FONDI&SICAV
CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO
anno 19 - numero 189 - novembre 2026



MIDTERM, UN VERO TERREMOTO. O FORSE NO?

AZIONARIO EMERGENTE: ANCORA OPPORTUNITÀ, MA È MOLTO COMPLICATO SCEGLIERE

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. BANCA GENERALI

SCOPRI DI PIÙ

Intermonte
VALORE ITALIA

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



IL LAVORO APPARENTEMENTE FACILE DEL CONSULENTE

di Giuseppe Riccardi

Apparentemente, fare il consulente finanziario in Italia è uno dei mestieri più facili del mondo. «Il debito pubblico corre», afferma Giorgio De Rita segretario generale del Censis nell'intervista che ha dato a Fondi&Sicav, «ma il risparmio privato delle famiglie è cresciuto di tre volte tanto». In pratica, siamo talmente risparmiatori da riuscire a compensare gli enormi buchi che lo stato produce. Arianna Immacolato, di Assogestioni, riferendosi a un'indagine sulla conoscenza e l'interesse per le novità apportate dalla miniriforma, ha rilevato che «l'85% degli intervistati apprezza le nuove opportunità, perché riconosce il valore di una maggiore autonomia nella gestione del risparmio previdenziale accumulato nel corso della vita lavorativa». Infine Giuseppe Russo, direttore del Centro Einaudi di Torino afferma: «Il 56% mette da parte qualcosa, ma pressoché tutti lo vorrebbero: il non risparmiatore intenzionale.. sostanzialmente ...non esiste nel panorama italiano».

In pratica, sulla base di queste testimonianze, il consulente finanziario italiano dovrebbe essere inseguito da migliaia di clienti che vogliono risparmiare a tutti i costi e che desiderano avere una sicurezza finanziaria per gli anni futuri. Ciò avviene soprattutto oggi che sulle pensioni si può contare sempre meno e la longevity rende indispensabile una pianificazione finanziaria di lungo periodo Eppure, non è così. Gli italiani vogliono risparmiare, cercano sicurezza per il futuro anche lontano, ma quando si chiede loro di diventare investitori per mettere i loro capitali al sicuro dall'inflazione, nicchiano. Ancora De Rita spiega: «Tutti i risparmi che crescono a ritmi vertiginosi nelle famiglie...alla fine finiscono per essere incanalati...in forme sempre più liquide, perché quella è la fonte della rassicurazione». Vista così, al consulente finanziario resta da fare solo un lungo, paziente, defatigante lavoro di formazione.



IT'S THE "GASOLINE", STUPID

di Pinuccia Parini

La politica deve rispondere ai bisogni delle persone. Il risultato elettorale negli Stati Uniti ha dimostrato ancora una volta quanto questa espressione sia profondamente vera. L'"onda blu" sembra diventata un vero e proprio tsunami e, anche se da un punto di vista pratico le cose non cambieranno in modo profondo, il messaggio lanciato dagli elettori è molto chiaro: una bocciatura della politica di Trump e della Casa Bianca. La benzina è salita sopra i 4 dollari al gallone, l'effetto dei dazi ha toccato più il portafoglio dei consumatori americani che gli stati cui sono stati imposti e l'America è entrata in guerra contro l'Iran. E, probabilmente, come testimonia una serie di sondaggi alle elezioni di mid-term, oltre che per il costo della vita in aumento, gli elettori intervistati hanno espresso una profonda preoccupazione per la corruzione all'interno del governo e per la presenza di conflitti d'interesse. I prossimi mesi, soprattutto da qui all'insediamento dei nuovi membri eletti del Congresso, potrebbero essere molto volatili e diverse sono le possibili dinamiche cui potrebbe dare vita un presidente "azzoppato". Tuttavia, escludendo qualsiasi accadimento estremo, i mercati finanziari si adegueranno a un nuovo contesto in cui la presenza dei democratici si faccia sentire, ma è possibile che aumenti il ricorso agli ordini esecutivi presidenziali e continuino gli interventi di Trumph in termini di politica estera.

Nel frattempo le borse hanno conosciuto una settima turbolenta. Dalla stagione degli utili americani, emerge che l'88% delle società dell'indice S&P500, che hanno riportato i risultati, l'84% ha battuto le stime sugli utili per azione, ma la sorpresa aggregata è solo del +2,7%, la più bassa dal quarto trimestre 2022. Tutti gli 11 settori crescono, di cui, sette a doppia cifra, guidati da energia, tecnologia e materiali. Per gli ultimi tre mesi del 2026, gli analisti stimano utili in crescita del 28,4%, per l'intero 2026 del 33,3%.

Tuttavia è probabile che l'incertezza continuerà a pesare sui mercati.

SOMMARIO

Numero 189
novembre 2026
anno 19

editore
Giuseppe Riccardi

direttore
Giuseppina Parini

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

progetto grafico e impaginazione
Stefania Sala

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

redazione e pubblicità
Viale San Michele del Carso 1
20144 Mllano,
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**
Vietnam, la promozione comporta una sfida più ardua

8 **OSSERVATORIO ASIA**
Indonesia, un avvertimento ignorato

10 **FACCIA A FACCIA**
Aoi Nishiyama, Investment Director di Wellington Management
«L'Ai non esisterebbe senza l'Asia»

Guillaume Rigeade, fund manager e co-responsabile della strategia obbligazionaria di Carmignac «Il mercato sottostima l'inflazione»

14 **USA**
Midterm, un vero terremoto. O forse no?

AZIONARIO EMERGENTE
Ancora opportunità, ma è molto complicato scegliere



26 **MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT**
Em: c'è ancora margine per ridurre il divario rispetto ai dm

28 **ALLIANZ GLOBAL INVESTORS**
Il credito Ig europeo, i fondamentali sono solidi

30 **INVESCO**
Condizioni restrittive e crescita resiliente

32 **FLOSSBACH VON STORCH**
Rivoluzione o hype?

34 **JULIUS BAER**
Fare i conti con un'inflazione più elevata

36 **ALTAROC**
Private equity: tra creazione di valore e trasformazione delle imprese

38 **DALLA SILICON VALLEY**
Essere profondamente umani nell'era dell'Ai

42 **PREVIDENZA**
Una riforma più conosciuta del previsto

45 **OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA**
Promesse…garantite

48 **GENERALI ASSET MANAGEMENT**
Reddito fisso, la volatilità potrebbe continuare

52 **LCE ENGINEERING & ROBOTIC**
Robot, marcatori e visioni

55 **CONSULENTI&RETI**
Intervista a Giorgio De Rita, segretario generale Censis

61 **INCHIESTA**
Formiche, cicale e consulenti nell'Italia longeva

Algebris INVESTMENTS

Algebris Financial Income Fund: con un rendimento del 124%[1] in dieci anni, il capitale investito è più che raddoppiato.

I numeri parlano da soli.

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

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) Mercato, (iv) Mercati emergenti (v) Cambio, (vi) Sostenibilità e (vii) Derivati. Questo documento di marketing è stato emesso da Algebris Investments (Ireland) Limited. Algebris Investments (Ireland) Limited, autorizzata e regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda (registrazione n. C433985), è la Società di Gestione del Fondo.

Vietnam, la promozione comporta una sfida più ardua

a cura di Mark William Lowe

Il riconoscimento del Vietnam come mercato emergente segna una tappa fondamentale. La capacità del Paese di trasformare l'attenzione internazionale in una forza economica duratura dipenderà dalle sue istituzioni, dalle imprese locali e dalla sua capacità di ampliare le partnership internazionali e la promozione allo status di mercato emergente secondario da parte di Ftse Russell, con effetto dal 21 settembre 2026, è un segno tangibile dei progressi compiuti. Questo riconoscimento tiene conto dei miglioramenti dell'accessibilità al mercato e apre la strada a una maggiore partecipazione degli investitori internazionali. L'inclusione negli indici globali avverrà in modo graduale e la Banca Mondiale stima che la transizione potrebbe attrarre fino a 5 miliardi di dollari Usa in investimenti di portafoglio nei primi anni. La domanda più complessa è quale tipo di economia troveranno questi investitori.

> *La promozione del Vietnam allo status di mercato emergente secondario da parte di Ftse Russell, con effetto dal 21 settembre 2026, è un segno tangibile dei progressi compiuti*

Il Vietnam si è affermato come un importante polo manifatturiero. La sua prossima sfida consiste nel garantire che l'espansione delle esportazioni e degli investimenti esteri porti alla creazione di imprese nazionali più solide, a una maggiore produttività e a un sistema finanziario in grado di sostenere uno sviluppo duraturo. I progressi compiuti verso questi obiettivi determineranno quanto sia sostanzialmente fondata la nuova classificazione del mercato.

AMPLIARE LE OPZIONI

La posizione del Vietnam nel settore manifatturiero internazionale comporta, sia opportunità, sia dipendenze. I dati ufficiali dei primi otto mesi del 2026 indicano gli Stati Uniti come principale destinazione delle esportazioni e la Cina come maggiore fonte di importazioni. Il Paese funge da anello di congiunzione tra l'offerta industriale cinese e la domanda americana, il che lo rende esposto alle decisioni prese, sia a Washington, sia a Pechino. Trasferire la produzione in Vietnam può aiutare i produttori a diversificare la propria esposizione geografica. Tuttavia, la dipendenza da componenti, macchinari e materiali cinesi può persistere. Questo aspetto è importante per i responsabili politici statunitensi che esaminano attentamente le origini delle merci importate. A ottobre, Hanoi ha descritto i negoziati commerciali con Washington come quasi conclusi, mentre i funzionari statunitensi hanno mantenuto un atteggiamento più cauto. Le indagini sulle pratiche commerciali vietnamite aggiungono incertezza al rapporto.

L'Europa offre ad Hanoi un'altra via per approfondire la propria integrazione internazionale. L'accordo di libero scambio Ue-Vietnam, in vigore dall'agosto 2020, prevede la progressiva eliminazione di quasi tutti i dazi doganali. Il rapporto ha acquisito un quadro politico più ampio nel gennaio 2026, quando le due parti hanno istituito un partenariato strategico globale che copre commercio, investimenti, tecnologia, energia e sicurezza. Legami più stretti con l'Europa offrono al Vietnam maggiori possibilità di diversificare le proprie relazioni economiche.

Le basi commerciali sono solide. Secondo la Commissione europea, nel 2025 gli scambi bilaterali di merci hanno raggiunto 76 miliardi di euro. Le esportazioni europee comprendono macchinari, prodotti chimici e mezzi di trasporto, che sostengono attività rilevanti per lo sviluppo industriale del Vietnam. Le imprese europee, dal canto loro, sono interessate a un'economia manifatturiera in grado di contribuire alla diversificazione delle proprie catene di approvvigionamento.

L'accesso preferenziale è tuttavia subordinato a requisiti rigorosi. Gli standard di prodotto, la tracciabilità e gli impegni in materia di lavoro e ambiente previsti dall'accordo

richiedono capacità che i fornitori più piccoli potrebbero avere difficoltà a sviluppare. Per il Vietnam, sfruttare al meglio le relazioni con l'Europa dipende in parte dal miglioramento della competitività delle proprie imprese nazionali.

LE PRESTAZIONI DELLO STATO

Le autorità riconoscono che il modello di sviluppo debba evolversi. Il programma di riforme di Hanoi combina il sostegno all'impresa privata con iniziative volte a semplificare le regole di mercato e a ridurre gli ostacoli amministrativi. Esso affronta gli ostacoli pratici che incidono sugli investimenti, tra i quali l'accesso ai terreni, ai finanziamenti e alla manodopera qualificata. Una ristrutturazione parallela della pubblica amministrazione mira a chiarire le responsabilità e a delegare i poteri, affrontando, al contempo, la sovrapposizione delle normative e l'insufficienza delle risorse locali. Per le imprese, il vero banco di prova è se le loro prospettive diventeranno più prevedibili. L'accelerazione delle procedure di approvazione ha un valore limitato, se le normative rimangono ambigue o se la loro interpretazione varia da un'autorità all'altra. La riforma amministrativa dovrebbe, quindi, essere valutata in base al suo effetto sulle condizioni operative, ad esempio la capacità di ottenere autorizzazioni, fare rispettare gli accordi e impegnare capitali con ragionevole fiducia. La continuità politica può favorire un orizzonte di investimento a lungo termine. La qualità dell'attuazione richiede un esame a parte. Gli investitori dovranno distinguere tra la coerenza delle ambizioni del governo e la coerenza dei risultati ottenuti.

CHI NE TRAE VANTAGGIO?

Lo stesso discorso vale per gli investimenti esteri. Le aziende manifatturiere internazionali apportano capitali, occupazione, tecnologia e accesso alla clientela. I maggiori benefici dipenderanno dalla capacità delle imprese vietnamite di diventare fornitori efficienti e di acquisire le competenze necessarie per intraprendere attività più sofisticate.

L'analisi dell'Ocse sugli investimenti in Vietnam sottolinea l'importanza dello sviluppo della forza lavoro, dell'adozione di tecnologie e di legami più solidi tra investitori stranieri e imprese nazionali. La complessità normativa e le restrizioni nei servizi ad alta intensità di conoscenza possono limitare i benefici derivanti dall'espansione industriale. I dati sulle esportazioni illustrano la sfida. Le imprese con investimenti stranieri hanno rappresentato circa l'80% delle esportazioni di merci nei primi otto mesi del 2026. Il loro contributo dimostra la capacità del Vietnam di attrarre la produzione internazionale, sollevando al contempo interrogativi sulla profondità della partecipazione nazionale a tale successo. La cooperazione europea potrebbe contribuire a rafforzare le basi per un ulteriore sviluppo. A marzo, la Commissione europea ha annunciato un pacchetto di oltre 560 milioni di euro per i trasporti sostenibili e l'energia pulita. Le banche per lo sviluppo europee hanno inoltre sottoscritto prestiti per 230 milioni di euro a favore del progetto idroelettrico di accumulo per pompaggio di Bac Ai. La Cassa Depositi e Prestiti italiana partecipa al più ampio pacchetto di finanziamenti.

Questi impegni illustrano il potenziale contributo dei finanziamenti e delle competenze europee; il loro valore economico dipenderà dal successo della loro attuazione. Una transizione industriale sostenibile comporterebbe un maggiore numero di imprese vietnamite che forniscono prodotti e servizi specializzati, impiegano lavoratori qualificati e trattengono una quota maggiore del valore generato. L'aumento dei volumi delle esportazioni, di per sé, non è sufficiente a dimostrare che ciò stia effettivamente avvenendo.

LA FASE SUCCESSIVA

Il potenziamento del mercato azionario fa parte di questa più ampia trasformazione. Le modifiche apportate alle modalità di prefinanziamento, alle infrastrutture di negoziazione e alla divulgazione delle informazioni in lingua inglese hanno contribuito a ridurre gli ostacoli che gli investitori internazionali devono affrontare. Queste riforme sono importanti perché l'accessibilità e la fiducia influenzano la disponibilità e il costo del capitale. Gli afflussi di portafoglio e gli investimenti produttivi svolgono tuttavia funzioni diverse. L'acquisto di azioni esistenti può migliorare la liquidità e le valutazioni. Il beneficio economico più ampio dipende in parte dal fatto che mercati più profondi consentano successivamente alle imprese di raccogliere capitali a condizioni sostenibili. Le banche devono affrontare una sfida correlata.

Secondo Reuters, gli istituti di credito vietnamiti stanno pianificando vendite di azioni per quasi 7 miliardi di dollari entro la fine del 2027. Il capitale azionario aggiuntivo sosterrebbe l'espansione e rafforzerebbe le riserve di capitale. La rapida crescita del credito e i crediti inesigibili legati al settore immobiliare creano esigenze concorrenti su queste risorse e rendono particolarmente importanti la disciplina creditizia e il riconoscimento delle perdite. Gli investitori internazionali devono inoltre distinguere la fiducia nel Paese dai meriti dei singoli titoli. Un'economia manifatturiera in espansione non offre alcuna garanzia che i suoi benefici saranno captati in modo proporzionale dalle società quotate o dai loro azionisti di minoranza.

CONCLUSIONI

La crescita del Vietnam mostra progressi significativi. Le sue relazioni con la Cina, gli Stati Uniti e l'Europa offrono diverse fonti di opportunità, ma comportano anche dipendenze e obblighi. Fornitori nazionali più solidi, un'amministrazione più coerente e un sistema di finanziamento meglio organizzato dimostrerebbero che l'integrazione internazionale sta rafforzando le fondamenta dell'economia. Il Vietnam ha attirato maggiore attenzione, ma per mantenerla sarà necessario dimostrare che i benefici vanno oltre gli afflussi di capitali e i dati sulle esportazioni.



Indonesia, un avvertimento ignorato

a cura di Pinuccia Parini

Sembrerà controintuitivo, ma, nonostante la crescita del Pil indonesiano sia attesa sopra il 5%, sia nel 2026, sia nel 2027, nell'ultimo anno la borsa è crollata del 38%. Per comprendere l'accaduto sono necessarie alcune riflessioni.

UN'ECONOMIA STABILE

La politica fiscale del governo in carica, ha dato i suoi frutti. Secondo l'Asian Development Outlook [(1)] di settembre 2026, l'economia indonesiana dovrebbe migliorare del 5,2% sia nel 2026 sia nel 2027. A sostenere la crescita sono la domanda interna e il sostegno fiscale, mentre le esportazioni nette restano deboli. L'inflazione media è rivista al rialzo: 3,3% nel 2026 (dal 3,0%) e 3,0% nel 2027 (dal 2,5%), comunque entro la fascia obiettivo ufficiale del 2,5% ±1%.

> *La ragione del crollo è riconducibile all'annuncio di Msci di aver avviato una consultazione su una proposta di riclassificazione degli indici Msci Indonesia da "emerging market" a "standalone market"*

Nel primo semestre del 2026 il Pil è salito del 5,4% su base annua. La crescita è stata diffusa in tutti gli ambiti: i consumi privati sono saliti del 5,1% nel secondo trimestre, quelli pubblici del 16,0%, e gli investimenti fissi lordi sono cresciuti dal 6,0% al 6,9%, trainati dalle costruzioni. Le importazioni (+8,8%) hanno però superato le esportazioni (+4,1%), per cui il commercio estero netto ha sottratto crescita. Il manifatturiero ha rallentato al 4,5%.

Sul fronte esterno, il disavanzo di parte corrente si è ampliato a 12,5 miliardi di dollari, il 3,3% del Pil, contro 3,6 miliardi nel primo trimestre. Hanno pesato il crollo dell'avanzo commerciale, il raddoppio del deficit petrolifero e del gas e i maggiori esborsi stagionali per servizi e redditi. Gli afflussi finanziari si sono però ripresi, con un avanzo di 12,0 miliardi e il disavanzo complessivo della bilancia dei pagamenti si è ridotto a 0,9 miliardi. Le riserve valutarie, pari a 146,5 miliardi a fine agosto, coprono 5,3 mesi di importazioni, anche se la rupia è rimasta sotto pressione per gran parte dell'anno.

L'inflazione ha toccato in media il 3,4% tra gennaio e agosto, sulla scia dei prezzi energetici, mentre quella core si è fermata al 2,6%. La Banca d'Indonesia ha alzato i tassi di 100 punti base tra maggio e giugno, portandoli al 5,75%, per difendere la valuta e limitare l'inflazione importata. La politica fiscale è rimasta espansiva. Per i prossimi mesi si prevede un rallentamento nella seconda metà del 2026, con la normalizzazione della spesa pubblica e dei consumi, e i rischi sono giudicati nel complesso bilanciati.

DUE ANNI DI PRABOWO

Sono oramai trascorsi due anni dall'insediamento di Prabowo Subianto, durante i quali l'economia si è dimostrata resiliente. Ciò è avvenuto nonostante forti turbolenze esterne: dai dazi minacciati dagli Stati Uniti alla guerra in Iran, che ha fatto salire i prezzi del petrolio e i costi di importazione energetica.

Tuttavia, secondo Capital Economics, la stabilità macroeconomica e le prospettive a lungo termine dell'Indonesia sono esposte a gravi rischi a causa dell'agenda populista e interventista del presidente, che sta erodendo dei meccanismi di controllo, a un indebolimento della disciplina fiscale e a un approccio al governo sempre più

interventista. Preoccupazioni in tale senso erano già state espresse da Moody's a febbraio, che aveva portato l'outlook a negativo per la ridotta prevedibilità nelle comunicazioni e nelle politiche economiche, e Fitch Ratings a marzo, sempre con il taglio dell'outlook del rating sovrano da stabile a negativo per l'incertezza politica, la centralizzazione del processo decisionale e la pressione sui conti pubblici legata ai progetti di welfare del presidente in carica. Sempre a febbraio, è stato nominato vicegovernatore della Banca d'Indonesia, Thomas Djiwandono, nipote del presidente. La decisione ha sollevato preoccupazioni per l'influenza della politica del governo sulle decisioni di politica monetaria. Questa percezione è stata poi corroborata dalla decisione del Parlamento di approvare a giugno una legge che rafforza il ruolo della Banca d'Indonesia in questa direzione, conferendo ai legislatori il potere di formulare raccomandazioni vincolanti per l'istituto di emissione. Le dimissioni, a luglio, del governatore dell'istituzione centrale indonesiana, Perry Warjiyo, hanno sorpreso il mercato, rimesso in discussione l'indipendenza dell'istituzione e creato nervosismo sui mercati.



