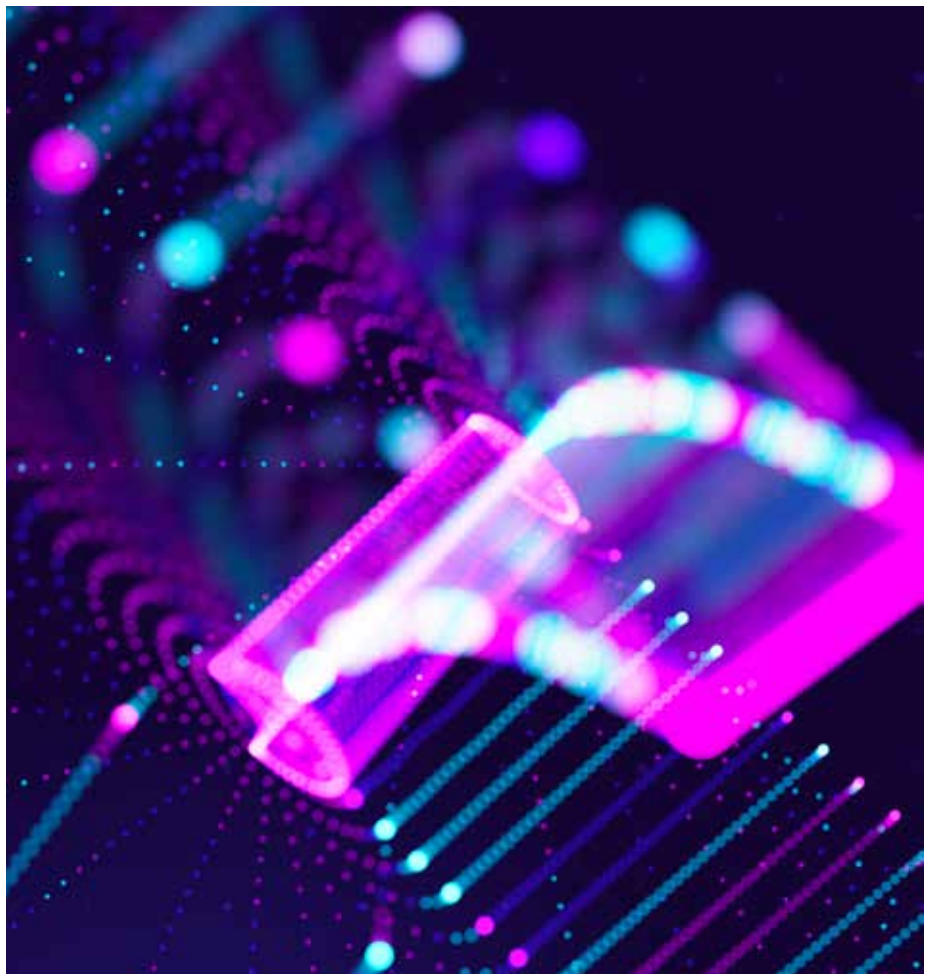
«Oggi la tecnologia e il talento sono fortemente distribuiti e ci sono ecosistemi di altissimo livello in moltissime parti del mondo. La ragione più profonda, almeno per me, è sempre stata culturale. La Silicon Valley rimane uno dei luoghi nei quali è considerato relativamente normale cercare di costruire qualcosa prima ancora che il mercato abbia deciso come chiamarlo. Esiste una particolare tolleranza verso l'esperimento, verso il rischio e anche verso il fallimento, ma soprattutto verso le idee che all'inizio possono sembrare troppo ambiziose o difficili da inquadrare».

Quindi una grande libertà intellettuale?

«Per chi, come me, si è sempre mosso tra ricerca, tecnologia e impresa, questa libertà intellettuale ha un valore enorme. Credo che la parte più interessante della Silicon Valley non sia soltanto i computer, il venture capital o le grandi aziende tecnologiche. È soprattutto l'idea, molto radicata, che il futuro non sia qualcosa che dobbiamo semplicemente aspettare, ma ciò che possiamo provare a progettare. Naturalmente non è che ogni cosa che nasce qui diventa importante e non tutto ciò che viene presentato come rivoluzionario lo è davvero. Però rimane una concentrazione straordinaria di persone che non si chiedono soltanto che cosa funzioni oggi, ma anche che cosa potrebbe esistere domani. È probabilmente questo insieme che, più di tutto, mi ha fatto restare».

Perché ha deciso di fondare Fyberloom e di che cosa si occupa?

«Fyberloom nasce da un problema che osservavo da molti anni, molto prima dell'attuale esplosione dell'intelligenza artificiale generativa. Avendo trascorso gran parte della mia vita professionale a costruire e guidare aziende tecnologiche, mi sono trovato continuamente davanti allo stesso paradosso: le organizzazioni non soffrono affatto di una mancanza di informazioni. Al contrario, ne producono una quantità enorme. Ogni giorno vengono creati documenti, email, presentazioni, messaggi, conversazioni, riunioni, database, analisi, progetti e decisioni. Una parte molto importante del valore di un'organizzazione è contenuta proprio in questa stratificazione di esperienze, relazioni e conoscenze. Il problema è che, con il passare del tempo, questa conoscenza tende inevitabilmente a frammentarsi. Quando una persona cambia ruolo, un progetto termina o qualcuno lascia l'organizzazione, una parte di quella conoscenza rischia di diventare molto difficile da recuperare. Nel corso degli anni abbiamo creato strumenti straordinari per archiviare dati e sistemi di ricerca sempre più sofisticati per ritrovare



documenti, ma non una vera memoria delle organizzazioni che permetta di ricostruire quale fosse il problema che si stava cercando di risolvere, quali persone erano coinvolte, quali alternative erano state considerate, quali informazioni erano disponibili in quel momento, che cosa era cambiato nel tempo e perché alla fine fosse stata presa una determinata decisione. Questa, per me, è la differenza tra archiviare informazione e preservare conoscenza. Da questa riflessione è nata Fyberloom e, progressivamente, ciò che abbiamo definito “intelligent knowledge mapping”. L’idea è costruire una sorta di mappa viva della conoscenza di un’organizzazione, nella quale informazioni, persone, fatti, progetti, decisioni, documenti, eventi e relazioni non rimangano elementi isolati, ma vengano collegati tra loro insieme al contesto che permette di comprenderne il significato. In questo modo la conoscenza non viene semplicemente conservata, ma può continuare a essere disponibile e utilizzabile nel tempo, sia per le persone sia, oggi sempre di più, per i sistemi di intelligenza artificiale. Per questo non considero Fyberloom semplicemente un altro chatbot o un altro motore di enterprise search».

Perché?

«Un motore di ricerca parte normalmente da una domanda e presuppone, almeno in una certa misura, che chi cerca sappia già che cosa sta cercando. Se devo ritrovare un documento, devo sapere che quel documento esiste o almeno conoscere qualcosa che mi permetta di formularne la ricerca. Noi stiamo cercando di affrontare un problema diverso, che consiste nel capire come un sistema possa osservare continuamente la conoscenza prodotta da un’organizzazione, organizzarla, collegarla, conservarne le relazioni e riuscire poi a riportare ciò che è rilevante alle persone e agli agenti artificiali nel momento in cui serve. È un passaggio dalla semplice ricerca alla “curation” della conoscenza e dall’archiviazione alla “retention”, cioè alla capacità di preservare nel tempo non soltanto il dato, ma ciò che quel dato significa nel contesto dell’organizzazione. L’arrivo dell’intelligenza artificiale generativa ha reso questo problema ancora più evidente.

Come mai?

Un agente Ai può essere estremamente sofisticato e avere capacità generali straordinarie, ma se non conosce la storia, le decisioni, le persone, i processi e il contesto specifico dell’organizzazione nella quale deve operare,

una parte significativa della sua intelligenza rimane inutilizzabile. Può essere molto intelligente in senso generale e, contemporaneamente, completamente ignorante rispetto al luogo specifico nel quale gli chiediamo di lavorare. Per questo motivo penso a Fyberloom come a un livello di memoria e conoscenza che si colloca tra i dati dell’organizzazione e le intelligenze, umane o artificiali, che devono utilizzarli. C’è poi un secondo principio che considero altrettanto importante e che riguarda il modo in cui questa intelligenza viene costruita. Non credo che per utilizzare l’intelligenza artificiale dobbiamo necessariamente spostare tutta la conoscenza delle persone e delle aziende verso grandi sistemi centralizzati. Abbiamo quindi progettato Fyberloom con un’architettura distribuita, nella quale una parte dell’intelligenza può operare direttamente dove si trovano i dati e la conoscenza».

In altre parole, invece di pensare sempre e soltanto a portare i dati verso l’intelligenza, si può anche portare l’intelligenza verso i dati?