IL CROLLO DELLA BORSA

Le tensioni hanno poi toccato il loro apice Il 15 ottobre, con la borsa di Jakarta che è scesa dell'11% e la rupia che ha superato quota 18.000 sul dollaro, un minimo storico più ampiop di quello della crisi asiatica di fine anni '90, con costi di finanziamento in aumento. La ragione del crollo è riconducibile all'annuncio di Msci di avere avviato una consultazione su una proposta di riclassificazione degli indici Msci Indonesia da "emerging market" a "standalone market" (2): la conseguenza è che i listini locali vengono esclusi dai principali indici azionari Msci Emerging o Frontier. Quando ciò avviene, i fondi istituzionali globali che replicano questi indici sono spesso costretti a vendere o a ricalibrare le proprie posizioni in quel paese. La decisione finale sarà comunque annunciata entro fine giugno 2027, con la possibilità di un aggiornamento intermedio sul feedback degli operatori. Nella revisione di giugno 2026 gli investitori avevano segnalato gravi dubbi sull'investibilità del mercato azionario indonesiano per l'opacità degli assetti azionari e il sospetto di operazioni di trading coordinate. Le autorità locali, a loro volta, avevano annunciato riforme: maggiore trasparenza sugli azionisti sopra l'1%, classificazione più dettagliata degli investitori, segnalazione delle partecipazioni molto concentrate e un percorso verso un free float minimo del 15%. Gli investitori, però, chiedevano un'applicazione coerente e prove di effetti concreti e duraturi. Msci aveva avvertito che, senza progressi sufficienti entro la revisione di novembre 2026, avrebbe valutato la consultazione. Poiché, secondo gli operatori, finora non ci sono stati progressi sufficienti, restano il sospetto di trading coordinato e la mancanza di prove di un'applicazione efficace delle regole. La società fornitrice di indici ritiene quindi che lo status di mercato emergente non sia più appropriato e il feedback ricevuto indica che il passaggio a mercato di frontiera non rifletterebbe la profondità dei problemi. Msci intende quindi procedere con la riclassificazione, a meno che la consultazione non dimostri miglioramenti sostanziali nella governance e nel funzionamento del mercato. Dinnanzi a una correzione di borsa così pronunciata, sembra che il fondo sovrano indonesiano, Danantara, sia pronto a investire 5 miliardi di dollari in società locali nei prossimi sei-nove mesi, e il suo Ceo ha definito il crollo provocato dalla borsa un ottimo momento per comprare azioni indonesiane.

CONCLUSIONI

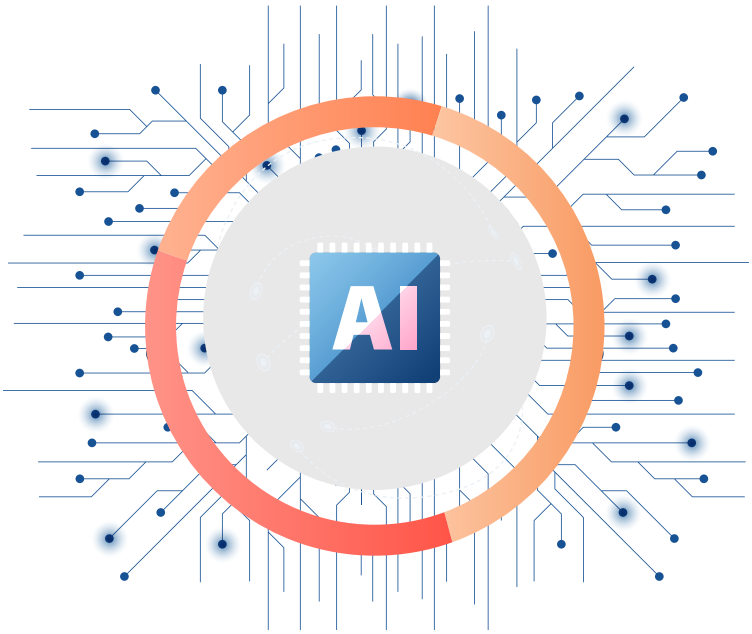
L'anno scorso l'improvviso allontanamento dell'influente ministra delle Finanze indonesiana, Sri Mulyani Indrawati, aveva scosso i mercati: gli investitori temevano infatti che la credibilità fiscale del Paese potesse essere compromessa da costosi piani di spesa populisti sotto la guida di Prabowo. Quest'anno, a settembre, c'è stato un nuovo rimpasto al ministero delle Finanze: il presidente indonesiano ha licenziato il ministro Purbaya Yudhi Sadewa dopo appena un anno di mandato, nonostante avesse appoggiato in modo deciso gli obiettivi di Prabowo di incrementare la crescita del Paese all'8% e criticato la Banca centrale per l'indebolimento della rupia. Il generale, che aveva vinto in modo netto le elezioni nel 2024, ha visto il proprio indice di gradimento crollare dall'81,2% di novembre 2025 al 44,5% di ottobre, secondo un sondaggio condotto da Smrc (Saifulmujani Research & Consulting). La sua leadership è sotto la lente dei mercati, ma anche della politica. L'alleanza allargata che lo sostiene, che gli ha lasciato carta bianca in questi due anni di presidenza, si è indebolita. Secondo fonti Reuters, due partiti della coalizione hanno già deciso, dopo consultazioni interne, di prendere le distanze dal programma. E potrebbe essere solo l'inizio di un potere in forte crisi.

(1) https://www.adb.org/publications/series/asian-development-outlook

(2) https://ir.msci.com/news-releases/news-release-details/msci-launches-consultation-proposal-reclassify-indonesia

L'Ai non esisterebbe senza l'Asia

a cura di Pinuccia Parini





AOI NISHIYAMA
investment director
Wellington Management

L'intelligenza artificiale è il motore della crescita globale? Qual è il ruolo dell'Asia?

«L'intelligenza artificiale è una delle leve strategiche per sostenere la produttività e compensare la riduzione della forza lavoro dovuta all'invecchiamento demografico, in particolare nelle economie avanzate. In questo contesto, l'Estremo Oriente svolge un ruolo cruciale nello sviluppo di questa tecnologia che, senza esagerare, non esisterebbe se non ci fossero le società asiatiche. Il Far East è il cuore della catena di approvvigionamento dei semiconduttori, che è estremamente ampia e fortemente integrata verticalmente. Infatti, non riguarda solo le piattaforme cloud, i fornitori di modelli o i produttori di memorie, ma anche attività di assemblaggio, packaging, raffreddamento, testing e networking. Le imprese asiatiche sono dominanti in questi ambiti, con quote di mercato tra il 70% e il 90%, un dato che risulta significativo, se si pensa che sono passati quasi 40 anni da quando gli Stati Uniti decisero di esternalizzare alle imprese dell'altro lato del Pacifico lo svolgimento di queste attività, nelle quali ora sono altamente specializzate e qualificate. Appartenere alla filiera dei semiconduttori richiede non solo investimenti ingenti, ma tempo: sono necessari decenni di know-how, ingegneri esperti, precisione e meticolosità per raggiungere econo-

mie di scala. Inoltre, un aspetto da non ignorare è che a questa catena produttiva non partecipano solo i giganti del tech come Tsmc, Samsung e Sk Hynix, ma anche molte aziende a piccola capitalizzazione, non molto conosciute, come Aspeed Technology, società taiwanese di progettazione di circuiti integrati (fabless Ic design), che è il principale fornitore mondiale di chip Bmc (baseboard management controller) per la gestione e il monitoraggio remoto dei server, un business unico in cui questa impresa eccelle su tutti i suoi concorrenti. Un altro esempio è Chroma Ate Inc., fornitore a livello mondiale di strumenti di misura e test di precisione, che sono utilizzati per testare Gpu sempre più complesse e che richiedono livelli di specializzazione progressivamente elevati».

Quindi ogni aumento di capex da parte degli hyperscaler o dei creatori di cloud americani si traduce in più ordini per le società asiatiche?

«Dalle nostre conversazioni con queste aziende emerge un messaggio comune: la necessità di maggiore potenza di calcolo per migliorare la propria redditività. Ciò si traduce in maggiori flussi di cassa per i fornitori asiatici, che sono completamente agnostici in merito al dibattito su chi vincerà la corsa all'intelligenza artificiale. Di fatto, per queste società, l'elemento importante è che ci sia una competizione in corso, come sta accadendo attualmente, perché ciò genera un quantitativo maggiore di ordini. C'è però un altro aspetto che vorrei sottolineare. È vero che parlare di imprese asiatiche e di Ai significa affrontare il tema dei semiconduttori, ma esistono anche l'intelligenza artificiale fisica e la robotica, un tema dominante in ambito tecnologico e di investimento in tutto il continente. Le quattro aziende più grandi al mondo nell'ambito della robotica sono in Cina e in Giappone, dove viene prodotta anche la componentistica. Queste ultime, per dare un'idea della loro presenza, detengono l'80% del mercato americano e rivestono un ruolo significativo in un mondo in cui potrebbe esserci scarsità di manodopera per l'innalzamento dell'età media della popolazione. Si tratta di Fanuc, SoftBank, che ha acquisito la divisione robotica di Abb, Kuka, azienda tedesca acquisita dal gruppo Midea, e Yaskawa Electric. Infine, parlando di applicazione dell'Ai, non va dimenticato che l'Asia si è sempre distinta per la sua capacità di sviluppare e sperimentare nuove tecnologie, integrandole nelle piattaforme destinate ai consumatori. Ciò è riconducibile in gran parte alla sua vasta popolazione, che ha permesso, ad esempio, a TikTok di avere successo negli Usa, dopo essere stato testato e sviluppato in Cina, o a Tencent di integrare attivamente l'Ai agentica nel suo vastissimo ecosistema WeChat».

E sulle aziende produttrici di apparecchiature per semiconduttori?

«È un segmento interessante. La domanda di memorie è in crescita e rimaniamo molto positivi sul super ciclo in atto. Tuttavia, c'è un aspetto che ci rende nervosi: il prezzo di questi titoli, che sono soggetti a una forte volatilità. Pur avendo un'esposizione ad alcuni di essi, preferiamo puntare sulle società che beneficeranno dell'aumento di questi volumi, tra cui i produttori di apparecchiature per semiconduttori, perché indispensabili per l'incremento della produzione di memorie: ciò ci permette di cavalcare il ciclo positivo senza essere troppo esposti al rischio di prezzo».

Oggi, parlare di Ai comporta quasi sempre riferirsi alle big tech americane. Tuttavia, c'è la possibilità di un altro "DeepSeek moment"?

«Il divario nelle prestazioni dei modelli sviluppati negli Stati Uniti e in Cina si è ridotto significativamente, anche se gli Usa continuano a impedire l'esportazione dei chip più avanzati in Cina, impedendole l'accesso alle tecnologie di elaborazione dati più avanzate. Questo è innegabilmente uno svantaggio. Ciò nonostante, il Paese è riuscito a trarre il massimo vantaggio dai suoi modelli Ai open source, che potrebbero diffondersi soprattutto nei mercati emergenti, dove il costo e la possibilità di personalizzazione possono essere più importanti delle prestazioni dei modelli più avanzati. Ci attendiamo una sempre maggiore diffusione di queste alternative più economiche. C'è, però, un altro lato della medaglia che merita di essere preso in considerazione. Il divieto americano di esportazione di chip avanzati in Cina ha creato un'opportunità per il governo del Paese di investire in modo massiccio nel settore dei semiconduttori, tanto che la localizzazione della produzione di chip è un tema emergente che seguiamo con attenzione. Dal punto di vista degli investimenti, siamo sempre stati interessati a considerare le società cinesi, ma il problema di fondo è che molte sono aziende a partecipazione pubblica, sussidiate e in cui non sempre c'è un allineamento di interessi tra gli azionisti. In generale, l'esposizione alla catena del valore dei semiconduttori riguarda anche alcune società cinesi, ma la nostra esposizione è molto limitata per le ragioni che abbiamo esposto».

In quali ambiti pensate che si trovino al momento le opportunità d'investimento?

«Oltre alle aziende produttrici di apparecchiature per semiconduttori, consideriamo attrattivo il segmento della robotica, dove aziende come Fanuc, grazie all'Ai possono dare ordini a un robot mostrando le indicazioni su un pezzo di carta, senza che ci sia la necessità di scrivere i codici di un programma. In questo modo, si semplificano la programmazione, la simulazione e l'implementazione dei robot industriali e collaborativi. Stiamo inoltre esplorando, nonostante sia ancora presto per avviare qualsiasi tipo di coinvolgimento nei mercati pubblici, l'industria dei robot umanoidi, che è dominata dall'Asia, anche per quanto riguarda la relativa componentistica, e nella quale abbiamo visto progressi sorprendenti in attività una volta considerate più complesse, come quelle legate alle mani. Manteniamo un sovrappeso sui produttori di memorie, perché pensiamo che il mercato sottostimi la durata dell'elevata crescita degli utili e le difficoltà nel risolvere i colli di bottiglia delle catene di approvvigionamento. A riprova di ciò basterebbe guardare i livelli delle scorte, che mostrano ancora che l'offerta non è adeguata alla domanda».

Il mondo dell'Ai sarà diviso soltanto tra Stati Uniti e Cina?

«Non credo che sarà un territorio conteso solo dalle due superpotenze. Penso che emergerà un'ulteriore dimensione, quella della "sovereign Ai". I paesi vorranno costruire infrastrutture proprie e mantenere il controllo sui dati sensibili, generando ulteriore domanda di energia e di semiconduttori, a vantaggio anche dei fornitori asiatici».

Il mercato sottostima l'inflazione

a cura di Pinuccia Parini



GUILLAUME RIGEADE
fund manager e co-responsabile strategia obbligazionaria Carmignac

Perché i tassi d'interesse sono in rialzo dall'inizio dell'anno?
«Il contesto generale non è favorevole ai titoli obbligazionari e i tassi sono saliti, soprattutto sulle scadenze più lunghe, a livello globale. Le ragioni di questo rialzo generale sono diverse. In primo luogo, ci sono motivazioni di carattere fondamentale, che riguardano crescita e inflazione. Per quanto riguarda la prima, si sta assistendo a una riaccelerazione del Pil mondiale, grazie alla resilienza dell'economia americana e anche di quella europea. Uno dei fattori che alimentano questo miglioramento di scenario è, senza dubbio, l'elevato livello di investimenti, in particolare da parte delle imprese tecnologiche, ma non solo, con un alto grado di redditività. A ciò si aggiunge un forte sostegno dei vari governi, che aumentano la spesa in questa direzione, provocando un aumento dei disavanzi di bilancio. L'inflazione, invece, sta mostrando una certa persistenza e le attese sono che si stabilizzi a un livello elevato per la forza dell'attività economica e per la componente di fondo ("core"); anche quest'ultima si attesta a livelli sostenuti, vista la buona condizione del mercato del lavoro. Inoltre, anche due fattori volatili dei prezzi al consumo, l'energia e il cibo, rivelano chiari segnali di inflazione in aumento. Il conflitto nel Golfo ha creato uno shock sui prezzi dell'energia che, anche se si dovesse raggiungere un accordo, non rientreranno in breve tempo, perché sono stati distrutti infrastrutture, depositi e centri produttivi. In aggiunta, ci sono le conseguenze provocate da El Niño sugli alimenti a causa di siccità e alluvioni, che riducono i raccolti agricoli e spingono al rialzo la spesa per alimenti. Infine, le politiche fiscali espansive dei vari governi hanno generato disavanzi di bilancio maggiori, che dovranno essere finanziati, provocando una situazione di squilibrio tra domanda e offerta per i titoli obbligazionari. Un'altra conseguenza di questa situazione sarà l'aumento del debito pubblico che, poiché i tassi d'interesse sono saliti, avrà un costo maggiore».

Le ragioni elencate spiegano l'aumento dei tassi sui titoli a lunga scadenza. Tuttavia, nelle ultime due settimane il rendimento del decennale americano è sceso. Come lo spiega?
«Il Treasury a 10 anni è salito sopra il 5%, ma non mi stupirei se andasse nettamente oltre questo livello. I governativi francesi hanno conosciuto la stessa dinamica, con conseguente allargamento dello spread. Certamente ci sono poi movimenti di breve termine che, sempre nel caso del Treasury decennale, hanno visto i rendimenti salire sopra il 5,3% per poi riscendere abbastanza velocemente. Le ragioni, in

questo caso, dovrebbero essere ricercate nelle correlazioni delle diverse classi di attivo. Quest'anno è stato molto positivo per le azioni, ma di recente ci sono stati movimenti al ribasso, e ritengo che la ripresa dei Treasury debba essere ricondotta a un "flight to quality", in cui i governativi diventano l'attivo percepito come relativamente più sicuro. In Eurozona c'è stata volatilità sui titoli di stato, che ha riguardato una buona parte dei paesi membri, non solo la Francia, anche se in questo caso ci sono state reazioni violente causate dal posizionamento degli investitori, che hanno usato il debito francese per strategie di carry e si sono trovati a smontare le loro posizioni. La mia interpretazione è che sia stato un modo in cui il mercato obbligazionario ha prezzato il rischio fiscale, che sta mettendo sotto pressione le piazze finanziarie. Anche in questo caso, l'avversione al rischio, che si è manifestata sui bond a breve termine, ha portato a cercare rifugio nei governativi americani a lunga scadenza».



L'aumento dei tassi reali è legato alla resilienza dell'economia?

«Di solito si dice che i tassi reali siano una stima della crescita a lungo termine. Attualmente l'economia non solo si è mostrata resiliente, ma sta accelerando; se a ciò si aggiungono le attese per cui la diffusione dell'Ai potrebbe tradursi in una produttività più elevata e quindi in una più forte crescita potenziale, allora non è così strano che i tassi neutrali siano più alti di quanto ci si aspettasse un anno fa e, di conseguenza, che lo siano anche i tassi reali. Un ulteriore fattore che spiega questa situazione è lo squilibrio tra domanda e offerta delle emissioni di governativi. A tale proposito, ritengo che le grandi emissioni degli hyperscaler sul mercato del credito faranno concorrenza ai titoli governativi, in particolare negli Stati Uniti, e spingeranno i tassi al rialzo. Tra le cause dell'aumento dei tassi di interesse, viene citata l'inflazione; tuttavia, se si guarda a come si è mossa la "breakeven inflation", non sembra che ci sia particolare preoccupazione su un aumento dei prezzi al consumo».

Qual è il suo parere in merito?

Ritengo ci sia una valutazione errata della situazione da parte degli operatori di mercato, che non valutano adeguatamente il rischio inflazione negli anni a venire. Ma questa è anche un'opportunità di acquisto. Ecco perché nel portafoglio che gestisco sto aumentando l'esposizione alla "breakeven inflation" e ai linker: penso ci sia del valore e la possibilità di un riprezzamento al rialzo. L'aumento dell'inflazione, come spiegato in precedenza, non è legato solo alle componenti volatili, ma a fattori di lungo termine e strutturali. Ciò significa che gli obiettivi di inflazione delle banche centrali non saranno raggiunti, anche perché, se si guarda agli Usa, la Fed sta sì alzando il costo del denaro, ma in modo graduale».

Una simile considerazione vale per l'Europa?

«Non esattamente, dato che la Bce sta alzando i tassi in modo più aggressivo, visto che il suo mandato è tenere sotto controllo la dinamica dei prezzi. Ci sono già stati due rialzi, ma le aspettative del mercato sono che i tassi a breve saranno sopra il 3% entro la primavera 2027 e che questo livello durerà per alcuni anni, un aspetto, quest'ultimo, che mi lascia qualche perplessità. Poiché livelli sopra il 3% per un lungo periodo non sono sostenibili per la crescita europea, non penso che ciò accadrà. A mio avviso, i titoli con scadenza tra i due e i cinque anni sono attrattivi perché non riflettono una normalizzazione della politica monetaria nel futuro e sono meno soggetti alle variazioni del prezzo del greggio. Gli stessi linker offrono una grande opportunità di acquisto».

Lei accennava ai movimenti dei governativi francesi amplificati dalle strategie di carry. Che cosa pensa di ciò che accade in Giappone, dove la Boj alza i tassi e lo yen rimane tendenzialmente debole?

«Lo yen è sempre stato considerato una valuta di finanziamento perché i tassi a breve in Giappone sono i più bassi al mondo. Gli investitori domestici hanno sempre avuto una preferenza per gli attivi esteri, alla ricerca di rendimenti più elevati in altri paesi. Tuttavia, l'elemento veramente importante è il ritorno dell'inflazione, assente per decenni, che spinge la Bank of Japan a normalizzare i tassi d'interesse. Lo sta facendo, però, molto lentamente e, per questa ragione, crediamo che l'istituzione centrale sia "behind the curve", ossia reagisca in ritardo rispetto all'evoluzione del contesto macroeconomico. Probabilmente, questo atteggiamento ha spinto i tassi di interesse della parte più lunga della curva dei rendimenti a salire in modo consistente. Ad esempio, il titolo governativo giapponese con scadenza nel marzo 2056 offre attualmente un rendimento del 6,3%, mentre quello con scadenza a marzo 2063 rende il 5,3%, rispetto al 5,3% del titolo del Tesoro statunitense con la scadenza più lunga disponibile sul mercato, prevista per agosto 2056. I rendimenti dei titoli di stato giapponesi, denominati in yen, si collocano quindi oggi su livelli paragonabili o addirittura superiori a quelli dei titoli del Tesoro statunitensi, denominati in dollari. Riteniamo che in questo segmento di mercato ci siano opportunità da cogliere. Infine, alla luce dei piani di stimolo fiscale del governo in carica, le autorità stanno cercando modalità per attrarre l'investimento in titoli domestici, a scapito di quelli esteri, presso i grandi investitori istituzionali».



Midterm, un vero terremoto. O forse no?

Alle midterm del 3 novembre i democratici hanno conquistato Camera e Senato con affluenza record. Wall Street oscilla, travolta dal crollo dei chip e dalla rivolta contro i data center. L'inflazione rimane un tema con cui fare i conti. Gli Usa si trovano di fronte a un bivio: o una politica di redistribuzione o la leadership nella frontiera tecnologica

di Boris Secciani

Le elezioni di metà mandato tenutesi lo scorso 3 novembre negli Stati Uniti, in cui si è votato per rinnovare l'intera Camera e 33 seggi senatoriali su 100, hanno dato sostanzialmente ragione ai sondaggi. Il Partito repubblicano e nello specifico Donald Trump ne sono usciti con le ossa rotte: già dai primi risultati è stata chiara la conquista di entrambi i rami del Congresso da parte dei democratici. Al momento in cui si scrive questo articolo, alla Camera il fronte liberal-progressista ha già messo insieme

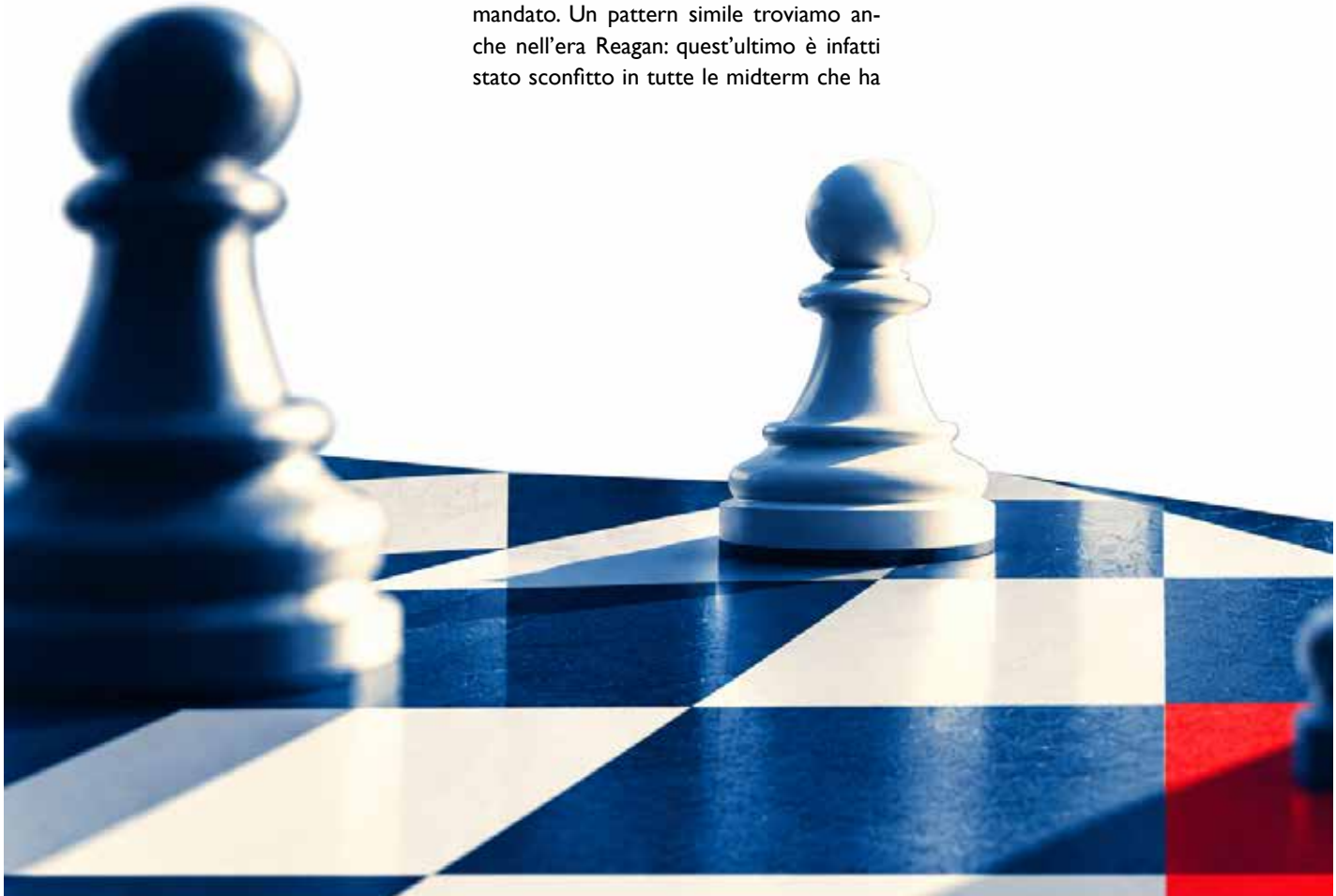
245 seggi, con un incremento netto di 35 rispetto alla precedente tornata elettorale, mentre ne restano da assegnare ancora 43. Il Senato mostra cifre simili con 54 posti assegnati ai dem (la maggioranza è a 51), che ne guadagnano sette. Restano in questo caso due poltrone da attribuire.

Il risultato marca un'evoluzione per certi versi storica e per altri assolutamente in linea con le dinamiche della politica americana. Partiamo da quest'ultimo punto: le midterm spesso e volentieri si rivelano un mezzo disastro per l'inquilino della Casa Bianca. La logica alla base di questi ricorrenti risultati è abbastanza chiara: se a Washington c'è un presidente al primo mandato la cittadinanza è spesso delusa rispetto alle promesse e all'effetto novità di due anni prima. Se invece i risultati si ripetono anche dopo quattro anni si tratta spesso di un chiaro indicatore di fine ciclo. A ciò si aggiunge anche un altro fattore: l'affluenza nelle tornate elettorali di mezzo è sempre stata molto contenuta. Sostanzialmente, spesso la base del partito all'opposizione tende a essere galvanizzata dalla fine della luna di miele con l'amministrazione in carica, mentre i sostenitori del presidente in parte si astengono con una quota che passa temporaneamente dall'altra parte.

LA STORIA SPIEGA MOLTO

Per meglio inquadrare quanto successo, conviene analizzare qualche dettaglio storico. Innanzitutto, va detto che il Paese ha adottato un modello molto lontano dal bicameralismo perfetto cui siamo abituati in Italia (oltre ad attribuire alla presidenza poteri per noi inusitati): la Camera dei rappresentanti, infatti, elegge chi andrà a occupare i propri 435 seggi ogni due anni, con un turno che va a coincidere quindi con la votazione per la carica più alta dello stato. I membri del Senato sono invece 100, due per ogni stato, con un sistema che favorisce proporzionalmente quelli con la minore popolazione, tendenzialmente conservatori. I senatori rimangono in carica per sei anni e vengono votati in momenti diversi: ogni biennio 33 o 34 di loro si vedono costretti a tornare alle urne. Di conseguenza per confrontare quanto è successo oggi con il passato conviene guardare soprattutto alla Camera, in quanto i cambiamenti nel ramo più piccolo del Congresso dipendono anche dall'orientamento politico delle aree che in quella tornata votano.

E i numeri non sono in sé spaventosi: Clinton infatti perse nel 1994 ben 54 deputati alla Camera e per i successivi sei anni dovette governare con entrambi i lati del Congresso a sfavore. Obama fece pure peggio lasciandone 64 sul terreno nel 2010 (insieme al controllo della Camera dei rappresentanti), per poi peggiorare ulteriormente nel 2014 finendo senza una maggioranza nel biennio terminale del suo mandato. Un pattern simile troviamo anche nell'era Reagan: quest'ultimo è infatti stato sconfitto in tutte le midterm che ha





UNA GERONTOCRAZIA CHE GOVERNA GLI USA

Innanzitutto, il quadro demografico nazionale è cambiato enormemente in pochi anni. Agli albori degli anni '80 la popolazione di origine bianca non ispanica si avvicinava all'80%, mentre oggi è scesa dalle parti del 56%, anche se va detto che la quota di elettori di questo segmento è più elevata, grosso modo il 61%, perché molti appartenenti a minoranze etniche sono minorenni e/o immigrati privi di cittadinanza. Inoltre, in quasi mezzo secolo l'età mediana del Paese è passata da 30 anni a circa 39,5. Gli Usa rimangono una realtà relativamente più giovane dell'Europa, però la quota di ultra-65enni nella prima economia del mondo è oggi al 18% a fronte dell'11,3% nel 1980.

Ciò per anni ha convinto molti analisti a ipotizzare uno scontro perenne, su basi prettamente culturali, fra ceti anziani di ceppo caucasico e americani più giovani e caratterizzati da una maggiore diversità. I suddetti cambiamenti avevano anche indotto nell'ormai lontano 2002 due studiosi, John B. Judis e Ruy Teixeira, a prevedere l'emergere di una maggioranza democratica quasi inattaccabile. In realtà così non è stato: il 2024 ha infatti visto diversi gruppi tradizionalmente ostili ai repubblicani spostarsi in maniera consistente a destra con l'emergere di una netta frattura fra il voto maschile e quello femminile. Peraltro, i risultati elettorali quest'anno hanno mostrato un forte astensionismo e un limitato spostamento a sinistra proprio dove Trump aveva più guadagnato due anni fa.

UNA MISCELA UNICA E TOSSICA

Business as usual si sarebbe tentati di dire, in realtà oggi le condizioni si presentano come una miscela unica e piuttosto tossica che praticamente nessuno dai tempi di Nixon ha dovuto affrontare. Gli Stati Uniti si trovano infatti impelagati in un conflitto di rilevanti dimensioni oltre che nel mezzo di una fiammata inflativa e di una trasformazione tecnologica epocale. Un trittico che non si vedeva almeno dai primi anni '70, notoriamente una fase passata alla storia per l'acuta turbolenza sociale e le trasformazioni negli equilibri e nel modo di vivere avvenuti. Un elemento fondamentale sembra indicare che qualcosa di portata immensa possa avvenire anche oggi: il fatto che le sperequazioni economiche hanno raggiunto livelli inusitati e difficilmente sostenibili. Secondo il World inequality panel gli Usa nel 2024 si trovavano al secondo posto, fra 33 economie avanzate dell'Ocse, per quanto riguarda la quota di ricchezza detenuta dall'1% più facoltoso. Nella prima economia del mondo questo ristretto sotto-insieme detiene il 34,8% dell'ammontare, dietro solo all'Estonia il cui dato equivalente si collocava poco sopra, al 35%. Per quanto riguarda, invece, il rapporto fra patrimonio del top 1% e bottom 50% l'America si collocava sul gradino più alto del podio con ratio intorno a 36,2 volte.

UNA RIVOLTA ANTI-CAPITALISTA?

Un'obiezione che si potrebbe fare è che gli squilibri nelle condizioni materiali non rappresentano certo una novità. In effetti nel 1995 il Paese deteneva già la medaglia d'argento per quanto riguarda gli averi del centesimo più ricco. Questi ultimi sono però passati dal 29,3% del totale per l'appunto al 34,8%. L'elemento ancora più shockante, però, è forse dato dalla distribuzione per età dei patrimoni. Una società che ha costruito molto del proprio immaginario sull'intraprendenza, l'innovazione e il potere della gioventù si ritrova allo stato attuale a essere qualcosa di vicino a una gerontocrazia sulla soglia della società super-aged, cioè una nazione in cui la quota della popolazione che ha almeno 65 anni ha superato il 20% del totale. Questo trend trova conferme soprattutto nel luogo simbolo degli Stati Uniti dell'ultimo mezzo secolo o quasi: il mercato azionario. Infatti, secondo la Federal Reserve, a metà 2026, i nuclei famigliari con un capofamiglia di almeno 70 anni possedevano il 40,5% della ricchezza azionaria a fronte del 22,6% nel 1989. A quelli guidati da persone di età incluse fra i 55 e i 69 toccava il 39,3% (a fronte del 36,1% 37 anni fa), mentre le fasce 40-54 e sotto i 40 dovevano accontentarsi rispettivamente del 14,5% e del 5,7%. Ovviamente l'accumulo di asset tende a gonfiarsi con l'andare degli anni, il declino relativo di queste ultime due categorie è stato però ai limiti dell'incredibile in quanto nel 1989 esse detenevano il 30,8% e il 10,6%. Dunque non una rivolta a sfondo etnico e di valori fra giovani e anziani, come molti si aspettavano, bensì una buona, vecchia lotta di classe declinata in salsa generazionale.

NON È DETTO CHE I GIOVANI SIANO PIÙ POVERI

Si può ragionevolmente obiettare che non è necessariamente detto che a livello assoluto i giovani di oggi siano più poveri rispetto a quelli degli anni '80. La capitalizzazione borsistica è infatti cresciuta enormemente da allora, oltre l'80% del valore delle azioni quotate a livello globale è stato infatti creato dopo gli anni 90. I dati riguardanti il real estate, però, sono poco migliorati in quasi mezzo secolo e in questo caso si tratta di un ambito che impatta in maniera viscerale e immediata la vita delle persone. Innanzitutto, lo stock di abitazioni nel Paese è sostanzialmente stagnante a fronte di una popolazione che continua a espandersi: nel 1972 si ebbe infatti il record storico di avvii di costruzioni di nuove case, intorno a 2,4 milioni, mentre nel 2025 ci si è fermati a 1,36.

DA 210 A 342 MILIONI

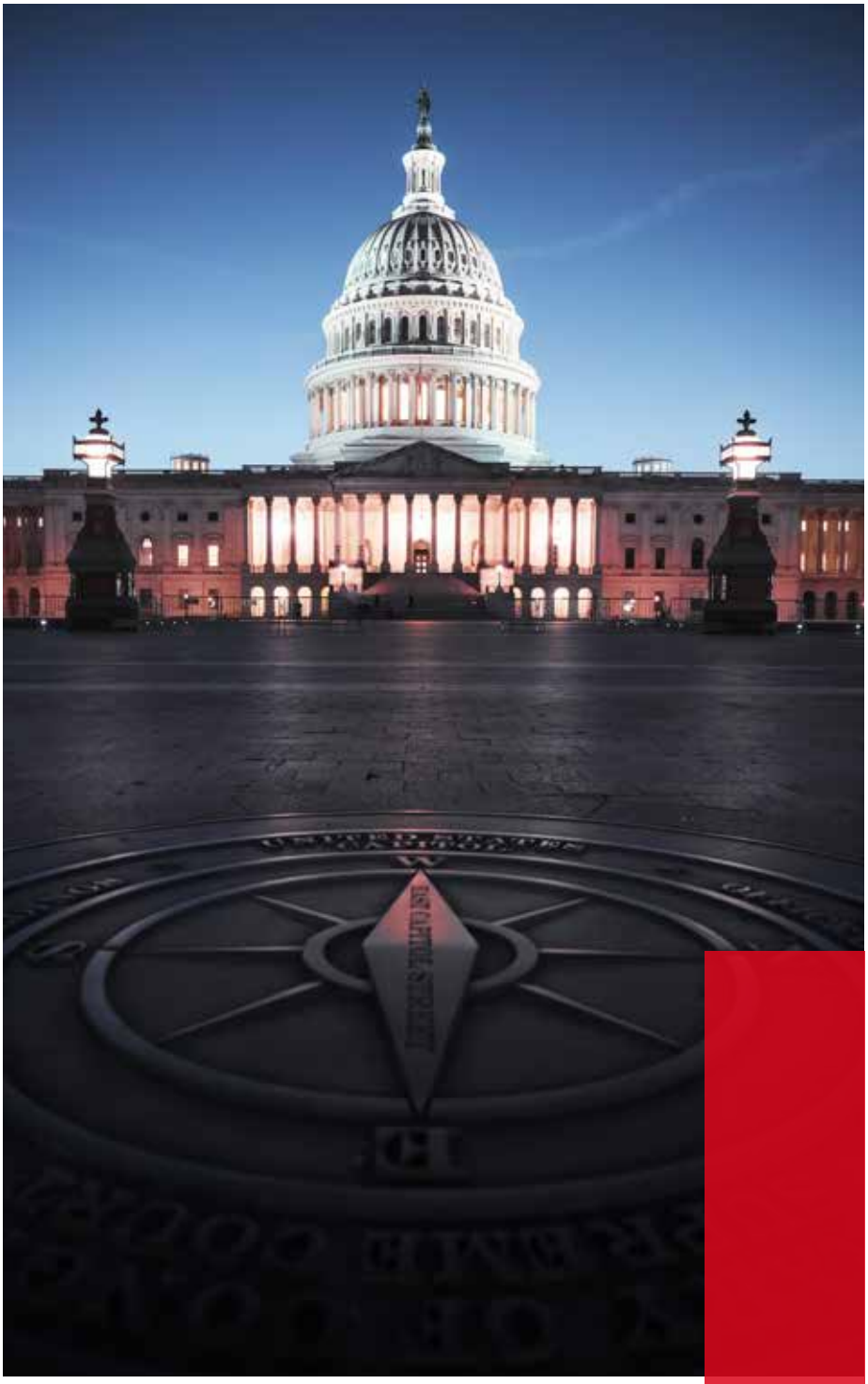
Nello stesso periodo la popolazione statunitense è passata da 210 a 342 milioni di persone.
Una simile dinamica di scarsità ha ovviamente favorito chi possedeva già gli immobili, ossia gli stessi gruppi che hanno cavalcato il boom di borsa. Sempre in base a quanto riportato dalla Fed, il periodo 1989-2026 è stato caratterizzato da un calo dal 22% al 12,3% del totale delle attività immobiliari in mano agli under 40 e dal 35,9% al 25,3% per la fascia 40-54 anni. I 55-69enni, invece, sono cresciuti da 27,6% al 35,1%, mentre ancora una volta sono stati gli over-70 ad avere messo a segno i risultati migliori passando dal 14,6% al 27,3%.

affrontato gli ultimi 24 mesi anch'egli in minoranza nell'intero Congresso. Questo compromesso peraltro continuò anche nel quadriennio di Bush Sr.

UN MODESTO INDICATORE

Inoltre le elezioni di metà mandato non costituiscono chissà che grande indicatore per le presidenziali di due anni dopo. Pure in questo caso la storia viene in nostro aiuto: basare una scommessa sul successivo occupante della Casa Bianca in base alla direzione emersa dalle midterm avrebbe prodotto una vincita 5 volte su 11 dal 1982 a oggi: praticamente a malapena come tirare una monetina. Detto ciò, sarebbe profondamente sbagliato considerare quanto accaduto semplice routine per una serie di ragioni. Innanzitutto, la partecipazione è stata molto elevata: le stime parlano di un totale poco sopra il 49%. Si tratta di una percentuale al di sotto del 50,1% registrato nel 2018 ma che comunque costituisce il secondo dato più alto dal 1914. Da notare come in entrambi i casi si è trattato sostanzialmente di un referendum su Donald Trump. In retrospettiva il 2022, con un'affluenza del 46,1%, sembra più un'eccezione.

In verità lo scarto rispetto al numero di votanti nelle contese per la presidenza del 2016 e 2024 restituisce un quadro più contraddittorio: la differenza fra il 2018 e il 2016 è stata infatti intorno a 10 punti (un minimo storico) mentre quest'anno si è tornati nella fascia intorno al 15%, più vicina alla media storica per tale differenza. Infine però le vittorie messe a segno dai dem in stati come il Texas e il Kansas, storicamente conservatori, inducono a non accettare la tesi del solito rigetto di metà mandato verso il presidente in carica. Particolarmente se si pensa allo stato comatoso in cui si è trovata l'opposizione un po' per tutto il 2025.



IL CINISMO DI WALL STREET

In pratica il calcolo, cinico ma sensato, di Wall Street, è che le ali estreme dello spettro politico si annulleranno a vicenda e verranno costrette a una politica di compromesso che manca da troppi anni. Una scommessa un filo osé, ma non folle sul fatto che una presidenza di estrema destra e un Congresso più a sinistra possano produrre una linea centrista. Nel concreto, con ogni probabilità non si arriverà a rivoluzioni socialdemocratiche nella sanità e Trump non riuscirà a fare passare provvedimenti fortemente identitari come l'aumento fino a 1,5 trilioni di dollari delle spese militari. Peraltro, lo stato pietoso delle finanze pubbliche potrebbe persino finire a funzionare come scusa per operare una politica di compromessi al ribasso, tanto sgradita a buona parte della popolazione quanto necessaria.

Sostanzialmente il messaggio, ben piantato nella realtà delle cose, è che i democratici hanno sì vinto ma senza raggiungere una maggioranza tale da neutralizzare gli immensi poteri che la costituzione attri-

buisce al presidente. Innanzitutto in capo a quest'ultimo rimangono le grandi questioni geopolitiche per cui c'è poco o nulla da aspettarsi sui rapporti con l'Europa o la Cina mentre un'evoluzione sostanziale potrebbe sorgere per il pantano iraniano. Inoltre, per potere implementare leggi che non possano essere sottoposte al veto di Trump ci vogliono almeno 67 senatori. Una super-maggioranza meno ampia, ma comunque proibitiva (60) è necessaria anche per eliminare il cosiddetto filibustering, in pratica infiniti dibattiti che rendono l'approvazione di provvedimenti quasi impossibile.

Al contempo, realisticamente, l'attuale inquilino della Casa Bianca, né potrà venire cacciato con un impeachment, né potrà governare interamente per decreto vista anche la situazione da quasi guerra civile all'interno del Partito repubblicano. Buona parte della base, infatti, è fortemente isolazionista, a partire dal vicepresidente JD Vance, che ha accolto malissimo la svolta neo-con di Washington oltre a essere infuriata per i danni economici derivanti dal caro-benzina i cui effetti si fanno particolarmente sentire negli stati conservatori più rurali e dipendenti dall'automobile.

I COLPI DELL'INFLAZIONE

Su tutto ciò si è innestata un'inflazione persistente ormai da anni. Una spinta sul costo della vita che ancora una volta si posiziona sul livello ideale per sostenere gli utili aziendali: in pratica l'ennesima benzina sul fuoco del malessere e degli squilibri Usa. Di conseguenza, non c'è da meravigliarsi del fatto che il segmento compreso fra i 18 i 29 anni, secondo un sondaggio di Cato/YouGov, mostrasse nel 2025 che il 62% di intervistati ha un'opinione positiva sul socialismo. Un risultato che in altre epoche sarebbe apparso ai limiti della satira e inevitabilmente legato al fatto che, secondo una ricerca di Ap sugli elettori, otto su 10 si dichiaravano preoccupati per il livello dei prezzi. In pratica, dato anche il profilo di molti neo-candidati eletti, non appare certo un eccesso di fantasia affermare che il fronte liberale e progressista ha ricevuto un preciso mandato: abbassare le sperequazioni esistenti nel Paese senza curarsi troppo dell'andamento delle quotazioni azionarie.