«Sì e credo che questa distinzione diventerà sempre più importante perché permette alle aziende di affrontare in modo differente temi come la privacy, la sicurezza, il controllo delle informazioni e la sovranità del dato. In fondo, però, l’idea da cui siamo partiti rimane piuttosto semplice: un’intelligenza senza memoria può essere estremamente potente, ma è costretta continuamente a ricostruire il proprio contesto. La vera evoluzione avviene quando intelligenza, conoscenza e memoria iniziano a lavorare insieme. È questo il problema sul quale stiamo lavorando con Fyberloom ed è anche uno dei motivi per cui mi fa particolarmente piacere iniziare questa collaborazione con Fondi&Sicav. Mi piacerebbe infatti che questa rubrica non diventasse semplicemente un aggiornamento mensile sulle ultime novità dell’intelligenza artificiale, perché di notizie sull’Ai ne riceviamo già moltissime e spesso con una velocità che rende difficile capire quali siano realmente importanti. Vorrei invece provare a utilizzare ciò che vedo ogni giorno tra Silicon Valley, impresa e ricerca per fare un passo indietro e osservare ciò che sta accadendo con un po’ più di prospettiva, e tentare di distinguere le trasformazioni strutturali dal rumore del momento. Desidero capire quali conseguenze queste tecnologie potranno avere sulle persone, sulle aziende e sul modo in cui produciamo, conserviamo e utilizziamo conoscenza».

6 | Le Regole d'oro per investire nel Private Equity

di Maurice Tchenio

50 anni di esperienza, un unico metodo

1 Investire su almeno 20 anni

Il tempo massimizza l'interesse composto. Orizzonte ideale: meglio se oltre 20 anni.

2 Definire il proprio importo investibile

Mai allocare una somma di cui potreste avere bisogno prima di 10 anni.

3 Investire lo stesso importo ogni anno

Un nuovo vintage ogni anno: su 20-25 anni, le emissioni più o meno buone si compensano.

4 Selezionare solo gestori del 1° quartile

Track record di 1° quartile su 20 anni almeno, Buy-out e Growth, Europa e Stati Uniti.

5 Gestire i propri flussi di cassa

Richiami e distribuzioni sono irregolari: la visibilità sui flussi è indispensabile.

6 Scegliere un partner di fiducia

Non soltanto un distributore di prodotti finanziari, ma un "co-investitore" di lungo termine.

La soluzione di Altaroc

Un'architettura di investimento concepita per applicare questi principi sul lungo periodo.

3

Sottoscrizioni continuative per diversificare i punti di ingresso nei cicli.

4

Da 5 a 7 gestori di Buy-out e Growth selezionati ogni anno secondo criteri rigorosi.

1

Un nuovo Vintage ogni anno per costruire un'allocazione di lungo termine.

2

Con il programma Re-Up, un importo da impegnare definito sin dall'inizio e richiamato progressivamente.

5

2 capital calls all'anno, a date fisse e importi fissi.

6

Oltre 7.500 clienti si affidano alla nostra competenza, per 3 Miliardi di Euro in advisory e gestione.



Per approfondire...



Scopri tutta la nostra documentazione

altaroc.pe

Comunicazione pubblicitaria. Il Private Equity comporta un rischio di perdita del capitale e un rischio di illiquidità. Le performance passate non sono indicative delle performance future.

Il programma Re-up non costituisce né un'offerta di sottoscrizione automatica né un impegno contrattuale. La sottoscrizione annuale a un nuovo Vintage è interamente facoltativa. Si prega di leggere la documentazione relativa al fondo interessato prima di prendere qualsiasi decisione di investimento.

La caduta degli dei

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

L'aria umida del Golfo era risalita fino a Downtown, quel 16 ottobre 2001, minacciando pioggia. Attraversando Antioch Park, il pensionato Charles Prestwood si voltò a scrutare la sede dell'azienda per cui aveva lavorato fino a un anno prima. Alzò lo sguardo verso quella gigantesca struttura di vetrocemento di 50 piani per 200 metri d'altezza che ingoiava giornalmente 2.000 dipendenti: esprimeva un'idea di assoluta solidità. Eppure quella mattina la società, per la prima volta da quattro anni, aveva diffuso dei conti trimestrali in perdita: un buco di 618 milioni di dollari e 1,2 miliardi di capitale bruciato. Il presidente aveva minimizzato parlando di un "problema contabile non ricorrente", però il titolo in borsa era crollato. Prestwood guardò le nuvole addensarsi intorno al grattacielo: sarebbe arrivato presto un temporale, ma non era della pioggia che avrebbe dovuto preoccuparsi.

LA CORPORATION

Il grattacielo era la sede della Enron, allora uno dei più grandi gruppi statunitensi. Nata come impresa di estrazione, raffinazione, trasporto e distribuzione di petrolio e gas attraverso circa 37 mila miglia di gasdotti, la società a un certo punto aveva mutato pelle, trasformandosi prima nel principale trader di gas naturale e ideando, poi, il primo sito internet mondiale di commercio sulle materie prime. I suoi manager promettevano di potere scambiare finanziariamente qualsiasi cosa: dai classici contratti sull'elettricità fino alla banda larga di internet. I dirigenti, invece, e in particolare il fondatore Kenneth Lay, finanziavano generosamente le campagne elettorali dei presidenti americani (soprattutto la famiglia Bush), determinandone direttamente le politiche energetiche. Era diventata a tutti gli effetti un conglomerato, la settima corporation più grande della nazione e la



FABRIZIO PIROLLI
esperto di formazione bancaria
e assicurativa



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario

* 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.

prestigiosa rivista Fortune l'aveva incoronata "azienda più innovativa d'America" per ben sei anni consecutivi. Ancora sconvolti per l'attacco alle Torri gemelle di un mese prima, con i mercati in preda alla volatilità, gli investitori, spaventati e disorientati, cercavano disperatamente dei porti sicuri in cui rifugiarsi. Inseguivano aziende solide, realtà industriali tangibili e capaci di resistere indenni alle tempeste geopolitiche. E il colosso energetico di Houston in Texas sembrava una fortezza inscalfibile. Eppure...

IL BIAS DI FAMILIARITÀ

Era pur vero che dall'agosto dell'anno prima il titolo aveva perso due terzi del valore, scendendo da 90 a 30 dollari; ma non c'erano stati forse nel marzo 2000 la 'bolla delle dot.com' e poi gli attentati terroristici che avevano insanguinato l'America? D'altronde solo pochi giorni prima, il 26 settembre, non era stato proprio Lay, tornato ai vertici, a definire in un incontro coi dipendenti l'acquisto di azioni Enron come «un incredibile affare»? Charles pensò al suo piano pensionistico integra-

tivo aziendale, il famoso 401(k), in cui il lavoratore versava una quota dello stipendio e la società la raddoppiava, ma in azioni proprie e non negoziabili per anni. Costantemente bombardato dalla propaganda interna che descriveva la dirigenza come infallibile, al pari di migliaia di colleghi aveva scelto volontariamente di destinare la quota di sua pertinenza all'acquisto di altri titoli dell'azienda. Avesse saputo che oltre il 60% dell'intero patrimonio previdenziale dei dipendenti risultava investito in un singolo titolo azionario, Enron per l'appunto, probabilmente si sarebbe preoccupato di più. Le persone, infatti, si sentono psicologicamente protette quando scelgono di investire nell'ambiente che frequentano tutti i giorni e finiscono così per sviluppare la pericolosa illusione di avere il pieno controllo della situazione finanziaria della propria azienda. Nelle scienze comportamentali questo modo di agire è noto come bias di familiarità. Kahneman e Tversky lo avevano individuato già da metà anni '70 e, dopo gli eventi del 2001, l'economista Gur Huberman lo isolò definendolo home bias. Spesso è un errore, specialmente se non

si conoscono a fondo i conti del proprio datore di lavoro. E i numeri veri della corporation facevano paura! Negli anni, infatti, alcune delle speculazioni tentate per aumentarne il prestigio e gli utili erano andate male generando perdite ingenti. I vertici, però, si erano ben guardati dall'informarne pubblico, azionisti ed autorità.