Ma si tratta di una prospettiva realistica? Questa praticamente è la proverbiale domanda da diversi trilioni di dollari cui probabilmente per il momento nessuno può dare una risposta. La reazione degli investitori istituzionali il primo giorno di contrattazioni è stata sostanzialmente positiva. Lo scorso 4 novembre, infatti, si è avuto un crollo di oltre il 2% del future sul Nasdaq 100 poi completamente recuperato. Il Dow Jones ha chiuso infatti a +3%, l'S&P 500 a +1,6% e il suddetto Nasdaq 100 a +0,9%. L'ottimismo è però durato pochissimo con una seduta drammatica giovedì 5 novembre in cui i tre indici citati hanno lasciato sul terreno rispettivamente il 3,4%, il 4,6% e il 6,3%. Il venerdì successivo si è avuto solo un piccolo rimbalzo, anche se si è registrato un autentico collasso dei microchip il cui benchmark di riferimento (il Philadelphia Semiconductor) ha sfiorato lo scenario di panico con un crollo del 12,3%.

UNA TESI OTTIMISTA

Di fronte a oscillazioni di questo genere viene da chiedersi che cosa stia passando per la testa dei gestori di portafogli grandi e piccoli. Partiamo dalla tesi ottimistica che sostanzialmente si riduce al fatto che i democratici hanno sì vinto, ma senza raggiungere una maggioranza tale da neutralizzare gli immensi poteri che la Costituzione attribuisce al presidente. Innanzitutto, in capo a quest'ultimo rimangono le grandi questioni geopolitiche, per cui c'è poco o nulla da aspettarsi sui rapporti con l'Europa o la Cina, mentre un'evoluzione sostanziale potrebbe sorgere sul pantano iraniano. Inoltre, per emanare leggi che non possano essere sottoposte al veto di Trump ci vogliono almeno 67 senatori. Una super-maggioranza meno ampia, ma comunque proibitiva (60), è necessaria anche per eliminare il cosiddetto filibustering, in pratica infiniti dibattiti che rendono l'approvazione di provvedimenti quasi impossibile.

LA MINACCIA DATA CENTER

In tutto ciò, però, c'è un caveat: la questione data center. Già il giorno dopo le elezioni il Nasdaq 100 ha sottoperformato, a causa di un ulteriore forte calo dei colossi dei chip. Il Philadelphia Semiconductor (Sox) si trovava già in pieno bear market e gli sviluppi attuali potrebbero sfavorire ulteriormente il grande tema delle infrastrutture Ai, la cui costruzione costituisce una delle poche questioni in grado di suscitare antipatie bipartisan in giro per l'America. Infatti, fra i 38 referendum locali il cui esito era già certo il giorno dopo le elezioni, 37 hanno visto prevalere il no a loro ulteriori sviluppi.

Un analista potrebbe vedere qui un'ulte-

riore spia del collasso del consensus intorno al libero mercato che ha dominato la società per decenni. La lettura più immediata è però un'altra: se costruire data center diventa più lento e costoso, le attese sugli investimenti in infrastrutture Ai devono scendere e il capitale tende a spostarsi altrove. Il 4 novembre, con i chip in calo, l'S&P 500 health care ha guadagnato il 3%. Una borsa meno dipendente da un pugno di titoli sarebbe paradossalmente più solida e, forse, meno distante dall'America che ha appena votato. Un terremoto, dunque, o forse no: le scosse però vengono dal basso e l'avvio di un biennio di compromessi favorevoli o quanto meno neutrali nei confronti della crescita non è da dare per scontato.

CAPEX SOSTENIBILI?

Inoltre, il collasso in corso è figlio in primis di dubbi sempre più seri sulla sostenibilità dei capex attualmente dispiegati e ancora più annunciati. Alle questioni squisitamente finanziarie si è aggiunta un'ostilità politica con un rarissimo sostegno trasversale che riflette in buona misura sentimenti di autentica rivolta nella popolazione americana. Una cittadinanza ormai in buona parte stufa dell'impatto ambientale, dei costi sulle bollette, della paura di finire senza lavoro e dell'ulteriore spinta all'accumulo di ricchezza per una ristrettissima oligarchia creato (a torto o a ragione) dal settore dell'intelligenza artificiale. La reazione di giovedì peraltro ha portato un'ulteriore spia di pericolo: un allargamento delle vendite su tutto l'azionario con una chiara evoluzione risk-off. Fino alla settimana precedente, infatti, il bear market dei semiconduttori si era configurato soprattutto come una, tutto sommato non sgradita, rotazione che aveva migliorato le prospettive di diversi comparti. L'S&P 500 infatti era rimasto sostanzialmente stabile, mentre il Sox finiva nel territorio del mercato orso. L'ecatombe del 5 novembre ricorda, però, che un disordinato e generalizzato attacco all'Ai rischia di portare a una distruzione del profilo growth dell'azionario statunitense, in concreto ciò che giustifica il premio valutativo rispetto a tante alternative. Gli Usa devono dunque affrontare un bivio: o una politica di redistribuzione o la leadership nella frontiera tecnologica. Nessuno dei due sentieri è privo di costi.



Ancora opportunità, ma è molto complicato scegliere

di Boris Secciani

Gli emergenti non sono un blocco unico: Corea e Taiwan, grazie al boom dell'Ai, trainano l'indice, mentre Brasile, India e Sudafrica offrono valutazioni scontate e crescita stabile, se la Fed non alza i tassi

L'azionario emergente gode fama di essere estremamente variegato al suo interno, al punto che sta diventando un'etichetta sempre più priva di significato. In realtà, sia pure tenendo conto delle specificità di ciascuna economia che fa parte di questo grande segmento, è possibile identificare alcune macro-categorie guidate da driver comuni. Da una parte, infatti, si collocano le due star assolute dell'insieme: Corea del Sud e Taiwan, che da sole a fine settembre 2026 costituivano oltre la metà dell'indice Msci Emerging Markets (Msci Em), entrambe con una quota superiore alla Cina. Si tratta di due delle economie più avanzate del mondo con Pil pro capite a livello europeo e al centro dell'incredibile boom dell'intelligenza artificiale: non a caso l'equity di Seul nei primi tre trimestri di quest'anno è salito in dollari del 98,3%, spingendo la performance su 5 e 10 anni al di sopra di quanto registrato nelle piazze sviluppate. Il mantenimento di queste borse fra quelle emergenti, però, dipende sostanzialmente da alcuni limiti tecnici dei locali mercati finanziari. Poi, all'interno di questa classe di attivi c'è la Repubblica Popolare Cinese, nonostante sia l'altra superpotenza del mondo, il cui settore tecnologico sta puntando sostanzialmente sulla costruzione di un ecosistema alternativo a quello statunitense. Anche in questo caso si può trovare la stessa dinamica degli Stati Uniti fra la filiera dei data center e i grandi hyperscaler. La differenza, rispetto alle controparti americane, è il fatto che gli Usa si trovano invischiati in una durissima guerra dei prezzi domestica, per quanto riguarda i loro core business tradizionali. Un fenomeno che peraltro si ripete all'interno di pressoché ogni apparato produttivo di questa gigantesca economia.

UN PROCESSO DI CONVERGENZA

Poi ci sono gli Em propriamente detti, cioè paesi che mostrano tendenzialmente un elevato tasso di crescita, in quanto impegnati in un lungo processo di convergenza, tecnologico e in termini di standard di vita, con le nazioni ad alto reddito. A loro volta in questo sottoinsieme emergono due distinti modelli di sviluppo: chi punta in buona misura su un'ascesa dei consumi domestici in gran parte finanziata dalla dotazione di materie prime e chi, invece, si affida alla manifattura e ai servizi il decollo del benessere di massa. Infine, questo gruppo può ulteriormente essere diviso fra economie incentrate sulle esportazioni e altre che, invece, dipendono dal ciclo domestico. Di conseguenza la rispettabilissima performance del benchmark generale più rilevante in questa asset class, l'Msci Em, in rialzo nei primi tre quarti di quest'anno di circa il 23,4% in dollari, nasconde una dispersione enorme. Della Corea del Sud si è già detto, Taipei a sua volta ha registrato +70,7%, mentre la Cina è calata dell'11,8% a causa della preponderanza dei titoli internet locali, mentre il ruggente segmento dei semiconduttori del Dragone è fatto di aziende che, o non rientrano fra i titoli inseriti nell'Msci China, o che ne fanno parte però con un peso ridotto.

LA CLASSE MEDIA DEL PIANETA

Nel mezzo, appunto, quella che potremmo definire la classe media del pianeta, sia in

BRASILE ANCORA CON LULA: IL LABORATORIO PERFETTO DELLE TENSIONI

La lezione che arriva dalla maggiore potenza del Sud-est asiatico, mutatis mutandis, suona come un'eco particolarmente rilevante per l'America Latina e il suo indiscusso gigante economico, il Brasile. Quest'ultimo ha visto a sorpresa la rimonta del riconfermato Lula, vincitore del ballottaggio per la presidenza contro un Flavio Bolsonaro che appariva largamente favorito dopo la pole position conquistata al primo turno. Il Sud America negli ultimi anni ha visto una serie di successi da parte di forze conservatrici, che essenzialmente hanno costruito la propria popolarità sulla promessa di ridurre il crimine e di lasciarsi alle spalle il populismo economico. Fino al 25 ottobre anche la maggiore economia continentale sembrava dovesse unirsi al club.

UN IMMENSO PUNTO DI DOMANDA

Al momento, però, si è materializzato un immenso punto di domanda con l'ennesima vittoria da parte di uno dei protagonisti storici della sinistra latino-americana. Le azioni locali peraltro hanno registrato un più che buono +18,2% in dollari nei primi tre trimestri del 2026 dopo un 2025 (+49,7%) sontuoso e un 2024 pessimo (-29,8%).
La volatilità e la dipendenza dalle risorse naturali caratterizzano da sempre San Paolo: per un decollo definitivo bisognerebbe riuscire a incunearsi nello stretto spazio che esiste fra tecnocrazia e sostegno alle necessità della popolazione.

TRA I MERCATI PIÙ BRILLANTI

Sebastian Kahlfeld, senior portfolio manager equity di **Dws,** ricorda che il Brasile potrebbe costituire un laboratorio fondamentale di questo paradigma per via dell'annosa questione dell'altissimo costo del denaro e dei corsi a sconto del proprio equity: «Il Brasile è tra i mercati più brillanti, beneficia dei prezzi più elevati delle materie prime e di dinamiche energetiche favorevoli. Offre alcuni dei tassi di interesse reali più alti, che al momento frenano le rivalutazioni (re-rating) azionarie. Esiste un significativo potenziale di tagli dei tassi in un contesto di politica fiscale più rigorosa. Vi sono nel Paese opportunità significative legate agli sviluppi politici e ai potenziali cambiamenti della politica economica. I tassi reali elevati creano ampio spazio per un allentamento monetario, qualora la politica fiscale diventasse più disciplinata». La palla, per così dire, passa oggi a Lula che dovrà conciliare la propria visione con la necessità di mantenere l'appoggio dei mercati.



> ***Il contesto macroeconomico è favorevole e l'inflazione è tornata in gran parte entro i valori target in molti mercati. Un dollaro Usa più debole sosterrebbe i titoli azionari dei mercati emergenti***

termini di mercati finanziari, sia effettivamente di standard di vita. Un insieme di titoli che presenta, se si opera con capacità e prudenza, una serie di occasioni forse di portata storica per una ragione ben precisa: la composizione settoriale di queste piazze azionarie. Ovviamente in un universo investibile così ampio, è possibile ottenere una notevole diversificazione, ma alcuni temi e comparti si presentano sovente come dominanti: servizi finanziari, grandi gruppi dei consumi di base, energia e varie altre commodity, società di pubblica utilità e sviluppo immobiliare sono i principali. Allo stato attuale, si tratta di titoli, nelle economie emerging, piuttosto orientati al value, dopo anni di performance non delle migliori.

Si tratta di un quadro ben sintetizzato da **Arthur Lui**, investment specialist, e **Andrea Alecci**, macro strategist, di **Wellington Management**: «Manifattura avanzata ed esportazioni sono solide, mentre immobiliare e consumi restano deboli. Positiva, inoltre, la maggiore attenzione a dividendi e buyback. In India, la correzione delle valutazioni dal 2025 offre un punto di partenza più equilibrato, mentre Brasile e Messico potrebbero beneficiare dell'allentamento monetario e dello sviluppo del sistema finanziario».

Proprio qui emerge una fondamentale differenza con le economie avanzate: i segmenti citati si trovano nei sistemi maturi di fronte a un potenziale di crescita tutto sommato limitato e in molti casi a rischio di venire brutalmente azzoppati da inflazione e rialzi dei tassi. All'interno di molte realtà a medio



JÜRGEN MAIER
gestore azionario mercati emergenti
Raiffeisen Capital Management

reddito, invece, il profilo delle big-cap locali, pur operando in aree tradizionali, si posiziona come "growth at reasonable value" (crescita a un valore ragionevole), anche se, come si vedrà, il costo della vita rimane una minaccia ferale.

SE LA FED SARÀ GUASTAFESTE

Per dare sostanza a questo quadro, occorre partire dal primo lato dell'equazione: l'andamento dei profitti, sui quali dà risposte interessanti **Jürgen Maier,** gestore azionario mercati emergenti di **Raiffeisen Capital Management:** «Questo rialzo è stato molto concentrato. Se escludiamo Corea del Sud e Taiwan, il quadro complessivo è meno eclatante, ma più ampio e solido. Per i prossimi 12 mesi prevediamo una crescita degli utili a doppia cifra in Sudafrica (~20%), Polonia (~15%), India (~15%), Brasile (~10%) e Messico (~10%). Il contesto macroeconomico è favorevole e l'inflazione è tornata in gran parte entro i valori target in molti mercati. Un dollaro Usa più debole sosterrebbe i titoli azionari dei mercati emergenti».

In particolare, focalizziamoci sulla lista dei modelli citati e dei rispettivi paesi: un gigante dell'estrazione mineraria (il Sudafrica), un altro che domina diversi ambiti delle materie prime (il Brasile), un'economia industriale esportatrice (il Messico), un'altra che ha puntato, invece, sull'ascesa della domanda domestica (l'India) e, infine, la Polonia, che si pone un po' in mezzo al guado rispetto agli ultimi due modelli citati. È interessante notare che, in ciascuna di queste realtà, i servizi finanziari coprono dal 30% circa a quasi la metà della capitalizzazione complessiva dell'equity.

Come si può intuire da quanto elaborato da Maier, non abbiamo di fronte uno scenario fatto da enormi crescite trasformative.



INDIA, UNA STORIA ESEMPLARE DI UN POST-BOOM DI BORSA

Una logica non dissimile dal Brasile vale anche per l'India che per certi versi costituisce un modello quasi opposto, sia rispetto a quello comune nel sud del continente americano, sia all'Asia esportatrice. La nazione più popolosa del mondo, infatti, è impegnata in un programma di sviluppo ambiziosissimo, teso a portare al di fuori della miseria rurale una quantità immensa di persone e potenzialmente a trasformare la più vasta democrazia del pianeta in una superpotenza.

UN EMERGENTE DI BASE PURO

Proprio in questa nazione troviamo l'esempio più puro della tesi di investimento negli emergenti "di base". Il tutto in una situazione che vede la necessità di acquistare all'estero gran parte del proprio fabbisogno energetico e che punta su un'ascesa industriale tesa a soddisfare il mercato interno. La crescita del Pil negli ultimi anni è stata molto intensa, un incremento che, a differenza di quanto accade in Cina, si è traslato in un serio aumento degli utili aziendali. Non a caso, gli investitori hanno puntato per anni pesantemente su quella che sembra l'ultima vera grande storia di catch-up economico rimasta sul pianeta.
A partire dagli ultimi mesi del 2024, però, il meccanismo sembra essersi inceppato con venti contrari non indifferenti che hanno portato Mumbai a sottoperformare pesantemente. Innanzitutto, il boom dell'intelligenza artificiale ha non solo in gran parte bypassato l'economia indiana, ma ha messo in discussione il modello di business del possente settore del software locale. A ciò si sono aggiunti i disastri che hanno portato all'ennesima fiammata dei prezzi dei fossili, non esattamente una manna per un importatore netto. Non sorprendentemente, la rupia ha continuato per tutto il 2026 a perdere valore, segnando un minimo storico dopo l'altro nei confronti del dollaro.

IL PROBLEMA ENERGETICO

Di conseguenza, nonostante un rientro delle valutazioni a livelli più umani difficilmente, come ricorda **Giancarlo Sandrin,** head of wholesale Europe di **L&G,** si potrà tornare all'entusiasmo di qualche anno fa senza un minimo di normalizzazione sul piano energetico: «L'India, con le sue solide dinamiche demografiche, continua a rappresentare una prospettiva interessante nel medio periodo, sostenuta da una cultura dell'investimento azionario interna forte e in costante crescita. Se e quando i prezzi del petrolio si stabilizzeranno, è probabile che si creino le condizioni affinché gli investitori globali tornino a interessarsi a questo mercato».

NOTEVOLE RESILIENZA

Sullo stesso tema **Violeta Todorova**, senior research analyst di **Leverage Shares** si focalizza su alcuni aspetti cruciali per inquadrare l'importanza di questa delicata transizione: «La crescita locale continua a essere puntellata dai servizi, dai consumi, dagli investimenti in infrastrutture e da una popolazione relativamente giovane. La Banca Mondiale prevede che l'Asia meridionale continuerà a essere la parte dell'universo emergente con il più sostenuto incremento del Pil (in media atteso a +6,8%) nel 2026-2027. Un simile livello di resilienza appare notevole, data la mancanza di esposizione di quest'area alla filiera dell'Ai. La sfida principale rimane riuscire a traslare una simile performance macroeconomica in robusti risultati aziendali, specialmente in uno scenario che vede già incorporate nelle valutazioni stime ambiziose sui conti. Corsi così elevati del greggio sicuramente minacciano la tenuta dei margini, il potere d'acquisto e la bilancia dei pagamenti».

SISTEMA ANCORA FRAGILE

Il sistema locale, infatti, appare tuttora fragile: basti pensare alla non elevatissima competitività industriale e alle difficoltà che attanagliano centinaia di milioni di famiglie ai margini del boom e che rischiano di vedere compromessi, sotto i colpi dell'inflazione, i progressi dell'ultimo decennio. Da questo punto di vista l'orizzonte del 2027 non è che appaia dei più sereni, come ricorda **Fabrizio Santin**, senior investment manager di **Pictet Asset Management**: «Il conflitto in Medio Oriente ha indebolito le prospettive di crescita e accresciuto i rischi inflazionistici, limitando lo spazio delle banche centrali per ridurre i tassi. Diventa quindi ancora più importante distinguere tra paesi e settori, valutando la solidità della domanda interna e la capacità delle imprese di difendere i margini. Guardando al 2027, oltre all'evoluzione geopolitica, sarà importante monitorare l'eventuale sviluppo di El Niño e le sue possibili conseguenze sui prezzi delle materie prime agricole. Inoltre, un nuovo aumento dei prezzi alimentari potrebbe complicare il rientro dell'inflazione e il percorso di allentamento monetario, con ripercussioni potenzialmente significative soprattutto su alcune economie asiatiche».

UNA SFIDA EPOCALE

In pratica in condizioni meno estreme, i temi interessanti, come specifica **Chetan Sehgal**, senior managing director di **Templeton Global Investments-Emerging Markets Equity,** rimangono tanti: «L'India offre opportunità nell'ambito dei servizi finanziari, della cura della salute e dei beni di consumo, grazie al sostegno generato dalla crescita dei redditi, dal processo di urbanizzazione ed entrata nell'economia formale nonché dalla digitalizzazione dell'economia». La classe dirigente indiana e il suo tessuto economico sono però chiamati a una sfida per certi versi epocale che, come per il Brasile, dirà molto sulla volontà e capacità di sviluppo degli emergenti. La fiducia dei capitali c'è, il margine per avventurismi, disordine e incompetenza no.

Il paragone con quanto offerto dal complesso dell'Ai, in effetti, sorge spontaneo. Il vantaggio di queste economie, però, è che sembrano, almeno alcune di esse, impegnate in una lunga e stabile marcia verso un più elevato benessere. Un fenomeno secolare che si trasla in una struttura borsistica non molto diversificata e caratterizzata da vari campioni nazionali che operano nei pilastri del sistema economico. Il mix può forse apparire vecchiotto e legato a una tesi di investimento che ha visto i suoi giorni migliori intorno a 20 anni fa. Al tempo stesso, gli scricchiolii intorno all'ormai immenso complesso dei data center stanno incomin-

ciando a diventare rumorosi e frequenti, rendendo quanto mai consigliabile l'attuazione di strategie alternative. Esplicito, al riguardo, appare **Kunjal Gala**, head of global emerging markets a **Federated Hermes:** «Per il periodo che va dal 2026 al 2028 a fronte di una crescita annuale del 25-30% in Corea e a Taiwan, le previsioni di utile del resto dell'Asia si posizionano intorno al 10-12%, un valore che scende intorno alla fascia alta della singola cifra, sia nel caso dell'Emea, sia dell'America Latina. Si tratta di numeri che possono sembrare mediocri a confronto di quanto registrato dai campioni dell'Ai, però, probabilmente, questi incrementi presentano caratteristiche strutturali e sostenibili in diversi mercati. Le condizioni macroeconomiche sono tutto sommato favorevoli in diverse economie emergenti: indicatori chiave, quali l'inflazione, i saldi di partite correnti, il livello delle riserve in valuta estera e dei tassi reali chiave non suggeriscono l'imminenza di una crisi».



MOMENTUM FAVOREVOLE

Inoltre, il momentum nei conti societari sembra favorevole per i maggiori gruppi locali, con diverse revisioni in senso positivo. **Xavier Hovasse e Lamine Bougueroua,** gestori di **Carmignac Emerging Patrimoine**, affermano: «Nel complesso, la crescita degli utili nei mercati emergenti rimane solida e le stime continuano a essere riviste al rialzo in un numero crescente di settori e di mercati. È un segnale incoraggiante, perché molte di queste aree non hanno beneficiato della stessa rivalutazione dei mercati trainati dall'intelligenza artificiale. Le valutazioni restano quindi interessanti rispetto a prospettive degli utili in miglioramento». La tesi d'investimento di dischiudere il valore a potenzialmente basso beta, rispetto al bull market secolare dell'intelligenza artificiale, però, richiede l'avverarsi di uno scenario relativamente probabile, ma da non dare per scontato: un'inflazione nei limiti della ragionevolezza, in maniera tale da non costringere la Fed a operare in modalità super-falco.

> ***Una Fed che riprendesse ad alzare il costo del denaro, fatto che rafforzerebbe il dollaro, peggiorerebbe le prospettive complessive degli emerging.***

ANCORA DIPENDENTI DAGLI USA

Nonostante tutto, infatti, il ciclo di gran parte del mondo dipende ancora dall'andamento della politica monetaria statunitense, un punto ben chiaro, ad esempio, a **Mabrouk Chetouane**, head of global market strategy di **Natixis Im**: «Il 2026 è stato dominato dal settore tecnologico. Sebbene gli elevati prezzi dell'energia abbiano sostenuto la crescita degli utili in quel settore, ci aspettiamo in vari mercati emergenti un'ampia normalizzazione dell'evoluzione dei risultati aziendali nel 2027. Prevediamo, però, anche un lieve rallentamento dell'andamento del Pil di queste nazioni, per quanto in gran parte dovuto a una base di comparazione elevata. Inoltre, sia il quadro dei tassi di interesse, sia l'andamento dei cambi si riveleranno elementi chiave dell'evoluzione macroeconomica. Una Fed che riprendesse ad alzare il costo del denaro, fatto che rafforzerebbe il dollaro, peggiorerebbe le prospettive complessive degli emerging. Detto ciò, ci aspettiamo rialzi minimi, se non nulli, da parte della Banca centrale statunitense».



MABROUK CHETOUANE
head of global market strategy
Natixis Im

VALUTAZIONI CONVENIENTI

Veniamo adesso alla seconda variabile: le valutazioni, che presentano aspetti decisamente interessanti, anche se su questo argomento è necessario fare alcune precisazioni. Il P/E forward del benchmark generale dell'Msci si posiziona intorno quota 9,7, un livello particolarmente a sconto, rispetto ai mercati sviluppati che si collocano attualmente a 17,9. In un certo senso, però, si tratta di uno strano dato



di sintesi figlio del Frankenstein che è diventata questa asset class. Da una parte vi è la distorsione al ribasso generata dal gigantesco listino coreano (intorno a 5) le cui stime di profitto dell'industria delle memorie è ormai a livelli inusitati e forse non proprio realistici. Questa forma estrema di "sconto della Corea" è compensata dall'altra parte dal P/E a 18,7 dell'ancora più imponente Borsa di Taipei. Tagliate le due ali estreme rimane un panorama di convenienza, ben sottolineato da **Mathieu Nègre**,head of impact investing di **Union Bancaire Privée (Ubp)**: «I titoli continuano a essere scambiati a sconto, sia rispetto alle proprie medie storiche, sia in rapporto alle azioni dei mercati sviluppati. Curiosamente, escludere i due paesi più esposti al tema dell'intelligenza artificiale non modifica sostanzialmente il quadro. Il mercato coreano presenta multipli di valutazione contenuti a causa della natura ciclica dei suoi campioni nazionali, mentre Taiwan tratta a premio rispetto all'insieme dei mercati emergenti, ma i due si compensano più o meno a vicenda. Secondo le stime di consenso di Bloomberg, l'indice Msci Emerging Markets è scambiato con uno sconto del 45% rispetto ai mercati sviluppati».

CHI CAPITALIZZA DI PIÙ

Nel dettaglio, la Cina, attualmente un po' meno del 20% della capitalizzazione dell'Msci Em, scambia a 10,6x gli utili attesi, mentre l'India, da cui viene circa il 10,6% del totale del benchmark, si posiziona a 18,6x. In teoria, un simile multiplo non si può certo definire economico, ma va ricordato che quella di Mumbai è una borsa che per anni è stata molto cara e che per un certo periodo (quello fra il crollo dei colossi tech cinesi nel post-Covid e l'avvio della mania dell'Ai) si è conquistata il ruolo di dinamo growth del mondo emergente.
Seguono poi il Brasile e il Sud Africa, che forniscono rispettivamente il 4% e il 3% del peso complessivo, il cui P/E forward è praticamente identico e pari grosso modo a 8,6x. Non sorprende, dunque, trovare un parere come quello di **Kévin Net**, head of the Asia division, fund manager, di **La Financière de l'Échiquier (Lfde)**: «Le valutazioni al di fuori dell'Asia, dominata dal settore tecnologico, sono generalmente molto meno esigenti, in particolare in Brasile, Cina e Sudafrica, dove è ancora possibile individuare società di qualità a valutazioni ragionevoli. Perfino l'India, che rimane cara in termini assoluti, ha visto le sue valutazioni moderarsi e ha raggiunto livelli più accettabili rispetto alla sua media di lungo periodo».

SENZA COLPI DI TESTA

Le prospettive delle aree geografiche elencate vanno interpretate alla luce di requisiti ben precisi che gli investitori richiedono, senza i quali vi è il rischio molto concreto di andare di fronte a rapide fughe di capitali. A inquadrare il discorso è l'analisi di **Krishan Selva**, client portfolio manager, azionari mercati emergenti di **Columbia Threadneedle Investments**: «Riteniamo che le opportunità si stiano ampliando oltre i settori che traggono vantaggio dall'Ai. Negli ultimi mesi abbiamo aumentato l'esposizione nell'energia, nell'elettricità, nell'industria e nelle infrastrutture, che dovrebbero beneficiare della crescita degli investimenti globali in conto capitale e dell'espansione della capacità produttiva. Infatti, la prossima fase del ciclo sarà probabilmente trainata non solo dalla spesa tecnologica, ma anche dalle infrastrutture fisiche necessarie a sostenere la crescita economica, l'elettrificazione e la sicurezza energetica. Rileviamo, inoltre, valore in alcune banche e in alcuni produttori di materie prime, settori stanno beneficiando sempre più del fatto che la leadership di mercato si sta espandendo oltre la ristretta cerchia dei vincitori legati all'Ai».
L'obiettivo, dunque, è un salto nella modernità a tutto tondo, che dovrebbe favorire i giganti corporate, pilastri di questa trasformazione, veri dominatori dei listini locali. Non sorprendentemente allo stato attuale i grandi produttori di materie prime si trovano in una posizione di netto vantaggio rispetto alle economie manifatturiere. Il tutto, però, a fronte di diversi caveat. Innanzitutto, la rendita derivante dalle risorse naturali va amministrata in maniera intelligente, favorendo il più possibile una domanda interna che alimenti la produttività. Inoltre, il tutto va portato avanti facendo attenzione ai conti pubblici, specialmente in questo clima di ritorno dei bond vigilantes e delle banche centrali occidentali indecise sul da farsi.

> ***La prossima fase del ciclo sarà probabilmente trainata non solo dalla spesa tecnologica, ma anche dalle infrastrutture fisiche necessarie a sostenere la crescita economica, l'elettrificazione e la sicurezza energetica***



KRISHAN SELVA
client portfolio manager
azionari mercati emergenti
Columbia Threadneedle Investments

Em: c'è ancora margine per ridurre il divario rispetto ai dm

a cura di Pinuccia Parini



STEVE SUN
managing director del team emerging markets equity Morgan Stanley Investment Management

Steve Sun, managing director del team emerging markets equity di **Morgan Stanley Investment Management** ha presentato a Fondi&Sicav l'outlook dell'asset manager statunitense.

Qual è il vostro approccio ai mercati emergenti?

«Mentre alcuni gestori si concentrano esclusivamente sull'individuazione di idee di investimento "bottom-up", noi adottiamo un approccio integrato che combina l'analisi "top-down" dei paesi con la selezione "bottom-up" dei titoli. Riteniamo che l'analisi "top-down" dei paesi sia fondamentale quando si investe in questa classe di attività. Adottiamo un approccio attivo all'allocazione per paese, che riflette la nostra visione a medio-lungo termine sulle prospettive di crescita economica di ciascun paese e che ci porta ad adeguare di conseguenza la nostra esposizione azionaria, anziché limitarci a seguire le ponderazioni del benchmark. Nell'ultimo anno e mezzo, l'indice Msci Emerging Markets in dollari statunitensi ha sovraperformato sia l'indice Msci World che l'indice Msci Acwi; riteniamo che vi sia ancora spazio affinché tale sovra-performance continui, in particolare rispetto agli Stati Uniti. Non si tratterà di una ripetizione dell'ultimo ciclo rialzista dei mercati emergenti, che era stato trainato dal boom delle materie prime alimentato dalla Cina, ma sarà guidato dai continui investimenti in conto capitale legati all'intelligenza artificiale e dagli aumenti di produttività, insieme alla crescita della domanda da parte dei consumatori. I mercati emergenti appaiono particolarmente attraenti a seguito della recente correzione nel settore tecnologico. Un aspetto sorprendente di quest'anno è stato il crescente interesse per questi mercati, nonostante le tensioni geopolitiche e l'aumento dell'inflazione».

Quali sono le motivazioni?

«Una delle ragioni potrebbe essere il desiderio degli investitori istituzionali di diversificare il proprio portafoglio, allontanandosi dai titoli azionari statunitensi e dagli asset denominati in dollari Usa. La maggior parte dei clienti con cui parliamo ha un'esposizione limitata ai mercati emergenti. Basta analizzare i dati Epfr per constatare che, nonostante la performance positiva dei titoli azionari di tali mercati negli ultimi due anni circa, l'allocazione della maggior parte dei clienti nei mercati emergenti rispetto all'indice Msci Acwi (in cui i mercati emergenti rappresentano l'11%) si attesta solo su valori di circa il 5-6%. A nostro avviso, il dollaro rimane ancora molto più forte rispetto alla media storica, soprattutto alla luce di tutte le sfide che l'economia statunitense deve affrontare in termini di aumento del livello del debito e dei disavanzi: un dollaro più debole è un fattore che favorisce i mercati emergenti come classe di attività. Sebbene l'effettiva allocazione nei mercati emergenti vari a seconda dei singoli clienti e delle istituzioni, uno studio condotto dal nostro team macroeconomico suggerisce che un'allocazione di circa il 16% offra il rendimento corretto per il rischio più efficiente, il che significa che la maggior parte degli investitori presenta un'esposizione insufficiente



verso i mercati emergenti e sta rinunciando a rendimenti potenziali. L'analisi evidenzia la necessità di un'inclusione strutturale dei mercati emergenti nei portafogli globali. Infine, da un punto di vista fondamentale, vale la pena notare che le revisioni al rialzo degli utili per azione, non solo per quest'anno ma anche per i prossimi anni, sono state di entità significativa, con un momentum superiore a quello dei mercati sviluppati, anche escludendo i giganti tecnologici asiatici. Le valutazioni dell'universo complessivo dei mercati emergenti continuano a presentare sconti significativi rispetto sia agli Stati Uniti che all'Europa, sebbene occorra tenere presente che i multipli variano notevolmente: la Corea del Sud registra un rapporto P/E pari a 5, mentre l'India si attesta a 22».

A proposito del mercato coreano, le aziende produttrici di chip quotano a multipli bassissimi, un segnale che in passato indicava la fine di un ciclo. Che cosa è cambiato oggi?

«Il mercato complessivo delle Dram è cambiato negli ultimi anni: solo pochi produttori coreani e americani dominano il settore, che si è progressivamente consolidato nel corso degli anni. Ciò non significa che il settore non sia più ciclico, ma è diventato meno standardizzato, poiché i chip di memoria vengono ora prodotti per soddisfare le esigenze specifiche dei clienti. Le aziende tecnologiche dei mercati emergenti , a partire dal 2024, hanno ottenuto risultati superiori a quelli delle loro controparti americane, poiché il flusso di profitti si è spostato verso quelle società che forniscono gli elementi essenziali dell'Ai, includendo non solo le aziende produttrici di memorie, ma anche quelle specializzate in packaging, assemblaggio, raffreddamento e molti altri settori.

Oltre alle aziende che hanno beneficiato del boom degli investimenti in Ai guidato dagli Stati Uniti, si è assistito all'ascesa di aziende cinesi che stanno traendo vantaggio dalla spinta alla localizzazione della produzione di chip semiconduttori. Sebbene queste aziende cinesi non siano leader globali del settore, sono riuscite a colmare il divario tecnologico rispetto alle loro controparti americane, taiwanesi o coreane. Per il momento soddisfano le esigenze del mercato interno, ma ciò non esclude la possibilità che, in futuro, possano diventare molto più competitive a livello globale».

C'è chi sostiene che ogni nuova generazione di sistemi legati all'Ai costi molto di più per unità di potenza; non intravede rischi legati al boom di investimenti atteso?

«Il costo delle Gpu di nuova generazione è aumentato, il che non è una sorpresa, ma ogni nuova generazione richiede anche una maggiore quantità di memoria. Con il forte aumento dei costi della memoria, in particolare per quella ad alta potenza di banda utilizzata per questi server specializzati nell'intelligenza artificiale, le aziende stanno cercando di trovare soluzioni alternative. Ci sono già stati alcuni casi in cui le aziende hanno sperimentato soluzioni sia software che hardware. Anche il fabbisogno energetico di questi data center dedicati all'IA si sta rivelando una sfida in alcuni paesi, specialmente negli Stati Uniti. Questo è un tema su cui anche noi stiamo conducendo ricerche e in cui stiamo investendo per il nostro portafoglio. Le aziende stanno cercando di implementare l'intelligenza artificiale in varie funzioni aziendali in modo efficiente in termini di costi. È anche per questo motivo che riteniamo non sia necessario, per la maggior parte delle persone e per le attività quotidiane, ricorrere ai modelli più avanzati in assoluto. Anche all'interno della stessa azienda possono esserci esigenze soddisfatte da modelli diversi, con costi diversi. Allo stesso modo, come risulta evidente da una serie di interviste rilasciate da amministratori delegati di vari settori, la scelta tra modelli chiusi e aperti sarà determinata sia dall'uso che si prevede di fare sia dal fattore costo».

Qual è la vostra esposizione alle singole aree geografiche?

«Abbiamo una posizione sovra-ponderata in Polonia, Taiwan, Cile, Ungheria e Sudafrica, mentre siamo sotto pesati in Cina e nei paesi del Medio Oriente. La Polonia è un paese che, a nostro avviso, è stato in qualche modo trascurato dal mercato nonostante la sua crescita economica costante e l'aumento degli investimenti diretti esteri, oltre ai fondi UE del programma Next Generation. Il Paese rappresenta per l'Europa ciò che il Messico rappresenta per gli Stati Uniti in termini di base produttiva a costi contenuti, ma la Polonia sta ora emergendo anche come polo tecnologico. La nostra esposizione è, in generale, legata alla vivace attività economica, attraverso il settore bancario, quello delle costruzioni, le società di beni di consumo e quelle industriali. Taiwan rimane una parte importante della nostra esposizione alla catena del valore tecnologico, che spazia dal settore delle fonderie (produzione fisica) alle società fabless (che progettano e commercializzano i propri prodotti esternalizzandone la produzione) e a varie aziende della filiera tecnologica. Il Paese ha beneficiato di un "effetto cluster", per cui aziende simili, fornitori specializzati e centri di ricerca sono concentrati in determinate aree geografiche, beneficiando di un vantaggio competitivo. L'economia cinese continua ad affrontare difficoltà economiche, poiché i consumi interni sono deboli e il settore immobiliare rimane stagnante. Tuttavia, riteniamo che, su base selettiva, esistano alcune opportunità interessanti, specialmente in specifici settori legati alla tecnologia».

Qual è la vostra maggiore preoccupazione?

«Il nostro team macroeconomico e i nostri analisti specializzati sui singoli Paesi continuano a valutare con attenzione i rischi per il portafoglio. L'inflazione si mantiene su livelli elevati, i tassi di interesse hanno registrato un'impennata e i prezzi dell'energia si stanno rivelando una sfida per alcuni paesi in via di sviluppo. Come prevedibile le tensioni geopolitiche e commerciali continuano a rappresentare per noi motivo di preoccupazione, così come i timori relativi al recente boom degli investimenti nel settore dell'intelligenza artificiale».

Il credito Ig europeo, i fondamentali sono solidi

a cura di Pinuccia Parini

A **Laetitia Talavera-Dausse**, gestrice del fondo Allianz Euro Credit Sri di **Allianz Global Investors,** Fondi&Sicav ha chiesto se le obbligazioni societarie investment grade europee siano ancora appetibili per gli investitori, sebbene gli spread creditizi rimangano contenuti, e si preveda un aumento delle emissioni nette.

Qual è la sua lettura della volatilità vista di recente sul mercato del credito?

«L'aumento dei tassi d'interesse e l'allargamento degli spread cui si è assistito di recente sono ascrivibili a diverse ragioni. Da un lato ci sono gli hyperscaler, che ricorreranno più frequentemente al mercato dei capitali per finanziare i loro investimenti: le emissioni per quest'anno e il prossimo sono consistenti e bisognerà verificare la capacità di assorbimento della domanda. Dall'altro lato, c'è l'allargamento degli spread dei titoli governativi francesi, un effetto di secondo ordine per le obbligazioni societarie degli emittenti domestici, ma che ha contribuito ad alimentare la tensione in Europa».

Di fatto, un allargamento degli spread è già avvenuto?

«È vero, gli spread si sono ampliati, ma, considerando i fondamentali, pensiamo che quanto è successo abbia creato una sorta di spazio per ammortizzare ulteriori ritorni di volatilità. I risultati delle aziende europee del secondo trimestre dell'anno sono stati complessivamente buoni, di qualità, soprattutto all'interno del settore bancario, dove sono state battute le attese degli analisti. È stata la prima volta in cui gli utili hanno incorporato gli effetti negativi della guerra in Iran iniziata a febbraio, ma l'impatto del conflitto è stato minimo. Tranne alcuni settori specifici, i bilanci delle aziende europee hanno mostrato una buona tenuta rispetto alla crisi energetica: minimo aumento della leva finanziaria ed evoluzione positiva dell'Ebitda margin. Tutto ciò dovrebbe contenere gli effetti negativi di ulteriori rialzi dei tassi d'interesse per ragioni di carattere geopolitico».

Alcune delle ragioni addotte per spiegare l'allargamento degli spread sul mercato del credito sono ancora presenti. Inoltre, il caro energia potrebbe spingere al rialzo l'inflazione in Europa?

«I prezzi del greggio sono soggetti a continua volatilità ed è difficile avere una prospettiva di lungo termine sull'evoluzione del conflitto in Medio Oriente. Al momento ci aspettiamo che le quotazioni del petrolio continuino a fluttuare all'interno di un intervallo intorno ai livelli attuali. Per quanto riguarda l'inflazione, non pensiamo ci possa essere un significativo inasprimento della situazione. In particolare, ci attendiamo che i risultati societari del terzo trimestre siano in linea con le stime pubblicate durante il tri-



LAETITIA TALAVERA-DAUSSE
gestrice del fondo
Allianz Euro Credit Sri
Allianz Global Investors



mestre precedente. L'insieme di questi fattori ci induce a pensare che, sia nelle prossime settimane, sia nei prossimi mesi, non ci sarà un allargamento significativo degli spread. Chiaramente, ci sono alcuni comparti, come l'automobilistico, la cui redditività è messa sotto pressione. Le banche, invece, godono di ottima salute: l'aumento dei tassi da parte della Bce è stato un vento in poppa per il margine di interesse netto degli istituti di credito. Siamo positivi sul credito investment grade per la solidità degli emittenti e per la loro qualità. Inoltre, anche il mercato high yield non segnala alcun preoccupante aumento del default rate, che continua a essere molto basso».

Quindi vuole dire che, vista la situazione dei conti pubblici di molte economie avanzate, bisogna essere più preoccupati dei titoli governativi che delle obbligazioni societarie?

«Ovviamente non si può generalizzare: le decisioni di investimento vanno contestualizzate. È però possibile che scaturisca una sorta di competizione tra le nuove emissioni di titoli governativi e le nuove emissioni di obbligazioni societarie, soprattutto da parte degli hyperscaler. Questi ultimi hanno solitamente un rating elevato e potrebbero offrire un premio per attirare gli investitori, insieme a prospettive di crescita della loro attività. Al contrario, altri emittenti di debito pubblico, con pari merito creditizio, si troverebbero ad avere pochi elementi a disposizione per alimentare simili aspettative sulla gestione del deficit. Quindi, sì, potremmo assistere ad attività di arbitraggio tra le due classi di attivo. Ci potrebbe essere un aumento del livello medio di indebitamento dell'indice Ig di riferimento per l'effetto hyperscaler, ma è vero che la dimensione dell'Ig europeo è pari a circa 3 trilioni di euro di capitalizzazione e, anche con l'arrivo di queste emissioni, non ci attendiamo un grande impatto».

Nella selezione degli emittenti lei segue un approccio Sri. L'Ai richiede un'espansione infrastrutturale consistente. Come gestite le valutazioni dei rischi ambientali, sociali e di governance?

«Con grande impegno e tenendo fermi i parametri attraverso i quali analizziamo i singoli emittenti in termini di investimento socialmente responsabile, utilizzando il "best in class approach": scegliamo l'azienda che risulta migliore all'interno di un determinato gruppo. A testimonianza della nostra attività in materia di sostenibilità, facciamo parte del Comitato esecutivo dei Principi dell'International capital market association (Icma), dove ricopro il ruolo di principale rappresentante di Allianz Global Investors. In questo contesto, insieme ad altri attori del mercato, stiamo partecipando alla nuova task force sul finanziamento sostenibile dei data center, il cui obiettivo è sviluppare linee guida sulle migliori pratiche di mercato per il finanziamento sostenibile dei data center, da integrare, ove pertinente, nelle pubblicazioni esistenti dei Principi, il cui compito è sensibilizzare i partecipanti ai mercati finanziari sull'importanza di comprendere l'impatto ambientale e sociale che, in ultima analisi, contribuisce ad attrarre maggiori capitali a sostegno dello sviluppo sostenibile. A questo proposito vale la pena aggiungere che l'Ue ha recentemente avviato una consultazione pubblica sul tema degli standard minimi di prestazione per i data center in Europa, che è aperta ai commenti fino alla metà di dicembre».