FARI ACCESI SU HOUSTON

Per eludere i controlli ed aggirare le norme stringenti erano state costituite centinaia di consociate, molte addirittura fuori dagli Usa, ed ora i nodi stavano venendo al pettine. Subito dopo quel fatidico 16 ottobre accesero i fari su ciò che stava accadendo a Houston, sia la stampa indipendente, sia la Sec, l'ente di controllo della borsa. Quest'ultima il 22 ottobre annunciò l'apertura di un'indagine informale sulle pratiche contabili del gigante energetico. A questo punto accadde una cosa incredibile che merita un antefatto. Le imprese quotate debbono fare certificare i loro conti da una società di revisione esterna: in questo caso l'incarico era stato affidato anni prima a una delle cinque più impor-



tanti (dette “big five”): l’Arthur Andersen. Nel solo anno 2000 quest’ultima aveva ricevuto dal colosso texano ben 52 milioni di dollari. Solo 25, però, erano destinati alla pura revisione contabile, mentre gli altri 27 milioni derivavano da ricchissimi contratti di consulenza paralleli. Di fatto il controllore guadagnava di più offrendo consigli rispetto a quanto incassasse per certificare i conti! E così, dal 23 ottobre 2001, David B. Duncan (il principale esponente di Arthur Andersen che si occupava della multinazionale) ordinò al suo team una distruzione di massa di documenti cartacei e l’eliminazione di migliaia di email appellandosi a un’imprecisata “politica aziendale”. I tritacarte lavorarono ininterrottamente fino al 9 novembre, quando arrivò un mandato di comparizione formale davanti alle autorità. Gli eventi precipitarono in fretta. Il direttore finanziario venne prima sostituito e poi licenziato, le agenzie di rating declassarono Enron e quel giudizio peggiorativo fece scattare automaticamente clausole contrattuali che obbligavano la società a restituire subito i prestiti o a versare garanzie: una crisi congiunta di liquidità e di fiducia. L’8 novembre, infine, il colpo finale: l’azienda dichiarò inaffidabili i bilanci precedentemente pubblicati e certificati dai revisori. In altri termini a Houston avevano abbellito i propri conti con profitti dichiarati e mai conseguiti, che la Sec quantificò in circa 580 milioni di dollari.

THE FINAL COUNTDOWN

Non ci interessa, in questa sede, approfondire i trucchi contabili e le strategie messe in atto dal management per falsificare i bilanci e truffare, così, la collettività: sono stati descritti in numerosi libri sull’argomento, molti dei quali disponibili anche in italiano. Quello che ci preme, piuttosto, è analizzare le conseguenze di due rischi che corre chiunque effettui un investimento: il primo è la disinformazione deliberata, il secondo è l’estrema concentrazione. Immaginiamo lo stato d’animo dei dipendenti quando, nel bel mezzo della tempesta, la società comunicò un improvviso cambio del gestore esterno del fondo pensione che comportò un congelamento totale dei conti 401(k). Per almeno un mese, dall’ottobre al novembre del 2001, mentre i vertici dell’azienda, come sarebbe emerso in seguito, continuavano a vendere titoli, nessun dipendente, ex dipendente o pensionato poté toccare il suo fondo pensione per tentare di salvare il salvabile: i dipendenti

persero lo stipendio e l’assicurazione sanitaria e molti altri i risparmi di una vita. Quanto alla disinformazione deliberata, che quasi sempre integra gli estremi di un reato, le indagini successive accertarono che, mentre magnificavano risultati fenomenali costruiti a tavolino, i top manager scaricavano sull’ignaro mercato tutte le azioni che possedevano (il solo Kenneth Lay per un controvalore di 90 milioni di dollari), mettendo in salvo i risparmi personali e compromettendo definitivamente, invece, quelli dei loro dipendenti.

L’epilogo fu fulmineo: il 2 dicembre 2001, con le azioni precipitate a pochi centesimi ciascuna, Enron presentò istanza di fallimento, il famigerato Chapter 11. Le conseguenze furono fatali per molti: gli azionisti, i creditori e i dipendenti, appunto, che videro volatilizzarsi anche i loro fondi pensionistici. Ad Arthur Andersen venne revocata la licenza ad operare negli Stati Uniti, determinandone di fatto la chiusura, e i suoi professionisti più onesti migrarono nelle aziende concorrenti (da allora, divennero le “big four”). Ci furono inchieste, procedimenti giudiziari e molti soggetti vennero condannati. Ma nessuno poté mai risarcire quello che di più prezioso Prestwood e i suoi colleghi avevano perduto: la fiducia.

VENTICINQUE ANNI DOPO

A distanza di cinque lustri, questo infelice anniversario non fa che ribadire alcuni capisaldi di un corretto approccio alla gestione del proprio denaro: diversificazione, verifica autonoma da fonti affidabili delle informazioni fornite al mercato, un sano scetticismo per tutto ciò che sembra bellissimo e, invece, in molti casi, nasconde segreti inconfessabili.

Lasciamo la conclusione alle parole pronunciate da Charles Prestwood davanti alla Commissione del Senato Usa che lo interrogava: «Ho 63 anni ed ero in Hng prima che dalla fusione con InterNorth nascesse Enron. Ho lavorato duramente perché la nostra organizzazione diventasse il numero uno nel settore e ci credevo così tanto che avevo 1,3 milioni di dollari nel mio fondo pensione, i risparmi di 33 anni di duro lavoro. Credevo al management quando ci diceva che i conti erano in ordine, l’azienda era solida e le azioni sarebbero salite. Oggi tutto ciò che avevo non vale più niente. Ho perso tutto. E spero e prego che una cosa del genere non possa più succedere nel nostro Paese». C’è altro da aggiungere?

Nuove tattiche contro inflazione e volatilità

a cura di Arianna Caviglioli

Geopolitica, debito e crisi climatica non sono più rumori di fondo: ridisegnano gli equilibri globali e incidono su inflazione, mercati e portafogli d'investimento. Questo nuovo paradigma impone alla consulenza un cambio di schema: meno dipendenza dal tradizionale binomio azioni-obbligazioni, più selezione, gestione attiva e soluzioni capaci di proteggere il valore reale dei patrimoni, soprattutto della clientela private.

«Bisogna superare alcune certezze consolidate: il reddito fisso, infatti, non può più essere considerato quale componente difensiva del portafoglio, né tanto meno uno strumento sufficiente a conservare il potere d'acquisto», spiega **Luigi Capezzone**, co-chief investment officer, head of investment strategies and solutions di **Bg Fml**, asset manager del gruppo **Banca Generali**. Il portafoglio tipico delle famiglie italiane, composto per il 75% da obbligazioni e per il 25% da azioni, negli ultimi cinque anni avrebbe reso circa il 4% annualizzato, con una volatilità non trascurabile, risultato non certo positivo, se si considera il livello di inflazione cumulata.

TRE DIRETTRICI

La risposta è un'architettura basata su tre direttrici di portafoglio: attacco, difesa e preparazione all'attacco. Il modello guarda ai grandi patrimoni internazionali, con il 60% delle risorse orientato alla crescita e il 40% alla protezione; nella quota difensiva, solo il 15% è investito in bond, mentre il resto va a strategie alternative. «Non si tratta di aumentare l'esposizione al rischio, bensì di diversificare le fonti di rendimento reale a lungo termine e di affidare la stabilizzazione del portafoglio a un ventaglio di strumenti in grado di reagire in modo differente a eventuali shock», prosegue Capezzone.

Capezzone inquadra così l'espansione di Lux Im, la Sicav di Bg Fml che seleziona le strategie distintive sui grandi trend di trasformazione dell'economia e dei mercati.

In Lux Im entreranno nove flagship fund affidati a primarie case globali di asset management. Cinque sono comparti azionari, tra cui una strategia value e una sulle commodity: rappresentano la componente di "attacco" e, nel caso dei due fondi con meccanismo step-in, di "preparazione all'attacco", accompagnano gradualmente il cliente verso una maggiore esposizione azionaria.

«L'azionario rappresenta la componente d'attacco del portafoglio, grazie alla sua capacità di generare valore nel lungo periodo e battere l'inflazione. In uno scenario segnato da valutazioni elevate e tensioni geopolitiche, le soluzioni a ingresso graduale, come gli step-in, continuano a rappresentare un'ottima scelta per cogliere il potenziale rialzista dei mercati, attenuando al tempo stesso l'impatto delle fasi di volatilità», sottolinea Capezzone.

Sul fronte difensivo, la protezione va misurata non solo in termini nominali, ma anche in base alla capacità di «preservare nel tempo il patrimonio reale, generando rendimento e decorrendosi dall'andamento dei mercati», osserva Capezzone. Per questo motivo Banca Generali introduce in Lux Im quattro nuove strategie alternative. Nelle componenti di difesa e di "preparazione all'attacco" rientrano anche due recenti fondi a scadenza: Target Date 2033 e Global Equity Upside 4.

MEGLIO DEL BTP

Il primo, realizzato con Generali Investments, è un fondo target date che punta a offrire un rendimento annuo superiore a quello del Btp di pari scadenza. «La domanda



LUIGI CAPEZZONE
co-chief investment officer,
head of investment strategies
and solutions di Bg Fml,
asset manager del gruppo
Banca Generali

di prodotti con flussi cedolari resta vivace tra la clientela italiana: un obiettivo di rendimento interessante, con l'elemento distintivo della protezione del capitale a scadenza e della fiscalità agevolata al 12,5%», spiega Capezzone.

Lux Im Global Equity Upside 4, consente di partecipare ai mercati azionari con una maggiore protezione del capitale iniziale. A scadenza punta a restituire come minimo il capitale investito rivalutato per l'inflazione. «Con questa novità aggiungiamo un'ulteriore protezione del valore reale del patrimonio, particolarmente utile in una fase in cui l'inflazione è tornata a farsi sentire, anche per effetto delle tensioni geopolitiche. Gli investitori avranno la possibilità di beneficiare non solo dell'upside azionario, ma anche dell'inflazione cumulata», aggiunge il manager di Bg Fml.

Aml, la nuova architettura europea entra nel vivo

di Loris Cottoni, associate di Advant Nctm



Il nuovo modello europeo segna (...) un'evoluzione della compliance Aml verso un presidio sempre più integrato nel governo dell'intermediario



La disciplina europea in materia di antiriciclaggio si appresta a entrare in una nuova fase. Il cambiamento non riguarda soltanto l'introduzione di nuovi obblighi, ma investe l'intera architettura del sistema: dalle modalità di supervisione alla costruzione delle regole, fino al rapporto tra livello europeo e ordinamenti nazionali.

ISTITUZIONE DELL'AMLA

Il principale elemento di discontinuità è rappresentato dall'istituzione dell'Authority for Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism (Amla), destinata a diventare il centro di gravità del nuovo modello europeo. L'Autorità è operativa dal 1° luglio 2025 e sta progressivamente costruendo la propria struttura e il proprio apparato regolamentare ed esercitando già importanti funzioni di coordinamento e di convergenza delle prassi di vigilanza nazionali. L'obiettivo è superare la frammentazione che ha caratterizzato, almeno in parte, il precedente assetto europeo e favorire un'applicazione più omogenea delle regole Aml. Il modello, tuttavia, non è quello di una completa centralizzazione della vigi-

lanza: autorità europee e autorità nazionali continueranno a operare all'interno di un sistema integrato, con una distribuzione delle competenze destinata a tenere conto anche della natura e del profilo di rischio degli intermediari.

IL NUOVO FRAMEWORK

La trasformazione interessa anche la fonte delle regole. Il nuovo framework europeo presenta infatti una struttura articolata su più livelli, nella quale il regolamento Ue assume un ruolo centrale per la disciplina degli obblighi sostanziali dei soggetti destinatari, mentre la direttiva continua a svolgere una funzione rilevante soprattutto per gli aspetti istituzionali e organizzativi che richiedono un intervento degli stati membri.

A questo primo livello si affianca una crescente produzione di norme tecniche e strumenti di convergenza elaborati nell'ambito del nuovo sistema: Regulatory technical standards, Implementing technical standards, linee guida e altri atti destinati a specificare, chiarire e rendere operativi i principi contenuti nella legislazione primaria. È una caratteristica strutturale del nuovo modello: il quadro Aml europeo non si esaurisce più nella lettura del testo legislativo principale, ma si completa progressivamente attraverso una pluralità di fonti e strumenti applicativi.

Nel 2026 Amla è impegnata nella predisposizione e consultazione di numerosi standard tecnici, destinati a incidere su aspetti operativi rilevanti per gli intermediari. L'armonizzazione europea non significa, tuttavia, cancellazione delle specificità nazionali. Rimane infatti uno spazio di in-

tervento degli stati membri in relazione a specifiche esigenze derivanti dal contesto nazionale e dalle valutazioni di rischio. Anche il nuovo sistema, quindi, richiederà agli operatori di mantenere una visione a due livelli: europea, per il quadro comune di riferimento, e nazionale, per le disposizioni che continueranno a completarlo.

Il calendario di applicazione rende evidente la natura progressiva della transizione. Amla è già nella fase operativa, mentre il nuovo regolamento europeo in materia di prevenzione del riciclaggio sarà applicabile, in via generale, dal 10 luglio 2027.

CONFORMITÀ AL FRAMEWORK

Gli adeguamenti necessari per conformarsi al mutato framework potranno interessare governance, processi, responsabilità, sistemi informativi, qualità e disponibilità dei dati, controlli di secondo livello e modalità di interazione tra le diverse funzioni aziendali.

In tal senso, la preparazione dovrebbe

quindi iniziare ben prima delle date di applicazione delle singole disposizioni. Mappare gli impatti, individuare i gap rispetto all'attuale assetto, comprendere l'evoluzione degli standard tecnici e pianificare gli interventi organizzativi e tecnologici sono attività che richiedono tempi difficilmente comprimibili.

Il nuovo modello europeo segna, in definitiva, un'evoluzione della compliance Aml verso un presidio sempre più integrato nel governo dell'intermediario. L'armonizzazione delle regole e la progressiva convergenza della vigilanza ridurranno gli spazi per approcci meramente formali, mentre la qualità dei processi e la capacità di dimostrare l'effettività dei controlli assumeranno un peso crescente.

Il 10 luglio 2027 sarà dunque una scadenza importante, ma non il momento in cui iniziare il percorso. Per gli intermediari, la vera sfida è già cominciata: trasformare per tempo il nuovo quadro europeo in un modello operativo solido e coerente.



Eleventy, un lusso che sussurra

a cura di Pinuccia Parini

Eleventy è un brand che racconta dell'artigianalità italiana nel campo della moda e che in meno di due decenni è riuscito a farsi conoscere a livello internazionale. Propone un abbigliamento di lusso discreto che fa della qualità dei tessuti e della manifattura una sua forza, sulla base di un'eleganza che, **Marco Baldassari**, co-fondatore e direttore creativo dell'azienda, definisce «smart luxury».

Come si diventa un'eccellenza nel campo della moda?

«Non so se esiste una ricetta, ma posso parlare di ciò che ha permesso alla nostra azienda di affermarsi come brand di lusso. Sono tre i fattori che sono stati e sono tuttora discriminanti nel nostro percorso imprenditoriale: la passione, l'attenzione alla qualità e la manifattura di un prodotto che è realizzato interamente in Italia. Quest'ultimo è per noi un asset primario perché include una manodopera di altissimo livello artigianale con tessuti di qualità molto elevata. La manualità, il tocco con cui la manifattura italiana realizza i capi, il punto a mano della nostra sartoria sono irriproducibili. C'è un "premio" che deve essere riconosciuto all'abbigliamento di alta gamma italiano e non è un caso che le più importanti maison vengano a produrre nel Bel Paese senza badare a spese. Tutto ciò prende forma nelle nostre proposte d'abbigliamento grazie a una passione smisurata che ci spinge costantemente a migliorarci: ci mettiamo in gioco ogni giorno come se fosse il primo».

Come si controlla la filiera di un prodotto?

«Nell'ultimo anno e mezzo, insieme ai nostri consulenti, abbiamo messo in atto alcune procedure per avere un controllo maggiore e analitico della filiera per tracciare non solo i fornitori, ma anche i sub-fornitori. Riteniamo che siano pratiche doverose, ma sono anche contestualmente onerose, perché richiedono continui controlli e certificazioni dei partner con cui si interagisce. Per noi, che trattiamo una gamma di prodotti che rientrano nella definizione generale di "life style", è un impegno economico molto importante, cui non ci sottraiamo, perché operiamo in modo responsabile. Inoltre, tutti i nostri capi sono dotati di un Qr code che permette di ricostruire tutta la catena di approvvigionamento».

Quindi si può affermare che l'eccellenza non sia disgiunta dalla passione, ma anche da un forte senso di responsabilità?

«Svolgere questa attività imprenditoriale significa, per noi, avere responsabilità nei confronti del consumatore finale, offrendogli un prodotto di qualità elevata al migliore prezzo possibile. Da quando è stata fondata l'azienda, abbiamo sempre prodotto in Italia, senza prendere scorciatoie per aumentare i margini, magari ingaggiando manodopera con costi inferiori. Vogliamo difendere il nostro territorio e dare così anche un contributo al tessuto imprenditoriale italiano. Il nostro senso di responsabilità ci impone



MARCO BALDASSARI
co-fondatore
e direttore creativo
Eleventy

una disciplina nei confronti di tutti coloro che hanno creduto in noi, dai dipendenti alle loro famiglie sino alle controparti con cui lavoriamo, ed è per queste ragioni che riteniamo inderogabile mantenere fede agli impegni presi. Fino a quando avrò l'opportunità di rimanere in azienda, di cui sono stato co-fondatore nel 2007, farò in modo che questo modo di pensare continui. È ciò che ci ha permesso di fare impresa nei momenti di difficoltà, anche quando abbiamo dovuto aprire il capitale della società a terzi per continuare il nostro percorso di crescita».

La moda di alta gamma sta attraversando un momento molto delicato. Cosa sta succedendo?

«Non ritengo sia una crisi del lusso in sé, visto che altri ambiti quali la ristorazione e l'hotellerie stanno conoscendo una fase molto positiva. Penso si possano addurre due motivazioni. Per quanto riguarda la prima, rilevo un appiattimento sui prodotti che ha come ricaduta una diminuzione del desiderio del consumatore. Forse è venuta a mancare un po' di ricerca e innovazione, perdendo di vista ciò che, a mio parere, dovrebbe trainare l'industria della moda: risvegliare i sensi. In secondo luogo, ci sono stati anche alcuni aumenti su prodotti "carry over" (continuativi) che, a detta del consumatore, sono stati ingiustificati».

Forse perché il consumatore preferisce vivere delle esperienze?