Come è strutturata la vostra esposizione al mercato del credito Ig europeo?

«Attualmente preferiamo il comparto bancario per il notevole miglioramento dei fondamentali, come argomentato in precedenza, e siamo in sovrappeso anche nell'ambito delle aziende di pubblica utilità per la visibilità della generazione dei ricavi. Siamo invece sottopesati sui settori ciclici, compreso l'automobilistico, nonostante si possa argomentare l'attrattività delle valutazioni. Tuttavia i problemi da affrontare sono molteplici, compresa la regolamentazione sulla componentistica redatta dalla Commissione europea, che ha ancora bisogno di chiarimenti».

Come pensate che si muoverà la Bce?

«La Banca centrale europea è stata finora molto cauta nella comunicazione, probabilmente con l'intento di non compromettere la crescita del Vecchio continente. La Bce è consapevole che potrebbe essere un errore alzare i tassi più di quanto il mercato si aspetti».

Invesco

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

Condizioni restrittive e crescita resiliente

di David Aujla

La crescita economica si mantiene resiliente. Il nostro indicatore della crescita economica globale, basato sui Leading Economic Indicators, continua a mantenersi al di sopra del trend per il decimo mese consecutivo, con la maggior parte dei suoi sottocomponenti che registra valori superiori al trend. Questa continuità evidenzia la solidità di fondo dell'economia osservata nell'ultimo anno e suggerisce un contesto economico stabile.

QUALCHE SEGNALE DI TENSIONE

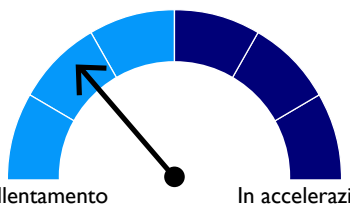
I nostri indicatori della propensione al rischio rimangono positivi, sebbene mostrino una tendenza al rallentamento. L'aumento dei rendimenti a livello globale e l'inasprimento delle condizioni finanziarie nelle ultime settimane hanno iniziato a mettere in discussione le aspettative di crescita legate allo sviluppo dell'intelligenza artificiale e le previsioni sugli utili rispetto ai multipli di valutazione. Il recente ridimensionamento del momentum trade legato all'Ai si è manifestato in modo particolarmente evidente nei mercati azionari emergenti, dove i rendimenti degli indici sono stati penalizzati soprattutto da paesi quali Corea del Sud, Cina e Taiwan, che rappresentano complessivamente circa il 64% dell'indice. Anche negli Stati Uniti, gli indici con una forte componente tecnologica sono stati sottoposti a pressioni.

Primi segnali di tensione sono emersi anche sui mercati del credito. Il differenziale tra gli spread delle obbligazioni con rating CCC e quelli del più ampio mercato high yield ha continuato ad ampliarsi, avvicinandosi ai livelli osservati l'ultima volta nel 2020, 2016 e 2008. Questi sviluppi coincidono con l'avvio della stagione degli utili del terzo trimestre, in cui i risultati societari, pur rimanendo solidi in termini assoluti, hanno iniziato a essere messi alla prova in termini relativi, considerando gli elevati livelli di crescita già incorporati nei multipli di valutazione nel corso di quest'anno. Il framework rimane in un regime di rallentamento (slowdown), caratterizzato da una crescita economica globale superiore al trend accompagnata da una persistente moderazione della propensione al rischio a livello globale.

TENSIONE SUI PREZZI

Il nostro indicatore del momentum dell'inflazione continua a segnalare pressioni elevate sui prezzi, soprattutto per effetto dei costi dell'energia a livello globale che si stanno estendendo sempre più oltre la quotazione del greggio. Le analisi indicano che l'onere di trasporto marittimo del petrolio è aumentato notevolmente, facendo salire il costo di consegna del greggio alle raffinerie e accentuando le pressioni sui prodotti raffinati, tra cui benzina, diesel e combustibile da riscaldamento. Questi maggiori costi di trasporto potrebbero mantenere elevate le pressioni inflazionistiche legate all'energia anche qualora i prezzi di riferimento del petrolio si stabilizzassero, con il rischio che le pressioni rilevate dai nostri indicatori si dimostrino più persistenti.

IL NOSTRO QUADRO MACROECONOMICO IN SINTESI

	Globale	USA	Giappone	Regno Unito	Eurozona	ME ex Cina	Cina
Livello della crescita	+	+	+	+	+	+	–
Appetito rischio / Aspettative crescita							
Macroregime	Rallentamento	Rallentamento	Rallentamento	Rallentamento	Rallentamento	Rallentamento	Contrazione

Fonte: Invesco

DIVERSIFICARE CON LA DURATION

Sebbene un solo mese non sia sufficiente a delineare un nuovo regime, ottobre rafforza la nostra convinzione che la duration possa continuare a rappresentare un'efficace forma di copertura, qualora l'inasprimento delle condizioni finanziarie inizi a indebolire la crescita e a spingere al ribasso i tassi reali. Il mese scorso abbiamo sottolineato il ruolo della duration come strumento di diversificazione, segnalando il rischio che il rialzo dei tassi reali iniziasse a frenare la crescita. Ottobre ne ha offerto una prima conferma. Con il rendimento reale a 10 anni in calo di 27 punti base rispetto al picco di settembre, i Treasury hanno reso il 2,4%, mentre l'S&P 500 ha perso lo 0,9%, annullando in parte le pressioni che l'aumento dei tassi reali aveva esercitato sulla duration. L'andamento è in linea con l'esperienza storica: nei 35 mesi dal 2002 in cui i rendimenti reali sono scesi di almeno 25 punti base, i Treasury hanno reso in media il 2,1%. Quando poi un calo azionario ha coinciso con una discesa di almeno 25 punti base dei rendimenti reali, i Treasury hanno chiuso in positivo nel 94% dei casi e hanno sempre battuto l'azionario. Un solo mese non basta a definire un nuovo regime, ma ottobre rafforza la nostra convinzione che la duration possa restare una copertura efficace se l'inasprimento delle condizioni finanziarie dovesse indebolire la crescita e spingere al ribasso i tassi reali.

INVESTIRE IN MODO EQUILIBRATO E MIRATO

Guardando al futuro, riteniamo che l'attuale equilibrio dei rischi renda opportuna una maggiore diversificazione del portafoglio, privilegiando il mantenimento dell'esposizione ad asset in grado di sovraperformare in potenziali scenari rialzisti e, al contempo, di proteggersi dai rischi per la crescita. Storicamente, le fasi caratterizzate da una crescita superiore al trend, ma in rallentamento, sono state associate a rendimenti moderatamente positivi nelle diverse asset class e a una convergenza delle performance tra asset sensibili alla crescita e asset difensivi. Questa convergenza continua a orientare la nostra view tattica e si riflette in un posizionamento d'investimento equilibrato e mirato.

NEUTRALI AL RISCHIO

Manteniamo un posizionamento complessivamente neutrale al rischio rispetto al benchmark, continuando a porre l'accento sulla gestione del rischio. In questo modo miriamo a preservare la flessibilità e a favorire la diversificazione, consentendo ai portafogli di mantenere un'esposizione a potenziali ulteriori rialzi e, al contempo, di individuare opportunità di valore relativo all'interno delle diverse asset class. In questo quadro, c'è un moderato sovrappeso sull'azionario rispetto all'obbligazionario, privilegiando un posizionamento difensivo piuttosto che un'esposizione a un'accelerazione ciclica.

PRIVILEGIARE LE AZIONI DIFENSIVE

Nell'azionario sovrappesiamo i fattori difensivi, quali quality e low volatility. Storicamente, i fattori difensivi hanno registrato buone performance nelle fasi di rallentamento, grazie a profili dei flussi di cassa più stabili e a una minore sensibilità ai cambiamenti nelle dinamiche di crescita. A livello settoriale, privilegiamo le esposizioni con caratteristiche difensive e fondamentali solidi e duraturi, comprese alcune aree selezionate dei settori della tecnologia dell'informazione, della salute e dei beni di prima necessità, a discapito dei comparti più ciclici. Da un punto di vista regionale, manteniamo una moderata preferenza per gli Stati Uniti rispetto agli altri mercati sviluppati e per i mercati sviluppati rispetto a quelli emergenti.

SOTTOPESARE IL RISCHIO CREDITO

Continuiamo ad avere un moderato sottopeso sul rischio di credito[1] complessivo. Gli spread dell'high yield nel suo insieme restano contenuti rispetto ai livelli storici, anche se quelli delle emissioni con rating più basso continuano ad allargarsi in modo significativo. Pur meritando attenzione, questo ampliamento non si è ancora trasmesso all'indice high yield più ampio. Il nostro moderato sottopeso riflette quindi un equilibrio dei rischi meno favorevole: la remunerazione offerta dagli spread appare meno interessante rispetto ad altre fonti di rendimento di un portafoglio diversificato. Conserviamo, inoltre, un'esposizione alla duration dei tassi d'interesse utile, sia per gestire il rischio, sia per proteggersi da un eventuale rallentamento della crescita, con una preferenza per i titoli indicizzati all'inflazione, visto il perdurare di un momentum inflazionistico elevato.

NEUTRALI DOLLARO

Manteniamo una posizione neutrale sul dollaro statunitense. Tra i mercati sviluppati, siamo sottopesati su dollaro australiano, sterlina britannica, dollaro neozelandese, corona svedese e franco svizzero, mentre siamo sovrappesati su dollaro canadese, euro, yen giapponese, corona norvegese e dollaro di Singapore. Nei mercati emergenti preferiamo le valute con rendimenti più elevati e valutazioni relativamente interessanti, come rupia indiana, rupia indonesiana, ringgit malese, dollaro taiwanese e baht thailandese, finanziando queste posizioni con un sottopeso su peso colombiano, corona ceca, peso messicano e rand sudafricano.

(1) Rischio credito definito come il prodotto fra durata media finanziaria – duration – e spread (DTS).



DAVID AUJLA
portfolio manager
Invesco

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

Informazioni Importanti
Questa comunicazione di marketing è per pura finalità esemplificativa ed è riservata all'utilizzo da parte dei Clienti Professionali in Italia. Non è destinata e non può essere distribuita o comunicata ai clienti al dettaglio.
Le informazioni riportate in questo documento sono aggiornate a dicembre 2025, salvo ove diversamente specificato. Il presente documento è di natura commerciale e non intende costituire una raccomandazione d'investimento in un'asset class, un titolo o una strategia particolare. Non vigono pertanto gli obblighi normativi che prevedono l'imparzialità delle raccomandazioni di investimento/strategie d'investimento né i divieti di negoziazione prima della pubblicazione. Le informazioni fornite hanno finalità puramente illustrative e non devono essere considerate raccomandazioni di acquisto o vendita di titoli. Qualora fosse fatta menzione di specifici titoli, settori o strumenti finanziari, ciò non implica la loro presenza nel portafoglio dei fondi Invesco e non rappresenta un'indicazione acquisto o vendita. Le opinioni espresse da Invesco o da altri individui si basano sulle attuali condizioni di mercato e possono differire da quelle espresse da altri professionisti dell'investimento e sono soggette a modifiche senza preavviso.
Il presente documento è pubblicato in Italia da Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg, regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg.



Rivoluzione o hype?

a cura di di Bert Flossbach

L'intelligenza artificiale sta cambiando le nostre vite e i suoi effetti si fanno sentire anche sull'economia. Quali sviluppi dobbiamo aspettarci?

Tutte le rivoluzioni tecnologiche, dalla macchina a vapore a internet, fino all'odierna intelligenza artificiale (Ai), hanno un tratto in comune: i loro esordi sono accompagnati da irrazionalità di ogni sorta. Sogni futuristici degni della fantascienza si alternano a timori per le ripercussioni sulla nostra vita, mentre sui mercati finanziari si assiste a veri e propri eccessi. È esattamente ciò che osserviamo anche oggi con l'Ai.

SCENARI ESTREMI

Gli scenari estremi spaziano dall'estinzione della civiltà a una vita di abbondanza pressoché priva di fatica, in cui un esercito di robot umanoidi garantirebbe un benessere mai conosciuto prima. Questa, almeno, è la visione di Elon Musk: «Se l'Ai sarà onnipresente e disponibile, sostanzialmente gratis, o quasi, e al tempo stesso anche la robotica diventerà onnipresente, assisteremo a un'esplosione dell'economia mondiale davvero senza precedenti nella storia. [...] Ci sarà una tale abbondanza di beni e servizi perché presumo che, a un certo punto, i robot saranno più numerosi degli esseri umani.»

La Federal Reserve Bank of Dallas ha tratteggiato questi scenari estremi per gli Stati Uniti partendo dall'andamento di lungo periodo della produttività americana.

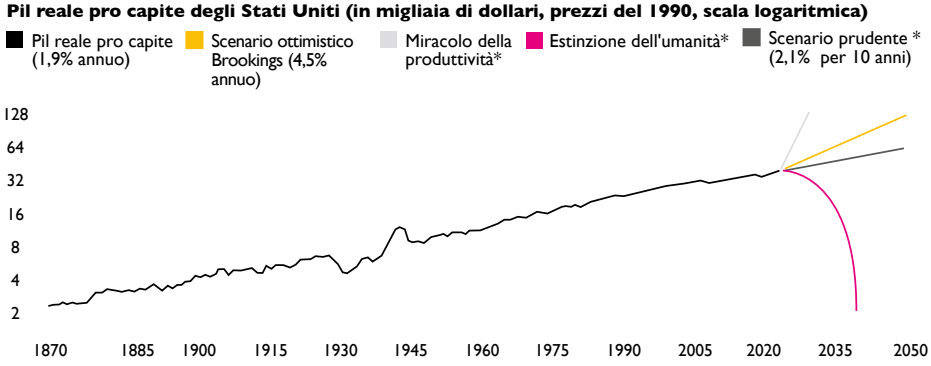
pubblireadazionale



BERT FLOSSBACH
fondatore di Flossbach von Storch e gestore del fondo multi-asset flessibile Flossbach von Storch Multiple Opportunities

MIRACOLO DELLA PRODUTTIVITÀ GRAZIE ALL'AI O FINE DELL'UMANITÀ?

Pil reale pro capite degli Stati Uniti (in migliaia di dollari, prezzi del 1990, scala logaritmica)



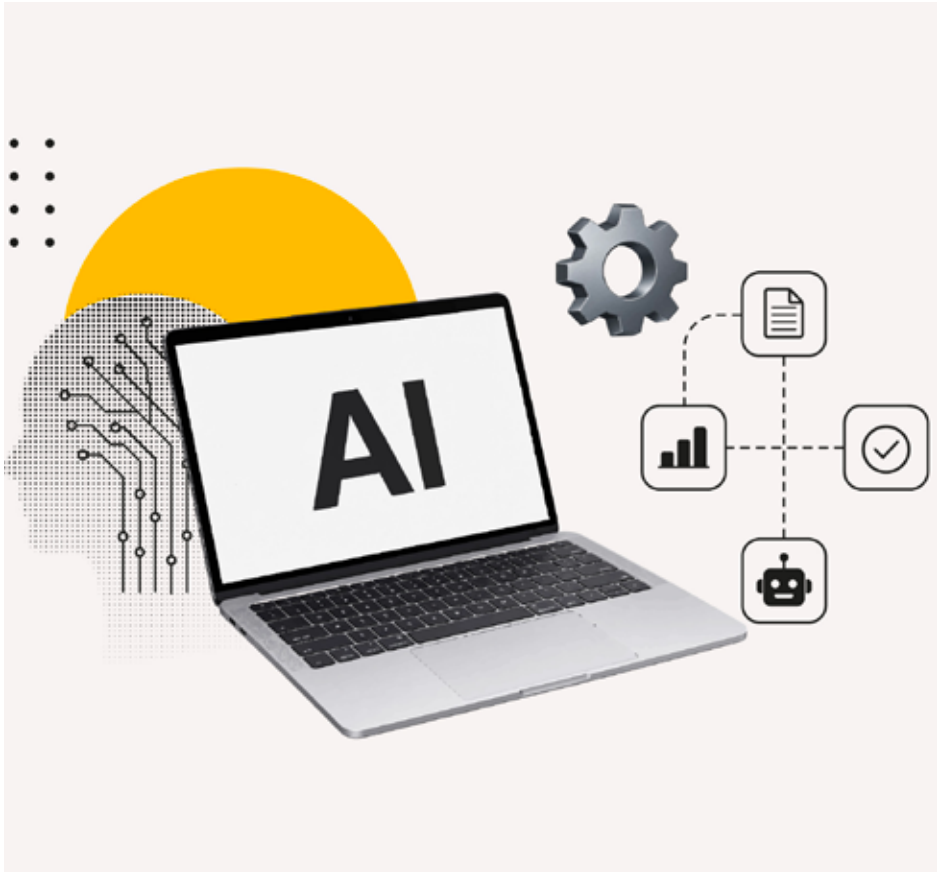
* Dal 2025: ipotesi di scenario della Federal Reserve of Dallas. L'andamento effettivo potrebbe discostarsi sensibilmente dalle ipotesi qui illustrate

Fonte: Federal Reserve of Dallas, Flossbach von Storch, sati al 30 settembre 2026

Nello «scenario del miracolo della produttività alla Elon Musk», quest'ultima, misurata come Pil reale pro capite, si moltiplicherebbe nel giro di pochi anni, poiché gran parte della forza lavoro verrebbe sostituita da Ai e robot, e il sostentamento di chi resta senza lavoro dovrebbe essere finanziato dalle imprese con una tassa sull'Ai o sui robot. Anche lo scenario dell'estinzione presuppone una marcia trionfale di questa tecnologia, ma in questo caso l'intelligenza artificiale e i suoi complici (agenti e robot), anziché mettersi al servizio dell'umanità finirebbero per annientarla.

Entrambi gli scenari sono improbabili. Gli addetti ai lavori attribuiscono a quello dell'estinzione una probabilità del 10%, ma più che altro per dare forza agli avvertimenti sui rischi dell'Ai, mentre il miracolo della produttività va letto come una visionaria campagna pubblicitaria per un «mondo nuovo» di questa tecnologia. Quel che si può già prevedere è che l'intelligenza artificiale avrà un impatto positivo sulla produttività delle economie, anche se le stime su portata e tempi divergono notevolmente.

Lo scenario prudente della Dallas Fed ipotizza un modesto guadagno legato all'Ai, pari allo 0,2% annuo, che porterebbe l'incremento storico della produttività dall'1,9% al 2,1% l'anno: troppo poco per giustificare gli investimenti colossali in corso.



ANALISI OTTIMISTICA

L'analisi seria più ottimistica, firmata da Martin Neil Baily (Brookings Institution), Erik Brynjolfsson (Stanford University) e Anton Korinek, ipotizza invece che l'Ai acceleri anche l'innovazione e lo stesso progresso tecnologico: la produttività potrebbe così salire di ulteriori 2,6 punti percentuali, fino a un 4,5% annuo storicamente molto elevato, e raddoppiare in appena 16 anni. Una simile spinta potrebbe risolvere molti dei problemi che oggi ci preoccupano: attutire gli effetti del cambiamento demografico, arginare la deriva del debito pubblico grazie a una crescita reale più sostenuta e ridurre l'impatto ambientale (a patto che i consumi energetici dei data center non crescano di pari passo). Buone notizie anche per i paesi dell'Eurozona, Italia compresa, dove la popolazione invecchia e la crescita economica difficilmente basterà a mantenere il benessere nel lungo periodo.

Un simile balzo avrebbe però anche gravi conseguenze sociali. Raddoppiare la produttività significherebbe perdere numerosi posti di lavoro, a cominciare da operai non qualificati, impiegati addetti a compiti poco creativi e consulenti freelance. Alcuni potrebbero dedicarsi ad attività imprenditoriali, creative o decisionali, altri riqualificarsi per mestieri difficilmente sostituibili dall'Ai, come le professioni di cura o i lavori artigianali; nel complesso, però, la disoccupazione è destinata ad aumentare, mettendo sotto pressione i sistemi di protezione sociale.

Intanto il boom degli investimenti ha subito un'ulteriore accelerazione, tanto che la sigla Ai ormai sta per «All in». La domanda di potenza di calcolo supera la capacità disponibile e risorse come energia, chip e capitale diventano più costose; ciononostante, molti investitori si aspettano che il boom dei data center prosegua fino al prossimo decennio.

Per il momento, però, il boom non si regge sulle proprie gambe: i costi dei fornitori di Ai superano i ricavi. Gli hyperscaler reinvestono il proprio cash flow in nuovi data center, mentre i grandi produttori di chip finanziano i propri clienti con metodi sempre più creativi e opachi, come garanzie non iscritte in bilancio o chip usati come pegno per ottenere prestiti.

ATTENZIONE AI RISCHI

A differenza del boom immobiliare sfociato nella crisi finanziaria, quello dell'Ai si fonda sulla promessa di un forte aumento della produttività. Se verrà mantenuta, il boom potrebbe durare ancora molti anni; in caso contrario, la disponibilità a pagare degli utenti non basterebbe a giustificare un'ulteriore espansione della capacità. Serve dunque una ripresa della produttività che si autoalimenti, a beneficio di tutte le imprese e non soltanto di una manciata di colossi statunitensi.

Gli investitori tendono ancora a ignorare i rischi legati all'intelligenza artificiale e farebbero bene a tenere d'occhio i possibili eccessi sui mercati azionari. Al tempo stesso, un boom della produttività potrebbe favorire le azioni di qualità di aziende con utili prevedibili e modelli di business difficili da replicare.