«Potrebbe essere che il retail non si sia aggiornato a tal punto da offrire qualcosa che faccia sentire unico il cliente. Il segmento cui l'industria del lusso si rivolge è fatto da acquirenti che possono, per la maggior parte, permettersi ciò che vogliono. Diventa quindi necessario aggiungere valore all'oggetto. Nei nostri punti vendita, al prodotto affianchiamo un'esperienza che è memorabile: dall'accoglienza all'ospitalità sino ad arrivare a organizzare eventi post vendita. Vogliamo, in altre parole, che il cliente si senta accolto all'interno di una "community" con la quale si condividono interessi e momenti culturali. È questa la direzione che il retail moderno di lusso dovrebbe seguire: offrire un servizio che regali delle esperienze e fa sentire le persone speciali. Il "customer journey" è sempre più importante perché serve a costruire relazioni che si cementano nel tempo e che si basano sulla fiducia».

Perché definite Eleventy come un brand dello "smart luxury"?

«Il nostro marchio si è collocato nel mondo del lusso attraverso un percorso che definirei un'esperienza meravigliosa. Non siamo noi a decidere a quale segmento di mercato appartenere, sono i nostri clienti cosiddetti "loyal" (consumatori che acquistano abitualmente da noi) che ci identificano in un determinato modo. Al loro interno rientrano famiglie reali, imprenditori, professionisti, persone molto benestanti che hanno considerato Eleventy parte del loro mondo. È un lusso "smart" perché, come menzionavo in precedenza, offriamo alta qualità a un prezzo ottimale, offrendo capi freschi e contemporanei. Il nostro obiettivo è fare sempre meglio a un prezzo che è equipollente al valore intrinseco qualitativo del bene. Non siamo prestigiatori, non facciamo miracoli, ma abbiamo il tempo a disposizione per raggiungere gli obiettivi che ci prefiggiamo, nell'interesse dei nostri shareholder e stakeholder. Abbiamo fatto una scelta strategica: abbiamo deciso di investire sul prodotto per raggiungere un rapporto qualità prezzo che sia inarrivabile, piuttosto che affrontare campagne commerciali dispendiose ingaggiando testimonial famosi. Possiamo fare tutto ciò perché siamo una società privata, con una struttura manageriale molto snella».

Voi sostenete che "stile ed eleganza non si vedono, si percepiscono, e il lusso non si urla, ma si nota". È un concetto che definisce anche la tipologia di cliente cui vi rivolgete?

«Il nostro cliente tipo cerca la qualità e non ha bisogno di essere rassicurato da un logo o da conferme di terzi. Il nostro impegno è di renderlo la migliore versione di sé stesso e, per questa ragione, puntiamo a creare degli outfit che rispecchino la personalità di chi si ha di fronte, proponendo anche di occuparci del "total look", non per un mero discorso economico, ma per riuscire a contestualizzare situazioni e ruoli. Il nostro non è un lusso "gridato": siamo propulsori del "quiet luxury" dal 2007, ossia da quando siamo nati, e non abbiamo mai cambiato direzione. Non abbiamo mai seguito il trend di stagione, dando così un'immagine coerente e costante del nostro brand. Ciò non significa che siamo stati fermi, ma abbiamo continuato a innovare secondo i nostri valori. Negli ultimi anni il segmento di mercato in cui Eleventy si colloca è diventato super-affollato perché il "quite luxury" è diventato una tendenza. Ma poiché non rinneghiamo il nostro Dna e vogliamo rimanere sempre speciali, abbiamo spostato la direzione cromatica su colori più sofisticati, difficili, dove la materia prima è fondamentale. Ed è in questo modo che facciamo la differenza».



**ALLIANZ
ACTIVE
ETF**

Play it like Sinner.

La passione trasforma la preparazione in successo. È ciò che spinge Jannik Sinner a migliorarsi costantemente, punto dopo punto. La stessa passione anima il nostro approccio alla gestione attiva. Gli Allianz Active ETF mettono in campo decenni di esperienza negli investimenti attivi. Guidati da un processo disciplinato e da una visione strategica, affrontiamo ogni decisione di investimento con focus e convinzione.

Get Active con gli ETF a gestione attiva di Allianz Global Investors.

Comunicazione di marketing. L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito.
#5700944

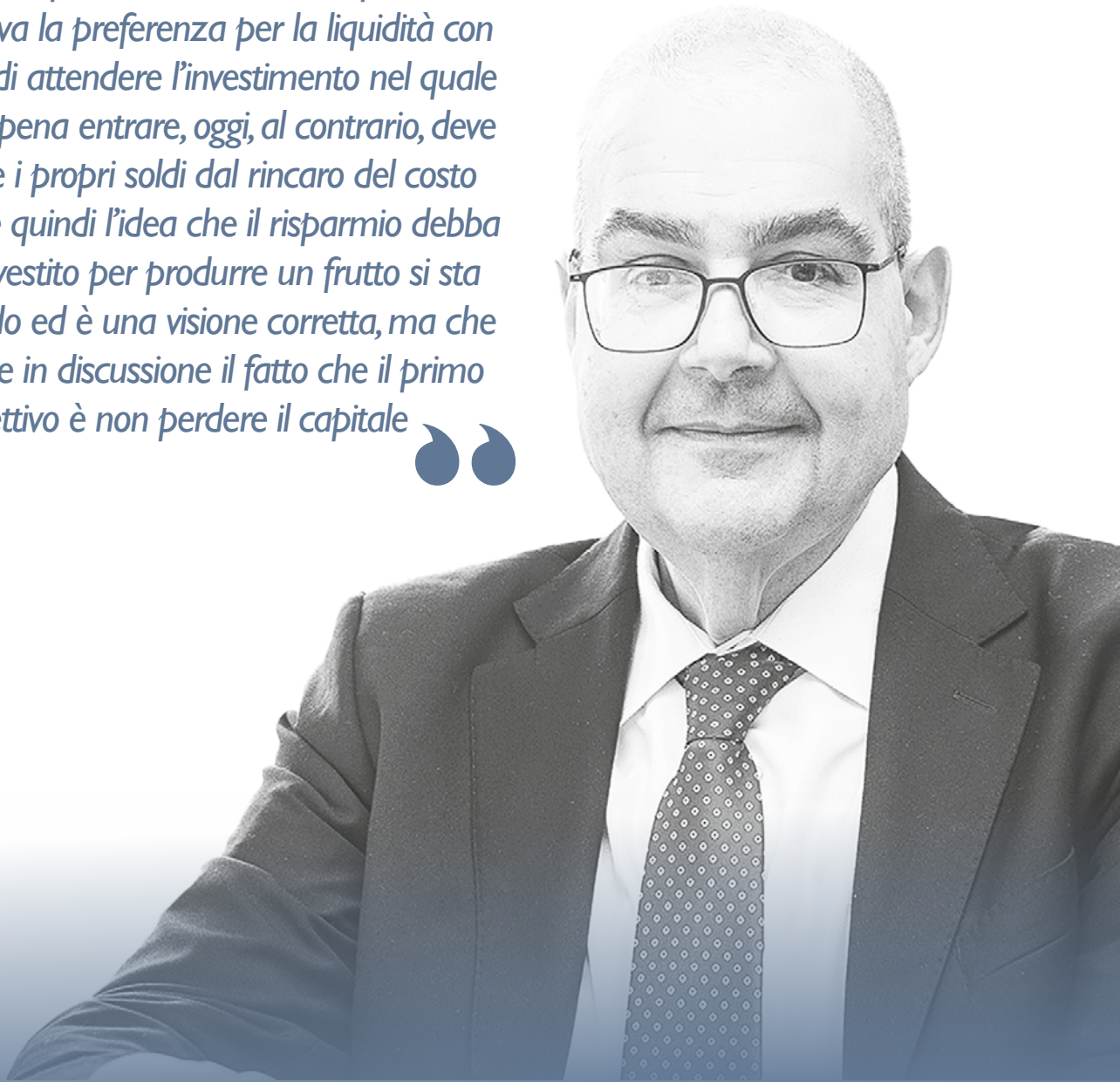
IT.ALLIANZGI.COM/AETF

CONSULENTI & RETI

“

Mentre il risparmiatore italiano in passato manifestava la preferenza per la liquidità con l'obiettivo di attendere l'investimento nel quale valesse la pena entrare, oggi, al contrario, deve difendere i propri soldi dal rincaro del costo della vita e quindi l'idea che il risparmio debba essere investito per produrre un frutto si sta diffondendo ed è una visione corretta, ma che non mette in discussione il fatto che il primo obiettivo è non perdere il capitale

”



GIUSEPPE RUSSO

direttore
Centro Einaudi

Risparmiatore prudente, ma anche aggressivo

a cura di **Alessandro Secciani**

Per chi si occupa di economia e di risparmio, l'uscita ogni anno dell'"Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani" a cura del Centro Einaudi di Torino è un avvenimento molto atteso: vengono monitorati, infatti, ogni 12 mesi i cambiamenti di una categoria, i risparmiatori, che nel nostro Paese ha sempre avuto una grande importanza.

Ed è stato così anche quest'anno: è stata accolta con molto interesse la presentazione dello studio 2026, intitolato "Le tre dimensioni del risparmio: tecnologia, consapevolezza e disciplina", realizzato su un campione di 1.800 persone. Fondi&Sicav ha incontrato l'economista **Giuseppe Russo**, che dal 2014 è direttore del **Centro Einaudi** e realizza, con l'aiuto di alcuni collaboratori, l'Indagine annuale. Nel corso di questa intervista l'attenzione è stata rivolta ai comportamenti più tradizionali dei piccoli investitori, mentre nel prossimo numero di Fondi&Sicav verrà approfondito, sempre con Russo, il tema del rapporto con la tecnologia, una vera e propria novità per molti risparmiatori italiani.

Quali sono gli obiettivi principali di un risparmiatore medio?

«La percentuale di coloro che dicono che il principale obiettivo è la sicurezza è il 49%

ed è maggioritaria rispetto a coloro che indicano la liquidità, il rendimento o la crescita. Però il rendimento e la crescita, quindi la cedola e la rivalutazione del capitale, stanno diventando anch'essi sempre più importanti, perché il risparmio ha un numero di prodotti molto più alto rispetto al passato, quando l'obiettivo principale era costituire il salvadanaio con cui poi si comprava la casa, che era l'oggetto del desiderio. Oggi si sono affiancate altre motivazioni, come integrare il reddito nella vecchiaia, migliorare la propria salute, fare qualche cosa per i propri figli, anche prima di lasciare un'eredità: provvedere a una loro istruzione migliore o sostenere l'avvio di un'attività sono solo alcune delle possibilità. Queste nuove necessità fanno sì che al risparmio si chieda di essere impiegato in modo ragionevolmente prudente, ma che la promessa di rendimento sia comunque concreta. Diciamo che è aumentata un po' l'aggressività del risparmiatore, ma sempre tenendo i piedi su un terreno ben conosciuto, dove non ci sia il pericolo di scivolare».

Quanto è ancora importante il risparmio per gli italiani?

«In Italia, si attribuisce al risparmio tuttora un'importanza fondamentale, tanto che alla domanda se il risparmio è indispensabile o

importante, coloro che rispondono che è molto importante, o addirittura indispensabile, sono la larghissima maggioranza. Poi non tutti ci riescono: solo il 56% mette da parte qualcosa, ma pressoché tutti lo vorrebbero. Il non risparmiatore intenzionale, che intende spendere tutto, sostanzialmente è una pecora nera, che non esiste nel panorama italiano. Quindi, il risparmio è ambito, anche se questa ambizione deve trovare le condizioni giuste: l'inflazione per 10 anni è stata molto bassa, il 2%, a volte persino sotto l'1%, e chi voleva risparmiare era spesso in attesa di trovare delle forme di impiego attraenti. Per intenderci, si preferiva sopportare il costo della liquidità, piuttosto che l'incertezza del rendimento, che era comunque basso. Adesso che da anni l'inflazione ha rialzato la testa e le banche centrali stentano a riportarla sotto controllo, emerge la necessità di avere un rendimento valido, sempre subordinatamente alla sicurezza. Quindi, mentre il risparmiatore italiano in passato manifestava la preferenza per la liquidità con l'obiettivo di attendere l'investimento nel quale valesse la pena entrare, oggi deve difendere i propri soldi dal rincaro del costo della vita. Quindi l'idea che il risparmio debba essere investito per produrre un frutto si sta diffondendo. Ed è una visione corretta, ma che non mette in discussione il fatto che il primo obiettivo è non perdere il capitale».

Sembra che ci sia un ritorno di interesse per il mercato obbligazionario.

«È esatto. Se si guardano le statistiche, negli ultimi anni i rendimenti crescenti hanno fatto tornare l'appetito verso le obbligazioni: attualmente il 23,5% del nostro campione può essere definito un obbligazionista, mentre il 26,6% ha una presenza di obbligazioni in un portafoglio diversificato; la ratio di soddisfazione, soddisfatti/insoddisfatti, è 4,9. Inoltre, in questo contesto i piani di accumulo (Pac) stanno ottenendo un successo crescente, perché permettono di diversificare il rischio collegato al momento di ingresso. Non a caso quest'anno abbiamo messo in rilievo nel titolo della nostra indagine che elementi fondamentali nel comportamento dei risparmiatori annuale sono la consapevolezza, che indica la conoscenza dei propri bisogni, e la disciplina. Quest'ultimo termine si riferisce proprio al fatto che il risparmiatore non è più attratto dall'opportunità di rendimento occasionale (l'effetto lotteria), ma si è convinto che ciò che paga è il metodo. Quindi occorre non tanto comprare qualcosa nel



momento migliore, ma acquistare magari un fondo di investimento su un indice azionario versando 100 euro al mese e riducendo il rischio di ingresso. Ciò cui il risparmiatore punta non è fare il migliore affare della vita entrando nel momento migliore, ma acquistare progressivamente per riscuotere il rendimento con la crescita del capitale nel lungo termine. Solo sul lungo periodo si manifesteranno i bisogni nuovi di cui si comincia ad avere contezza: pensioni insufficienti, longevità, il bisogno di sostenere i figli».

Un elemento che colpisce, però, è che in questo quadro ad acquistare direttamente azioni è il 7% del campione. Nonostante tutto ciò che si è detto sul mercato azionario, sui grandi vantaggi che questa asset class comporta, si resta ancora su numeri modesti.

«Sono pochissimi, perché chi compra le azioni lo fa solo se ha la consapevolezza di avere un'esperienza e una competenza, quindi non si entra in questi mercati senza una formazione. Comunque, va tenuto conto che stiamo parlando di percentuali vicine a quelle di coloro che, o hanno fatto studi coerenti con l'investimento azionario, o hanno nella vita in qualche modo toccato l'economia e di conseguenza hanno acquisito una formazione sui libri o sul campo. Perciò chi compra le azioni non è uno speculatore, ma è un investitore avveduto. Ma, poiché una formazione specifica e un'esperienza sul campo non la possono avere tutti, alla fine questo nucleo rimane basso».

Però cresce il desiderio di avere le azioni attraverso i fondi.

«I fondi e gli Etf permettono di acquistare a un costo accettabile la diversificazione, che è la migliore tutela di cui si può disporre, la migliore assicurazione che si ha contro i rischi idiosincratici, cioè quelli correlati a un'azione unica. Se compro una singola azione, ho il rischio delle variazioni concentrato in un solo titolo rispetto all'indice. Se compro l'indice, questo rischio scompare. Quindi comprare fondi significa rivolgersi a chi vende la diversificazione. Si tratta di prodotti finanziari di due tipi: quelli attivi e quelli passivi. Gli attivi hanno costi commissionali maggiori, mentre quelli passivi hanno fee molto convenienti e si vede che, se ne comprendiamo il profilo di rischio, hanno anche un livello patrimoniale diverso. Certo, le azioni alla fine possono produrre rendimenti negativi: non c'è nessun portafoglio interamente azionario che su qualunque intervallo di tempo mostri sempre rendimenti positivi. Ma se si riesce a diversificare anche l'intervallo di tempo con un Pac, ecco che ritorna un rendimento azionario che supera costantemente quello delle obbligazioni. E questa ulteriore diversificazione si ottiene non scegliendo il momento di investimento, ma diluendolo, azione che è possibile attraverso i piani di accumulo che i risparmiatori stanno sottoscrivendo».

Però la quota di liquidità nei portafogli finanziari è ancora molto alta.

«Ha raggiunto il 60% dei patrimoni finanziari della ricchezza finanziaria durante il Covid, ma oggi è scesa al 50%. Nel 2006, prima della crisi del 2007, era del 30% ed era già un valore alto rispetto a una liquidità da detenere per scopi precauzionali. Si tratta di un fenomeno che è ancora in atto».

Ci sono alcune cose nella vostra indagine annuale che appaiono sorprendenti. Una di queste è che gli Etf in 10-12 anni sono passati dal 3% al 3,5% di presenza nei portafogli, cioè praticamente una crescita nulla. E francamente questa scelta appare molto irrazionale, vista la diversità dei costi.

«È vero. Secondo me gli Etf sono uno strumento che dovrebbe servire anche a fare convergere le commissioni delle gestioni attive verso livelli più bassi. Sono un'asset class molto interessante, dal punto di vista della completezza del mercato. Quindi l'Etf è una buona scelta per i bassi costi di en-

trata e di gestione, ma anche per un altro motivo: sono semplicissimi da acquistare e non ci sono i limiti minimi o le commissioni di sottoscrizione particolare, sono quotati sulle principali borse e il lotto minimo è piccolissimo».

Allora, l'Etf non è stato capito dalla massa dei risparmiatori.