Già oggi gli investimenti nell'Ai sostengono la crescita e hanno contribuito a un sensibile aumento dei rendimenti dei titoli di stato. Le obbligazioni societarie di elevata qualità creditizia offrono ormai il 6% in dollari Usa e il 4,5% in euro, livelli che dovrebbero garantire un rendimento reale adeguato anche al netto dell'inflazione. Nelle nostre strategie multi-asset flessibili abbiamo quindi aumentato di nuovo il peso delle obbligazioni, in modo selettivo e puntando su emittenti di prim'ordine.

Fare i conti con un'inflazione più elevata

a cura di Pinuccia Parini

Fondi&Sicav ha chiesto a **Yves Bonzon**, group chief investment officer di **Julius Baer**, come gli investitori dovrebbero posizionare i propri portafogli in questo contesto di mercato.

Inflazione e tassi d'interesse: quali dinamiche vi attendete?

«Non ci aspettiamo un ritorno al contesto di inflazione e tassi d'interesse estremamente bassi che hanno caratterizzato gran parte degli anni 2010. Le forze che per anni hanno mantenuto l'inflazione e i rendimenti su livelli contenuti, in particolare l'eccesso di risparmio globale, si sono indebolite, mentre la domanda di capitale è aumentata significativamente. I persistenti disavanzi fiscali, l'aumento della spesa per la difesa, il reshoring strategico, le politiche industriali e gli investimenti nelle infrastrutture per l'intelligenza artificiale e l'energia indicano tutti un contesto in cui, sia l'inflazione, sia il costo del capitale saranno probabilmente più elevati rispetto al decennio successivo alla crisi finanziaria globale. Allo stesso tempo, la normalizzazione dei tassi d'interesse ha messo in luce una marcata divergenza tra i solidi bilanci del settore privato e quelli, sempre più fragili, del settore pubblico. Le famiglie e le imprese si sono generalmente adattate bene a un costo del capitale più elevato, mentre i governi sono diventati molto più esposti all'aumento dei costi di rifinanziamento. Questo elemento genera una tensione crescente tra il mantenimento della stabilità dei prezzi e la salvaguardia della sostenibilità del debito. In questo scenario, riteniamo che l'inflazione sia tanto una scelta politica quanto il risultato di dinamiche economiche. Con l'aumento del debito e la continua espansione del sistema finanziario rispetto all'economia reale, i responsabili delle politiche economiche avranno forti incentivi a evitare un inasprimento disordinato delle condizioni finanziarie. Ciò potrebbe tradursi in una politica monetaria più accomodante, in varie forme di repressione finanziaria o in una maggiore tolleranza verso un'inflazione superiore all'obiettivo. Ci aspettiamo che l'inflazione e i tassi d'interesse si stabilizzino su livelli superiori a quelli cui gli investitori si erano abituati nel periodo successivo alla crisi finanziaria globale. La nostra convinzione di lungo periodo rimane che, nel corso di questo decennio, i responsabili delle politiche economiche saranno più propensi a tollerare un'inflazione vicina al 3% piuttosto che al 2%».

Come strutturereste l'esposizione del portafoglio?

«Riteniamo che gli investitori debbano adattarsi a un mondo caratterizzato da un'inflazione strutturalmente più elevata, da una maggiore intensità di capitale e da una crescente predominanza delle politiche fiscali. In pratica, ciò significa essere più



YVES BONZON
group chief investment officer
Julius Baer



selettivi nei confronti delle attività nominali e privilegiare gli asset reali e semi-reali (ossia le azioni), in particolare quelli caratterizzati da bilanci solidi e rendimenti maggiormente protetti dall'inflazione e dagli effetti negativi delle politiche economiche. Nel settore azionario, privilegiamo un'ampia diversificazione globale, concentrandoci sui titoli che beneficiano degli investimenti nell'autonomia strategica, sulle opportunità di crescita a lungo termine come l'intelligenza artificiale e l'India, e sui mercati che fungono da riserva di valore, caratterizzati da istituzioni solide e finanze pubbliche sane, come la Svizzera. A questa esposizione affianchiamo un investimento strategico in oro, che consideriamo una copertura contro la predominanza delle politiche fiscali, la svalutazione delle valute e la crescente frammentazione geopolitica. Nell'ambito del reddito fisso, preferiamo il credito societario di elevata qualità e le obbligazioni dei mercati emergenti denominate in valuta locale rispetto ai titoli governativi dei paesi sviluppati del G7».

Titoli di stato o credito societario?

«Rimaniamo prudenti nei confronti dei titoli di stato dei paesi del G7 e preferiamo il credito societario di elevata qualità. La ragione principale risiede nella crescente divergenza tra i bilanci del settore pubblico e quelli del settore privato. Mentre molti governi continuano a registrare consistenti disavanzi fiscali e devono fare fronte a costi di rifinanziamento in aumento, i bilanci delle imprese rimangono complessivamente solidi e hanno dimostrato di potere resistere a un costo del capitale più elevato. Gli utili societari sono stati inoltre sostenuti da due importanti fattori favorevoli: in primo luogo, la spesa pubblica sostenuta dopo la pandemia e, successivamente, l'agenda per l'autonomia strategica; in secondo luogo, il ciclo di investimenti in corso legato all'intelligenza artificiale e alle infrastrutture digitali. In un contesto caratterizzato da bilanci solidi, redditività record e rendimenti assoluti interessanti, riteniamo che il credito societario di elevata qualità offra una combinazione interessante di reddito e rendimenti corretti per il rischio, nonostante gli spread creditizi contenuti».

E le obbligazioni e le azioni dei mercati emergenti?

«Individuiamo opportunità interessanti sia nel debito sia nei mercati azionari emergenti. Nell'ambito del reddito fisso, privilegiamo le obbligazioni dei mercati emergenti denominate in valuta locale, che offrono un'interessante combinazione di rendimento, bilanci sovrani generalmente più solidi rispetto a quelli di molte economie del G7 e potenziale di apprezzamento valutario nel lungo periodo. Per quanto riguarda le azioni, privilegiamo i mercati sostenuti da solide dinamiche di crescita interna, da condizioni demografiche favorevoli e da una crescente importanza strategica nell'economia globale. L'India rimane uno degli esempi più interessanti. Oltre alle solide prospettive di crescita strutturale, all'espansione della classe media e all'aumento dei consumi interni, il Paese occupa una posizione particolarmente vantaggiosa in un mondo sempre più multipolare. La sua capacità di mantenere relazioni costruttive con i diversi blocchi geopolitici in competizione tra loro dovrebbe consentirle di beneficiare dei cambiamenti nei flussi commerciali, negli investimenti e nelle catene di approvvigionamento globali. La Cina presenta un'opportunità più articolata. Sebbene abbia sviluppato punti di forza significativi nell'intelligenza artificiale, nella manifattura avanzata e nell'elettrificazione, i responsabili delle politiche economiche rimangono riluttanti ad affrontare in modo deciso le debolezze della domanda interna e dei bilanci delle famiglie. La questione fondamentale per gli investitori è se questi vantaggi strutturali si tradurranno, in definitiva, in rendimenti sostenibili per gli azionisti».

Pensate che l'intelligenza artificiale sarà un motore di crescita anche nel 2027?

«Ci aspettiamo che l'intelligenza artificiale continui a rappresentare uno dei principali motori della crescita economica nel 2027. Quella che inizialmente era una svolta tecnologica si è trasformata in uno dei più grandi cicli di investimento della storia economica moderna. Ma non riteniamo che la fase di sviluppo delle infrastrutture sia conclusa. Man mano che l'Ai diventa più economica e più performante, le sue applicazioni dovrebbero estendersi a tutti i settori dell'economia. Anziché ridurre la domanda di potenza di calcolo, un'intelligenza artificiale meno costosa dovrebbe ampliare il numero di applicazioni economicamente sostenibili, rafforzando ulteriormente il ciclo degli investimenti. Poiché questa tecnologia sta diventando una priorità strategica sempre più importante, sia per i governi, sia per le imprese, ci aspettiamo che continui a essere il motore del ciclo dell'innovazione e una potente fonte di investimenti e attività economica ben oltre il 2027».

Altaroc

Private equity: tra creazione di valore e trasformazione delle imprese

di Barbara Galliano, country head Italy, Altaroc



BARBARA GALLIANO

Il private equity (Pe) svolge un ruolo essenziale nello sviluppo economico e nella trasformazione delle imprese: accompagnandole nelle diverse fasi della loro evoluzione, i fondi apportano capitali, competenze e una visione di lungo periodo che favoriscono innovazione, crescita e occupazione, in particolare nell'industria, nell'energia, nella tecnologia e nella sanità. In Italia, questa dinamica assume un rilievo particolare. Il tessuto economico, dominato dalle Pmi familiari, è un terreno fertile per il private equity: secondo uno studio di Pictet Wealth Management e del Politecnico di Milano, oltre il 50% degli investimenti dei fondi nel Paese ha riguardato imprese familiari, spinte da esigenze di trasmissione, internazionalizzazione e digitalizzazione.

MOTORE DI CRESCITA DELLE PMI

Le Pmi sono il cuore dell'economia europea, ma molte faticano a reperire finanziamenti, soprattutto attraverso il canale bancario. Il private equity risponde offrendo capitale proprio per investire in innovazione, competitività e crescita. Secondo lo studio Pwc-Aifi sull'impatto economico del private equity in Italia, negli ultimi cinque anni le società partecipate da fondi hanno registrato una crescita media annua dei ricavi del 9,6%, circa sei punti sopra il benchmark di imprese private italiane di medie e grandi dimensioni, anche grazie all'accompagnamento strategico dei fondi: strutturazione dell'organizzazione, espansione internazionale, operazioni di M&A. Il mercato italiano conferma questa dinamica. In base i dati Aifi-Pwc di marzo 2026, nel 2025 gli investimenti sono scesi del 22% a 11,6 miliardi di euro, principalmente per il minore valore delle infrastrutture, dove sono mancate le grandi operazioni. Escluse queste ultime, l'ammontare è rimasto pressoché stabile (8,6 miliardi, -2%) e le operazioni sotto i 150 milioni di euro hanno toccato il massimo storico con 6,5 miliardi: il cuore del mercato, quello delle imprese di medie dimensioni, continua a funzionare indipendentemente dal ciclo delle grandissime operazioni.

NUOVI POSTI DI LAVORO

Il private equity non si limita a finanziare le imprese: contribuisce a creare e preservare occupazione e know-how locale. I fondi specializzati in buyout (acquisizioni con leva finanziaria, o Lbo) rilevano aziende in fase di successione familiare o ristruttu-

razione: invece di vederle scomparire per mancanza di acquirenti, ne garantiscono la continuità e finanziano la trasformazione. I dati europei confermano questa realtà. Secondo il rapporto "Private Equity at Work di Invest Europe" [1] (aprile 2026), le imprese europee sostenute dal Pe e dal venture capital impiegavano 11,4 milioni di persone nel 2024, il 5% della popolazione attiva del continente. Nell'anno hanno creato oltre 295 mila posti di lavoro netti, con un aumento dell'organico del 4%, circa quattro volte il ritmo dell'economia europea, per il settimo anno consecutivo. In Italia questo impatto è già tangibile: secondo lo stesso studio Pwc-Aifi, le società partecipate da fondi hanno creato oltre 42 mila posti di lavoro negli ultimi cinque anni e nel 2024 hanno aumentato l'organico dell'8,2%, contro lo 0,5% del benchmark.

L'INNOVAZIONE AL CENTRO

L'innovazione è una leva essenziale di creazione di valore: finanziando start-up tecnologiche o aiutando le imprese tradizionali a innovare, i fondi rafforzano la competitività europea. In Italia, sempre secondo Aifi-Pwc, nel 2025 energia e ambiente hanno attratto il 30% dell'ammontare investito, seguiti da tecnologie dell'informazione e della comunicazione (Tic, 18%) e beni e servizi industriali (15%); per numero di operazioni guidano Tic (32%), industria (15%) e sanità (13%). Sono i settori delle grandi sfide contemporanee, dalla transizione energetica all'intelligenza artificiale. Per gli investitori se ne aggiunge un'altra, quella demografica: con il finanziamento delle pensioni, cui il private equity può offrire una risposta di lungo periodo.

PENSIONI, UNA SFIDA ITALIANA

L'invecchiamento della popolazione rende la sfida particolarmente urgente: con una delle età mediane più alte d'Europa, l'Italia vede ridursi il rapporto tra lavoratori attivi e pensionati, e una quota crescente dell'onere si sposta sul secondo pilastro, la previdenza complementare a capitalizzazione. Il quadro normativo è appena cambiato: dal 1° luglio 2026, in applicazione della legge di bilancio 2026, i neoassunti del settore privato sono iscritti automaticamente a un fondo pensione, con il versamento del Tfr (trattamento di fine rapporto) salvo rinuncia esplicita entro 60 giorni. La riforma risponde a un dato strutturale: secondo Itinerari Previdenziali, su dati Covip, a fine 2025 gli iscritti superavano i 10 milioni (39,9% delle forze di lavoro), ma solo il 29% delle forze di lavoro ha effettivamente versato contributi nell'anno. I flussi della previdenza complementare hanno una caratteristica decisiva: sono risorse vincolate per decenni. Per chi le gestisce, la questione diventa l'allocazione, e il private equity ne condivide l'orizzonte. Orientando una parte di questo risparmio verso gli attivi non quotati, nei limiti dei propri profili di rischio e di liquidità, i fondi pensione possono ricercare il rendimento necessario ad affrontare l'allungamento della vita, finanziando al contempo le Pmi, ossatura del sistema produttivo.

LA TRANSIZIONE ESG E SOCIALE

I fondi di private equity integrano in modo strutturale criteri Esg nelle loro strategie di investimento, in quanto il vantaggio di adottare una prospettiva di lungo termine richiede un'analisi dell'impatto sulla società e sull'ambiente di ciascuna decisione e l'attenzione a una governance appropriata. Sostenendo imprese impegnate nella transizione ecologica, i fondi contribuiscono alla decarbonizzazione e migliorano la governance, rafforzando i controlli interni e la diversità nei consigli di amministrazione. Secondo il "Private Equity Trend Report 2026" di Pwc, basato su 250 società di Pe europee, tutte hanno una politica Esg e l'80% integra sistematicamente i fattori di sostenibilità nelle decisioni di investimento (72% un anno prima). Per Boston Consulting Group («Sustainability in Private Markets, 2025»), nelle società in portafoglio la quota mediana di energia rinnovabile passa dal 10% al 17% durante la detenzione e i gestori stimano un contributo della sostenibilità del 4-7% alla crescita dell'Ebitda realizzato.

UNA SPINTA ALLA DISRUPTION

Il private equity è più di una leva di rendimento: finanziando l'innovazione, sostenendo le Pmi, creando occupazione e promuovendo pratiche responsabili, contribuisce alla trasformazione dell'economia europea.

(1) Invest Europe è l'associazione che rappresenta in Europa i gestori di fondi di private equity, venture capital e infrastrutture e i loro investitori

.



Essere profondamente umani nell'era dell'Ai

di Pinuccia Parini



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

A **Stefano Santo Sabato**, imprenditore tecnologico, fondatore e ceo di **Fyberloom** e visiting researcher alla **Stanford University,** Fondi&Sicav ha chiesto alcune considerazioni sullo stato dell'arte dell'Ai.

Il tema dell'intelligenza artificiale è costantemente presente e dibattuto sui mezzi di comunicazione, ma non sempre con cognizione di causa. Si rischia di perdere la differenza tra essere informati e conoscere?

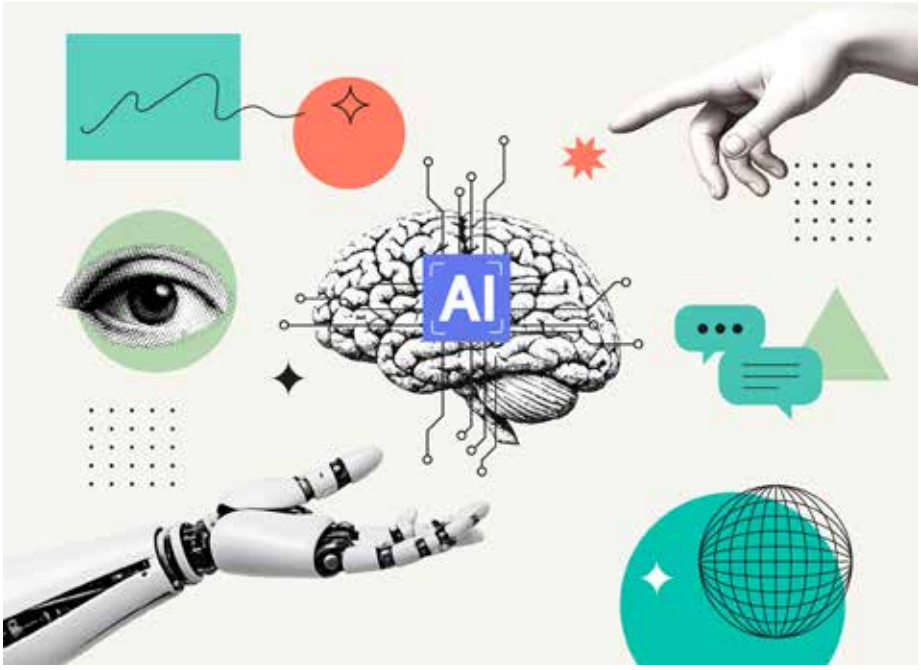
«Credo di sì e penso che questa sia una delle questioni più interessanti del nostro tempo, che va molto al di là dell'intelligenza artificiale in senso stretto. Stiamo entrando in un'epoca nella quale l'accesso all'informazione diventa sempre più facile, rapido ed economico. Possiamo porre una domanda e ottenere in pochi secondi una sintesi di quantità di contenuti che nessun essere umano sarebbe in grado di leggere nell'arco di una vita. Ciò rappresenta un progresso straordinario, ma porta con sé anche un equivoco molto importante: la tendenza a confondere la disponibilità dell'informazione con la conoscenza. Le due cose non coincidono. L'informazione, presa isolatamente, è un dato o un contenuto. La conoscenza nasce invece dalle relazioni tra i dati, dal contesto nel quale sono stati prodotti, dalla loro provenienza, dal momento in cui sono stati generati e dalla capacità di collegarli a ciò che sappiamo già. Se conosco una cifra, possiedo un'informazione. Se riesco a capire perché quella cifra è cambiata, quali decisioni l'hanno determinata, quali persone sono state coinvolte, quali alternative erano state considerate e quali conseguenze può produrre, allora sto iniziando a trasformare quell'informazione in conoscenza. L'intelligenza artificiale rende questo paradosso ancora più evidente perché oggi i modelli sono capaci di produrre risposte straordinariamente articolate, linguisticamente sofisticate e spesso estremamente convincenti. Ma la qualità formale e la fluidità di una risposta non devono essere automaticamente confuse con una comprensione profonda del contesto nel quale quella risposta viene utilizzata. Un'azienda, per esempio, produce continuamente do-

cumenti, email, riunioni, conversazioni, presentazioni, analisi, decisioni e progetti. Una parte enorme della conoscenza necessaria per comprendere quella organizzazione esiste già da qualche parte, ma spesso non è realmente disponibile quando serve. Capita così che, quando bisogna ricostruire perché sia stata presa una determinata decisione tre anni prima o comprendere come si sia evoluto un progetto, si debba cercare tra decine di documenti, chiedere alle persone che vi hanno partecipato o, in alcuni casi, accettare che una parte di quel contesto sia ormai perduta. L'informazione esiste ancora, ma il significato che la collegava al resto è diventato difficile da ricostruire».

Quali sfide comporta tutto ciò?
«Una delle grandi sfide dei prossimi anni non sarà semplicemente produrre ancora più contenuti o fornire risposte ancora più velocemente, ma riuscire a trasformare l'enorme frammentazione dell'informazione in conoscenza contestualizzata, verificabile, collegata alle proprie fonti e capace di mantenersi nel tempo. Dopo avere costruito strumenti straordinari per produrre e trovare informazioni, dobbiamo probabilmente iniziare a costruire sistemi capaci di preservarne anche il significato».

Qual è lo stato dei lavori nel campo dell'intelligenza artificiale?
«Ci troviamo in uno dei momenti più interessanti nella storia recente dell'informatica, perché stiamo passando da una prima fase, molto visibile e spettacolare, dominata soprattutto dai grandi modelli generativi, a una successiva nella quale l'attenzione si sta spostando progressivamente verso i sistemi che dovranno utilizzare concretamente quella capacità. Negli ultimi anni abbiamo assistito a progressi che, soltanto poco tempo fa, sarebbero sembrati molto difficili da immaginare. Questa prima fase ha reso evidente al grande pubblico la potenza dell'intelligenza artificiale generativa e ha trasformato l'Ai da tecnologia prevalentemente specialistica in qualcosa con cui milioni di persone interagiscono quotidianamente».

E ora l'Ai quale stadio sta attraversando?
«Sta entrando in una fase diversa. I sistemi non si limitano più soltanto a rispondere alle nostre domande o a generare un contenuto, ma iniziano progressivamente a essere in grado di pianificare attività, utilizzare strumenti, interrogare database, eseguire



software, interagire con altri sistemi e gestire sequenze relativamente complesse di azioni.

È ciò che viene normalmente descritto come il passaggio verso l'Ai agentica?
«Sì e la differenza è importante, perché un agente non si limita a dirci come potremmo fare qualcosa, ma può iniziare, entro determinati limiti e con diversi livelli di autonomia, a svolgere direttamente parti di quel lavoro. Personalmente, però, penso che la trasformazione più interessante stia avvenendo a un livello ancora più profondo. Per diversi anni abbiamo associato quasi automaticamente il progresso dell'intelligenza artificiale alla dimensione e alla potenza del modello: più parametri, più dati di addestramento, maggiore capacità di calcolo. Questa dimensione continuerà naturalmente a essere importante, ma oggi stiamo comprendendo sempre meglio che il modello rappresenta soltanto una componente di un sistema molto più ampio. Possiamo avere un modello capace di conoscere una quantità enorme di ciò che l'umanità ha pubblicato e, allo stesso tempo, completamente ignaro di ciò che è avvenuto poche ore prima all'interno di un'azienda. È qui che entrano in gioco alcuni dei problemi che considero più interessanti della prossima fase dell'intelligenza artificiale: la memoria, il contesto, la provenienza delle informazioni, la qualità dei dati, la possibilità di verificare una risposta, la privacy, la sicurezza e il modo in cui i sistemi intelligenti interagiscono con il

mondo reale. In altre parole, il problema si sta spostando progressivamente dal singolo modello all'architettura complessiva dell'intelligenza

E ciò comporterà un ulteriore cambiamento?