«L'Etf è stato capito dai risparmiatori che hanno un'istruzione finanziaria e che conoscono le caratteristiche degli strumenti. Noi riscontriamo frequentemente che il maggiore interesse per tutti è capire il rischio e il rendimento del singolo strumento. Per intenderci, la differenza tra obbligazioni e azioni viene conosciuta più frequentemente. Le caratteristiche tra un'azione, un Etf e un fondo sono conosciute se all'interno dei fondi si articolano diversi meccanismi che permettono gli switch, quelli attivi e quelli passivi. Conoscere le caratteristiche e la proposta di rischio e rendimento dei diversi strumenti è ancora una lacuna del risparmiatore italiano. Fin lì non ci arriva, perché ha ancora poca esperienza di strumenti più complessi del deposito e delle obbligazioni».

Comunque, nonostante tutto ciò, nel vostro rapporto è chiaro che cresce il livello di soddisfazione nei confronti delle scelte che sono state fatte o consigliate e nei confronti dei fondi più in generale.

«Questo aspetto costituisce una grossa differenza rispetto al passato, quando l'indice di soddisfazione oscillava insieme ai rendimenti di mercato: di conseguenza negli anni buoni, la soddisfazione era alta, negli anni meno buoni scendeva e a volte si registrava un numero maggiore di riscatti rispetto alle sottoscrizioni. Questo comportamento dimostrava che in origine gli italiani usavano i fondi come fossero stati una singola azione, magari un po' meno temeraria, adatta a coloro che non volevano rischiare l'intero capitale su un solo titolo. Certo, una parte della crescita della soddisfazione è dovuta al fatto che abbiamo una striscia di quattro anni di performance positive medie e quando l'andamento dei mercati è favorevole alla fine è più facile accordare e dare un giudizio positivo. Ma mi si lasci dire che io ho anche la speranza che non si comprino i fondi solo per la presenza delle azioni, ma anche per diversificare il portafoglio e fare gestire i propri soldi a esperti anziché in proprio. Sono queste le motivazioni corrette per le quali i fondi andrebbero comprati».

Anasf-Anthropic: uno a uno

di Alessandro Secciani

Costruito da Anthropic, nasce “Claude for financial advisors”, che non fornisce consigli d’investimento, ma promette di restituire le ore che un consulente spende a preparare, riconciliare e verbalizzare.

Che cosa fa davvero, che cosa non è ancora collegabile dall’Italia e in quale punto si ferma la delega.

Ma nello stesso tempo è in dirittura d’arrivo Rosebud, l’Ai di Anasf, che svolge circa gli stessi compiti del prodotto Usa, ma è pensato su misura per i professionisti italiani

Michael Kitces, pianificatore finanziario, commentatore, oratore, blogger ed educatore americano, afferma: «Uno studio di consulenza passa in riunione con i clienti circa un sesto del proprio tempo». Il resto se ne va nel lavoro intorno alle riunioni: ricomporre informazioni sparse su tre sistemi per prepararsi, pianificare e poi verbalizzare ciò che si è detto. È su quei cinque sesti che punta “Claude for Financial Advisors”, presentato il 14 settembre al Future Proof Festival, la principale vetrina americana del settore. Non è un modello nuovo, né un robo-advisor. È costituito da due soli elementi: i connettori, che aprono a Claude i sistemi dove sono concentrati i dati del cliente e le skill, cioè le procedure già scritte per compiti ricorrenti.

PRIMA DELL’INCONTRO

Le procedure indicano in modo chiaro e preciso qual è il target di riferimento, ossia il pubblico ideale o i potenziali clienti del prodotto. La preparazione pre-incontro raccoglie posizioni, movimenti recenti e questioni rimaste aperte nell’ultimo confronto,

una trascrizione in sintesi per il cliente, una bozza di email di riepilogo e le attività da caricare sul gestionale in un passaggio solo. La revisione del ribilanciamento segnala scostamenti dall'allocazione obiettivo e le posizioni concentrate e prepara la prima stesura della spiegazione che l'advisor scriverebbe da zero.

Un controllo successorio confronta l'assetto patrimoniale con l'intestazione effettiva dei conti e i beneficiari designati, andando a rileggere anche le dichiarazioni fiscali dell'anno prima, così che le incongruenze emergano prima che sia il cliente a scoprirle. Una scheda di primo colloquio organizza ciò che un potenziale cliente racconta in sintesi, gli appunti per l'analista e il promemoria di quanto è stato promesso. Inoltre, una procedura di inserimento collega gli strumenti dello studio a un nuovo collaboratore e gli prepara il primo incontro, con l'idea che sia già operativo dal primo giorno.

LA RISPOSTA ITALIANA

Ma anche Anasf sta lavorando da tempo a un prodotto molto simile, cui è stato dato il nome di Rosebud: «Rose è stata pensata cercando di capire come un consulente finanziario utilizza concretamente lo strumento Ai», spiega **Luigi Conte**, presidente **Anasf**. «Quali domande pone, come le formula, che cosa realmente ha bisogno di sapere e come rispondere anche a interrogativi impliciti o latenti che si celano dietro alla formulazione finale. Poi, naturalmente,

Perché Rosebud? Risponde Orson Welles

Infine, una curiosità, ma nella realtà qualcosa di molto più profondo di una curiosità. Come mai Anasf ha scelto il nome di Rosebud, che appare nell'ultima scena di "Quarto potere" ("Citizen Kane", per i più raffinati) di Orson Welles? «Il nome nasce da una riflessione che avevamo condiviso anche a Consulenta. Quando si parla di intelligenza artificiale, prevale spesso la rappresentazione di una tecnologia destinata, prima o poi, a entrare in conflitto con l'uomo: una sorta di scenario alla Skynet», spiega Conte. «Operiamo nella finanza e negli investimenti, ma dietro ogni investimento vi sono quasi sempre questioni profondamente umane. È proprio da questa consapevolezza che nasce il nome Rosebud. Nel film di Orson Welles, Charles Foster Kane è un uomo che, attraverso i giornali, costruisce un enorme potere economico e politico. Eppure, al termine della sua vita, l'ultima parola che pronuncia è "Rosebud", legata al ricordo della propria infanzia. Dietro il potere e la ricchezza accumulati riaffiora qualcosa di intimo, semplice e profondamente umano. Rose si chiama così per ricordarci che possiamo progettare strumenti molto sofisticati, ma il punto di partenza e di arrivo deve rimanere sempre lo stesso: la persona e la sua umanità».

c'è tutto il lavoro sulle fonti e sulla costruzione delle risposte, ma l'obiettivo è conoscere meglio i bisogni dei colleghi e delle colleghe per offrire il migliore servizio alla categoria. Rose non è stata concepita come una "super-segretaria", ma opererà nell'ambito delle competenze e dei servizi dell'Associazione e sarà collegata direttamente alle strutture competenti di Anasf. Offre una prima lettura del problema, indica i riferimenti utili e quando il caso richiede un approfondimento. Oppure, se la domanda non contiene tutti gli elementi necessari, indirizza il collega verso i professionisti dell'Associazione esperti della materia, facilitando la definizione del piano d'azione più adeguato.

Talvolta la difficoltà non è soltanto tecnica, ma riguarda anche il tempo necessario per comprendere il problema, individuare il referente corretto e conoscere gli strumenti disponibili. Con Rose intendiamo offrire immediatamente un primo orientamento e rendere più semplice capire a chi rivolgersi e quali strumenti si hanno a disposizione».

PARLA CLAUDE

Per quanto riguarda le procedure viste da parte di Anthropic, lo stesso Claude, interrogato in proposito sostiene: «Sono pubblicate su un archivio aperto e sono modificabili: uno studio può adottarle così come sono oppure riscriverle secondo il proprio



modello di servizio e il proprio stile di comunicazione. Chi ha già una licenza aziendale installa il pacchetto e sceglie durante la configurazione quali strumenti collegare. Anthropic raccomanda il piano più alto ai soggetti vigilati per una ragione precisa: i registri di audit, che servono a documentare che cosa è stato fatto e quando».

Non molto diversa l'impostazione dell'Anasf: «Abbiamo deciso di sviluppare un'intelligenza artificiale proprietaria perché Anasf dispone di un patrimonio di conoscenze, informazioni e servizi esclusivi, riservati agli associati: dalla tutela della categoria alle convenzioni. Un modello generalista non possiede questi contenuti ed è corretto che sia così per ragioni di riservatezza, affidabilità e responsabilità. Rose nasce, quindi, per aiutare i consulenti finanziari a conoscere meglio la propria professione, i propri diritti e i propri doveri. Parliamo di norme e regolamentazione, rapporti con la mandante, indennità, adempimenti, formazione, previdenza e assistenza in caso di contestazioni: situazioni concrete che ogni collega può trovarsi ad affrontare. Con Rose, l'Associazione vuole rendere il proprio patrimonio di competenze ancora più accessibile».

NESSUNA RACCOMANDAZIONE

Su un punto, sia Anthropic, sia Anasf sono categorici. «Raccomandazioni d'investimento, comunicazioni al cliente e valutazioni di conformità restano soggette a revisione e approvazione umana», ha affermato la società americana nel corso della presentazione. Il software si limita a preparare tutto il lavoro di base, ma è il consulente a decidere la strategia e a firmare assumendosi le responsabilità. C'è anche una skill dedicata alla conformità, che passa al setaccio il linguaggio destinato al cliente e aiuta lo studio a mettere per iscritto le proprie regole sull'uso dell'intelligenza artificiale.

E aggiunge Conte: «L'Ai individua correlazioni e restituisce la soluzione statisticamente più plausibile, che non coincide necessariamente con quella più appropriata per una determinata persona. Questa convergenza può favorire comportamenti imitativi sui mercati e, sul piano professionale, indebolire l'autonomia di giudizio. La qualità della consulenza dipende, invece, anche dalla capacità di formulare domande non previste dal modello, cogliere bisogni inespressi e mettere in discussione risposte apparentemente coerenti. L'Ai può dunque ampliare il campo delle analisi, ma spetta al consulente finanziario verificarne le ipotesi,

interpretarne i risultati e decidere. In uno scenario che tende a uniformare le soluzioni, il valore del professionista consiste nel preservare la singolarità delle persone e delle loro scelte».

ANALISTI SCETTICI

Per quanto riguarda i risultati di Anthropic, gli analisti indipendenti, interpellati dalla rivista di settore *Wealth Management*, sono stati meno entusiasti dei partner commerciali.

Josh Brown, ceo di **Ritholtz Wealth Management**, una delle più conosciute case di investimenti americane con quasi 10 miliardi di dollari in gestione, dice di non volere i propri pianificatori certificati a passare ore ogni settimana su aggiornamenti del gestionale e sull'assegnazione di compiti, perché la parte che i clienti apprezzano davvero è la conversazione. Il socio **Michael Batinick** è più asciutto: «In questo mestiere il conto si fa in ore, non in teste, e le ore di un consulente sono un numero finito».

Anche *Dynasty Financial Partners*, rete di consulenti indipendenti, ha presentato in contemporanea la nuova versione del proprio assistente, costruita sugli stessi modelli.

UNA RISERVA

Poi c'è la questione che riguarda la responsabilità. Anthropic assicura che da Claude non si otterrà "esplicitamente" una consulenza d'investimento. Ma sotto Mifid II la consulenza è una raccomandazione personalizzata e per l'autorità europea il fatto che uno strumento sia presentato come adatto a un cliente può risultare in forma esplicita o implicita. La stessa autorità considera i riferimenti al consulente come comprensivi dei sistemi automatici e semiautomatici e nel 2024 ha ricordato agli intermediari che ricorrere all'intelligenza artificiale non modifica in nulla i loro obblighi verso il cliente. Resta un'obiezione tecnica, e arriva da un partner di Anthropic, **Rafael Loureiro** di **Wealth.com**. «Un modello linguistico legge bene un atto di 90 pagine e ragiona bene su cosa farne. Ma il calcolo in mezzo, l'effetto fiscale e successorio devono essere riproducibili e difendibili davanti a un'autorità: deve uscire da un motore deterministico, non probabilistico». Tradotto in pratica: di ciò che questi strumenti producono, si porti al cliente il testo e si diffidi dei numeri che non si sa da quale sistema arrivino. La sintesi, per chi riceve i clienti, è che in questo caso, non si compra un consulente artificiale. Si acquista tempo sottratto alla preparazione e alla segreteria.



LUIGI CONTE
presidente
Anasf

Ottobre visionario: tra innovazione e storia, nuove rotte per il futuro

a cura di Stefania Sala

Breitling Navitimer Cosmonaute: l'universo al polso

A oltre 60 anni dalla sua prima missione nello spazio, l'orologio Breitling Navitimer Cosmonaute torna in un'edizione limitata di soli 450 esemplari.

La storia del Cosmonaute affonda le radici nel **1962**, quando l'astronauta americano Scott Carpenter chiese a Breitling di realizzare un orologio adatto alla vita in orbita. In assenza di un normale riferimento giorno/notte, doveva essere possibile distinguere le ore con immediatezza. Nacque così il primo cronografo da polso con quadrante a 24 ore, protagonista della missione Mercury-Atlas 7.

La nuova interpretazione conserva l'inconfondibile identità del modello: cassa in acciaio da 41 mm, regolo calcolatore circolare, cronografo tricompax e lunetta zigrinata bidirezionale. Al suo interno, il calibro di manifattura Breitling B02, a carica manuale, certificato Cosc, offre circa 70 ore di riserva di carica.

Ma è il quadrante a catturare lo sguardo, **ricavato da meteorite**, presenta le naturali figure di Widmanstätten, tracce cristalline formatesi nel lentissimo raffreddamento del materiale extraterrestre. La colorazione blu ne accentua profondità e unicità: ogni superficie è, di fatto, irripetibile.

Un orologio che unisce memoria e innovazione, alta orologeria e fascino della conquista spaziale. 450 esemplari soltanto, per portare al polso non un semplice segnatempo, ma un frammento di storia e, letteralmente, qualcosa arrivato dalle stelle.



Cantina Tramin, dove il vino incontra il futuro

Dopo 128 anni di storia, Cantina Tramin inaugura il più importante investimento: una nuova struttura produttiva firmata dall'architetto Werner Tscholl.

Sviluppato prevalentemente nel sottosuolo, il nuovo edificio riduce l'impatto sul panorama e ottimizza ogni fase della lavorazione. Tre nuove presse, con la possibilità di lavorare le uve per piccoli lotti e singole parcelle, permettono di valorizzare con maggiore precisione i diversi terroir e l'identità di ogni annata.

La nuova architettura si armonizza con la precedente struttura. Un progetto che va oltre il semplice ampliamento e racconta una visione precisa: innovare il modo di produrre vino senza perdere il legame con la terra e con il territorio.



Il mondo astratto di Kandinsky

Gelb-Rot-Blau 1925.
Donazione di Nina Kandinsky,
1976 Centre Pompidou

Roma ospita la grande mostra dedicata a Vasilij Kandinskij a Palazzo Bonaparte, fino al 14 febbraio 2027.

Oltre 70 opere provenienti da importanti collezioni internazionali raccontano l'evoluzione del maestro russo, dagli esordi figurativi alla rivoluzione dell'astrattismo, passando per il periodo di Monaco, il gruppo Der Blaue Reiter e gli anni del Bauhaus.

PERCHÉ SEI UNICO



EUROMOBILIARE
PRIVATE BANKING

Meriti una banca che non ti farà mai sentire un numero. Dove il tuo spirito imprenditoriale verrà supportato da un team di professionisti di uno dei gruppi bancari più solidi in Europa¹.
E dove i tuoi clienti vivranno una vera esperienza di benessere patrimoniale e di vita.

Perché sei unico.

Se vuoi unirti a noi scrivi a recruiting@credemeuromobiliarepb.it

Messaggio pubblicitario con finalità promozionale. Per le condizioni economiche e contrattuali dei prodotti e servizi offerti, si rimanda ai Fogli Informativi, alle informazioni chiave per gli investitori e ai documenti contrattuali disponibili gratuitamente in filiale e sul sito www.credemeuromobiliarepb.it da leggere attentamente prima della sottoscrizione. Credem Euromobiliare Private Banking S.p.A. - Sede Legale: via Emilia San Pietro 4, 42121 Reggio nell'Emilia - Iscritta all'Albo delle Banche (al n. 4999) e all'Albo dei Gruppi Bancari tenuto dalla Banca d'Italia - Società soggetta ad attività di direzione e coordinamento (ex art. 2497 bis c.c.) da parte di Credito Emiliano S.p.A. - Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia Società autorizzata e vigilata da Banca d'Italia, CONSOB ed IVASS. www.credemeuromobiliarepb.it.

1. Fonte BCE, Banca Centrale Europea, pubblicazione di novembre 2025 sui dati relativi ai requisiti patrimoniali (SREP) delle banche vigilate. Il requisito preso in considerazione è il Pillar 2 Requirement (P2R) che per il Gruppo Credem è pari all'1,25% parametro al primo posto in Italia, tra i primi tre a livello europeo e al secondo posto tra le banche commerciali sempre in Europa.



**Fondata nel 1985
per distinguersi.**

Siamo una partnership indipendente, ampia,
allineata agli interessi del cliente.

Offriamo investimenti Quality Growth ad alta
convinzione, sostenibili e a lungo termine.



**THE QUALITY
GROWTH
INVESTOR**

Scopri di più su **comgest.com**

COMUNICAZIONE DI MARKETING

Solo per investitori professionali. L'investimento comporta dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono diminuire o aumentare. Emesso da Comgest S.A., società di gestione di portafogli regolamentata dall'Autorité des Marchés Financiers con sede legale in 17, square Edouard VII, 75009 Parigi