«La prima fase dell'Ai generativa è stata costruita principalmente intorno a un modello fortemente centralizzato: grandi sistemi che operano in enormi data center ai quali inviamo i nostri dati e le nostre richieste. Ritengo che nei prossimi anni vedremo emergere una realtà molto più articolata. Continueranno naturalmente a esistere enormi modelli nel cloud, ma saranno affiancati sempre più spesso da modelli più piccoli, specializzati ed efficienti, capaci di operare localmente sui nostri computer, sui dispositivi e direttamente all'interno delle infrastrutture aziendali. Ciò significa che l'intelligenza potrà progressivamente avvicinarsi ai dati, invece di richiedere necessariamente che siano sempre i dati a spostarsi verso l'intelligenza. Si tratta di un cambiamento con conseguenze molto importanti non soltanto dal punto di vista tecnologico, ma anche per la privacy, la sicurezza, i costi e il controllo delle informazioni. Per queste ragioni direi che abbiamo certamente superato la fase nella quale l'intelligenza artificiale poteva essere considerata prevalentemente una dimostrazione tecnologica, ma non siamo ancora arrivati alla sua piena maturità infrastrutturale. È proprio il passaggio, tra ciò che i modelli sono diventati capaci di fare e l'architettura che dovrà renderli realmente utili, affidabili e integrati nella nostra vita, che trovo particolarmente interessante sia come ricercatore sia come imprenditore».

Come dovrà porsi l'individuo nei confronti dei cambiamenti tecnologici in atto?

«A mio avviso le due reazioni meno utili sono la paura e l'entusiasmo passivo. La paura porta spesso a vedere la tecnologia soltanto come qualcosa da cui difendersi, mentre l'entusiasmo passivo rischia di portarci ad accettare qualsiasi nuova capacità tecnologica senza domandarci realmente che cosa significhi per noi e quali parti della nostra autonomia siamo disposti a delegare. Penso che esista una terza strada, che consiste nell'imparare a utilizzare profondamente questi strumenti mantenendo allo stesso tempo una forte capacità critica. L'intelligenza artificiale è, prima di tutto, uno straordinario strumento di amplificazione. Può aumentare in maniera significativa la nostra capacità di imparare, creare, scrivere, programmare, analizzare dati, comprendere problemi complessi e prendere decisioni. Ma proprio perché aumenta così tanto la nostra capacità di azione diventa ancora più importante preservare ciò che ci rende responsabili di quell'azione. Dovremo quindi imparare a lavorare con l'intelligenza artificiale senza delegarle completamente il nostro giudizio: sapere formulare le domande, verificare le fonti, comprendere la provenienza delle informazioni, distinguere una risposta plausibile da una risposta realmente corretta e riconoscere quando una risposta, anche se ben formulata, non è sufficiente. Nelle precedenti rivoluzioni industriali abbiamo progressivamente affidato alle macchine una parte crescente del lavoro fisico.

Questa volta, però, sta accadendo qualcosa di diverso, perché stiamo iniziando a demandare alle macchine anche una parte del lavoro cognitivo.

«Per questa ragione credo che dovremo diventare molto più consapevoli di ciò che scegliamo di delegare, perché ci sono attività che dovrebbero continuare a rimanere profondamente umane: l'intenzionalità, la responsabilità, i valori, la curiosità, l'empatia, il dubbio e la capacità di attribuire significato alle cose. Il rischio che vedo non è soltanto che le macchine imparino a fare sempre meglio alcune delle cose che facciamo noi. È anche che noi, proprio perché ottenere una risposta diventa facilissimo, possiamo essere tentati di esercitare sempre meno alcune delle nostre capacità. La domanda decisiva, quindi, non sarà soltanto che cosa sarà ca pace di fare l'intelligenza artificiale, ma anche che cosa vorremo continuare a fare noi. Credo che questa sia una conversazione che accompagnerà la società per molti anni, perché non riguarda semplicemente il futuro di una tecnologia, ma il modo in cui decidiamo di utilizzarla. E forse proprio qui emerge uno dei paradossi più interessanti di questa trasformazione: più le macchine diventeranno capaci di imitare alcune delle nostre capacità cognitive, più acquisiranno valore quelle caratteristiche che non possono essere ridotte alla semplice produzione di una risposta.In questo senso, nell'era dell'intelligenza artificiale, essere profondamente umani potrebbe diventare ancora più importante».


Allianz
Global Investors
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

Una riforma più conosciuta del previsto

a cura di Alessandro Secciani



ARIANNA IMMACOLATO
direttrice fisco e previdenza Assogestioni

Dal 1° luglio la previdenza complementare porta novità. La legge di bilancio 2026, modificando l'art. 11 del D.Lgs. 252/2005, introduce tre nuove prestazioni, alternative alla rendita vitalizia ed erogabili solo dalle forme a contribuzione definita.

La prima è la rendita a durata definita, commisurata alla speranza di vita residua dell'aderente: ogni anno la rata è ricalcolata dividendo il montante residuo per gli anni mancanti. A differenza della rendita vitalizia, è erogata direttamente dal fondo pensione. La seconda, i prelievi liberamente determinabili, ne è la variante flessibile: l'aderente decide quando prelevare, entro il limite delle rate maturate e non riscosse. Entrambe sono disponibili dal 1° luglio 2026. Infine, l'erogazione frazionata, operativa dal 31 ottobre 2026, paga il capitale a rate per un periodo scelto dall'aderente, di almeno cinque anni e slegato dalla speranza di vita.

Ma quanto sono conosciute dai lavoratori queste riforme? E soprattutto quali sono le opzioni preferite?

Un prima risposta viene dal 7° Rapporto Censis-Assogestioni, che ha chiesto a un campione di lavoratori quale fosse l'opzione preferita. «Tra le tre nuove opzioni, alternative alla rendita vitalizia introdotte dalla riforma, il 49,5% preferirebbe i prelievi liberamente determinabili, senza periodicità prestabilita, ma entro i limiti di legge; il 38,7% la rendita a durata definita, con pagamenti periodici per un arco di tempo commisurato alla speranza di vita; l'11,8% l'erogazione frazionata del capitale in più pagamenti, in un periodo scelto dall'aderente e non inferiore a cinque anni», è stata la risposta del Rapporto. Ad approfondire l'argomento con Fondi&Sicav è **Arianna Immacolato**, direttrice fisco e previdenza di **Assogestioni**.

Perché è stato fatto questo ulteriore aggiornamento?

«Innanzitutto, per capire che cosa è successo dal primo luglio, se le persone si sono informate, quanto conoscono la riforma e come hanno accolto le novità introdotte. L'obiettivo era verificare se la maggiore flessibilità nella fase di erogazione delle prestazioni fosse apprezzata e, soprattutto, se potesse rappresentare un elemento capace di influenzare la decisione di aderire o meno alla previdenza complementare. Da questo punto di vista, la ricerca ha evidenziato un risultato molto positivo: l'85% degli intervistati apprezza le nuove opportunità, perché riconosce il valore di una maggiore autonomia nella gestione del risparmio previdenziale accumulato nel corso della vita lavorativa. A mio avviso i risultati risentono di una conoscenza ancora poco approfondita della materia, perché è vero che una quantità maggiore di persone, rispetto al passato, dichiara di conoscere la previdenza complementare, ma in questi pochi mesi è improbabile che si sia sviluppata una piena consapevolezza dei meccanismi e delle caratteristiche delle nuove prestazioni. In

particolare, i prelievi liberamente determinabili, così denominati, fanno pensare a un conto corrente, dal quale si può riscuotere a piacimento. Invece non è così: il prelievo in realtà non è altro che una rendita a durata definita teorica calcolata nel momento in cui si chiede la prestazione, dove però è il lavoratore a decidere se prendere ogni anno quell'importo maturato oppure stabilire di lasciarlo in gestione a produrre un maggiore rendimento, magari, con l'idea di prenderlo quando serve. È l'erogazione frazionata a costituire un prelievo libero, però con un solo limite: deve estendersi per un periodo minimo di cinque anni. In sostanza, emerge un forte apprezzamento per le nuove tipologie di prestazioni, ma anche una conoscenza ancora parziale del loro effettivo funzionamento».

Ma a questo punto, il conto previdenziale non è molto diverso da un normale fondo comune dal quale si può prelevare ciò che si desidera.

«No, perché rimangono differenze sostanziali. La differenza sta nel fatto che nel fondo pensione i soldi sono vincolati fino al momento del pensionamento (salve le ipotesi di anticipazione), nel quale è possibile ottenere sotto forma di capitale, in un'unica soluzione, al massimo il 50% del montante accumulato. La parte restante può, invece, essere richiesta sotto forma di rendita vitalizia oppure una delle tre nuove tipologie di rendita. Non siamo quindi di fronte a uno strumento assimilabile a un fondo comune di investimento, dal quale è possibile disinvestire liberamente».

Abbiamo visto che c'è la formula che prevede il pagamento di una rendita per tutto il periodo di aspettativa di vita. Se una persona sopravvive più a lungo, che cosa succede?

«Chi sceglie la rendita a durata definita può sempre decidere, anche successivamente, di convertirla in una rendita vitalizia, assicurandosi così un'entrata per tutta la vita, indipendentemente dalla sua durata effettiva. Naturalmente, la conversione avviene sulla base del capitale ancora disponibile in quel momento, che sarà inferiore rispetto al montante iniziale, e questo inciderà sull'importo della rendita vitalizia. È importante sottolineare che questa possibilità non riguarda soltanto la rendita a durata definita, ma tutte e tre le nuove modalità di erogazione. Anche chi ha optato per i prelievi liberamente determinabili o per l'erogazione frazionata del capitale può quindi scegliere, in un secondo momento, di passare a una rendita vitalizia, utilizzando il montante residuo».

Che cosa succede, invece, se una persona sceglie il periodo predefinito e muore prima della sua aspettativa di vita?

«In questo caso il capitale residuo viene liquidato agli eredi. Facciamo un esempio: se un pensionato ha una speranza di vita stimata fino a 85 anni e muore a 80 le somme ancora disponibili vanno agli eredi. Se al contrario vive oltre gli 85 anni una volta esaurito il montante non riceverà più alcun pagamento, a meno che non abbia scelto nel frattempo di convertire la prestazione in una rendita vitalizia».

In una situazione ancora di scarsa conoscenza, state lavorando all'educazione finanziaria e previdenziale?

«Siamo molto impegnati nell'educazione finanziaria e previdenziale. In particolare, abbiamo lanciato una proposta per l'accesso sin dalla nascita alla previdenza complementare e per avvicinare i genitori nell'interesse del minore. Si chiama "Previdenza dalla culla," che sostanzialmente prevede l'apertura di una posizione previdenziale al momento della nascita con un piccolo contributo pubblico proprio per stimolare l'adesione alla previdenza integrativa. In più proponiamo anche un'agevolazione fiscale».

La parte fiscale, quanto è importante rispetto al passato? Come è cambiata?

«La tassazione della previdenza complementare è già molto generosa, soprattutto se si considera che le prestazioni sono soggette a un'aliquota che varia tra il 15% e il 9% in funzione del periodo di iscrizione alla forma pensionistica, un livello particolarmente contenuto nel confronto internazionale. Questa tassazione agevolata delle prestazioni compensa anche il prelievo del 20% applicato sui rendimenti di natura finanziaria maturati dal fondo. Ci sarebbero margini di miglioramento sul tema della deducibilità dei contributi, il cui limite annuale è già stato arrotondato con la riforma a 5.300 euro.

In particolare, sarebbe utile rivedere il trattamento dei versamenti effettuati a favore dei familiari fiscalmente a carico, che attualmente rientrano nello stesso plafond di deducibilità previsto per l'aderente, introducendo, ad esempio, un limite di deducibilità riferito all'intero nucleo familiare. Vedremo come si svilupperà il dibattito su questo tema».



Promesse... garantite

di Fabrizio Pirolli *
e Pier Tommaso Trastulli **

Nel 1888, nell'Italia da poco unificata, un Consorzio obbligatorio riuniva i sei istituti autorizzati a emettere banconote a corso forzoso (che, cioè, non potevano essere convertite in metallo prezioso) disciplinandone al contempo rigidamente sia il tetto massimo che i rapporti tra le riserve e i biglietti in circolazione. Tra le banche di emissione, a Roma, divenuta di recente capitale, la parte del leone spettava alla Banca Romana, governata con piglio autoritario da Bernardo Tanlongo, un uomo che si era fatto le ossa prima come imprenditore agricolo e immobiliarista e poi, come banchiere, aveva costruito una fitta rete di relazioni e rapporti con aristocratici, politici, funzionari pubblici, industriali ed esponenti di spicco del clero.

QUANDO LA FIDUCIA CROLLA

Quando un'ispezione governativa rileva che il 91% degli attivi è illiquido, il rapporto viene tenuto nel cassetto dalle più alte cariche governative e, per anni, la banca



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 Professional 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.

continua a emettere cartamoneta come se nulla fosse. La circolazione effettiva arriva a 135 milioni di lire, contro un limite legale di 75. A ciò si aggiunge il ritrovamento di una serie duplicata di banconote stampate in Gran Bretagna, ma mai emesse, per 40 milioni. Il meccanismo che tiene in piedi tutto ciò è semplice. Una banconota vale perché tutti credono che valga: fin quando la carta circola, la garanzia implicita è la sua forza. Quando il rapporto viene finalmente letto in Parlamento nel dicembre 1892 e poi pubblicato nel gennaio successivo, la fiducia su cui l'istituto si era sempre retto crolla e il governatore viene arrestato. Nel processo del 1894 lui e i suoi co-imputati vengono assolti il 15 luglio e il tribunale scrive che i reali colpevoli sono da ricercare altrove. Lo scandalo ha come conseguenza il fallimento di due istituti più piccoli in affari con la Banca Romana, ma produce una riforma della legge bancaria che rafforza la Banca d'Italia appena costituita e provoca nel novembre del 1893 le dimissioni di Giolitti da presidente del consiglio. La "certificazione" di cui godevano le banconote era il "timbro" della banca, ed era venuta meno a causa di operazioni che nessuno verificava davvero, abusando della fiducia dei risparmiatori e deglioperatori di mercato.

Anche oltre oceano

Ma anche oltre oceano esistevano situazioni altrettanto opache. In un libro pubblicato trent'anni fa **Christopher Armstrong**, docente alla **York University di Toronto,** ha descritto minuziosamente il funzionamento delle "boiler room" che operavano fin da metà '800, sia negli Stati Uniti, sia in Canada. La traduzione letterale ('locale caldaie') descrive efficacemente ambienti rumorosi e affollati in cui i venditori lavorano freneticamente con i primi telefoni per collocare titoli altamente speculativi in particolare di aziende minerarie (basta ricordare il mitico Klondike di Zio Paperone, "scoperto" nel 1896) mediante tecniche aggressive, fraudolente e spesso ingannevoli. Il modello aveva una struttura precisa. Avendo a disposizione dei titoli di una miniera o di un pozzo petrolifero, si attingeva a liste di nomi, le cosiddette "sucker list" (le persone "da succhiare"), che comprendevano, sia chi era già stato truffato, sia chi sembrava più vulnerabile. C'erano poi figure con ruoli distinti: i qualifier cercavano le persone da contattare, si presentavano come operatori che disponevano di notizie non ancora conosciute dal pubblico e poi passavano il contatto ai verifier, il cui scopo era convincere gli interlocutori a comprare una prima piccola quantità di titoli presentandola come un affare che richiedeva una risposta immediata. La pressione commerciale era una caratteristica connaturata allo schema: il cliente veniva sollecitato a decidere rapidamente, spesso facendo leva sull'aspettativa di un rialzo imminente o sul timore di perdere un'occasione irripetibile. Molto spesso il tutto era collegato alla manipolazione del prezzo su azioni poco scambiate, con un classico schema pump and dump: fare salire il prezzo con notizie gonfiate e vendere al momento giusto. "Giusto" per chi organizzava l'operazione, ovviamente. In questa fattispecie, ad amplificare gli effetti potenzialmente dirompenti era la disponibilità di una tecnologia rivoluzionaria, per l'epoca: le linee telefoniche che consentivano, da una parte, di raggiungere i luoghi più remoti del Continente e impedivano, nel contempo, di verificare l'identità degli interlocutori a migliaia di chilometri di distanza.



MERAVIGLIE DA FINFLUENCER

La tecnologia, quindi, può eliminare le distanze, anche per ciò che riguarda le conoscenze; ma può altresì abbassare le difese di chi confonda questa accessibilità con la propria reale convenienza a operare talune scelte. Se si guarda con attenzione al mondo dei cosiddetti finfluencer, soggetti attivi sui social media che trattano i più svariati temi finanziari senza che del loro ruolo sia stata ancora data una definizione convincente, si troveranno spesso dinamiche non troppo diverse. Il primo passaggio attira l'attenzione. Il secondo porta al link, al codice promozionale, alla piattaforma. Il terzo chiude la vendita, a volte con una commissione per ogni iscritto.

Non ci sono uffici, né una sucker list su carta, ma esistono i dati di conversione, che dicono con precisione quali profili rispondono a ciascun messaggio. Il 6 giugno 2025 la Consob ha pubblicato un 'avviso ai risparmiatori' sui rischi connessi all'attività di questi personaggi. Il testo suggerisce a chi entra in contatto con loro cose semplici, che però sono frequentemente disattese: non decidere in fretta, diffidare delle opportunità molto redditizie e prive di rischio, considerare i conflitti di interesse di chi parla, non farsi guidare dal comportamento altrui per non rischiare il cosiddetto "effetto gregge". Il passaggio più interessante è rivolto a chi parla. E ricorda ai finfluencer che la loro attività potrebbe non essere conforme alla normativa o non autorizzata e che le regole sono più stringenti per chi si presenta come esperto.

Ciò è ancora più vero alla luce delle Linee guida congiunte Consob-Esma di inizio 2026, che vanno oltre. Consigliare che cosa comprare, vendere o tenere può configurarsi come consulenza in materia di investimenti e la consulenza richiede un'autorizzazione. La formula «questo non è un consiglio finanziario», in fondo al post, non basta. L'eventuale compenso va dichiarato in modo chiaro, non con un hashtag, né in caratteri minuscoli. Lo stesso vale per gli investimenti personali nel prodotto promosso, che vanno sempre esplicitati a priori. Il caso italiano più concreto è di giugno 2025, quando l'Antitrust ha sanzionato due influencer per complessivi 65.000 euro. Le contestazioni riguardavano pubblicità occulta, promozione enfatica di guadagni facili e sicuri, popolarità gonfiata da follower non autentici e testimonianze non verificabili. Altri quattro procedimenti si sono chiusi senza accertamento di infrazioni, ma con l'impegno da parte dei protagonisti ad astenersi in futuro da simili comportamenti. C'è peraltro da sottolineare che nessuno dei soggetti coinvolti era un operatore finanziario. Qui l'idea sottostante che attira è guadagnare senza fatica (soprattutto esimendosi dall'informarsi, studiare, conoscere), replicando o seguendo l'operatività di soggetti che si presentano come estranei, quando non dichiaratamente antagonisti, a quel mondo della finanza che a parole dichiarano di combattere, ma che, di converso, consente loro di generare profitti.

DOMANDE ANTI CIARLATANI

Si definisce «ciarlatano» chi promette rimedi miracolosi. L'ipotesi classica sull'origine del termine, presente nei dizionari dal 1904, collega la parola a Cerreto, dove sarebbero nati i cerretani, venditori ambulanti di medicine. Il linguista Anatoly Liberman, che ne ha parlato sul blog della Oxford University Press nell'aprile 2008, avverte però che non si sa quale Cerreto sia in gioco e che le prove a sostegno di questa tesi sono scarse. Quale che sia l'etimologia, dunque, il risparmiatore dovrebbe avere la stessa diffidenza per le storie troppo semplicistiche, lineari, fatte solo di successi senza sforzi, senza operare i dovuti approfondimenti.

È qui che una corretta educazione finanziaria deve spingere a fare un passo avanti. Un esercizio semplice aiuta a passare dalla diffidenza generica al metodo. Prendete un post di un qualunque creatore di contenuti finanziari, uno di quelli con più commenti e più condivisioni, e provate a rispondere a cinque domande. Chi lo paga, direttamente o indirettamente? Quale rischio viene menzionato, e in quale posizione del testo? Il rendimento citato è un'ipotesi, un risultato passato o una promessa? Chi lo ha verificato? Che cosa farebbe chi lo legge se il prezzo scendesse del 30% il giorno dopo? Bastano pochi minuti e i risultati vi sorprenderanno.

Il rischio, poi, non è un nemico da esorcizzare. È la parte del discorso finanziario che un certo tipo di marketing tende a tagliare per prima, perché frena l'entusiasmo. Un investimento senza rischio non esiste ed è proprio per questo che la sua promessa deve fare scattare un allarme. Le linee guida già citate insistono sull'indicazione esplicita dei rischi e non solo dei rendimenti: un'informazione incompleta, in finanza, è spesso una forma di inganno, anche quando ogni singola frase è vera. Il controllo va pertanto diviso tra i regolatori, i media e i singoli utenti che scelgono se e cosa condividere, commentare o verificare. È un compito più faticoso di prima, perché il flusso non si ferma e le fonti si moltiplicano.

«Chi garantisce la promessa?», dunque, è la domanda da porre per prima e non per diffidare di chiunque parli di denaro, giacché sarebbe un errore speculare e altrettanto costoso. È una domanda semplice che ha però una caratteristica scomoda: chi la fa perde il piacere immediato di credere, ma, in cambio, guadagna un po' di tempo prima di decidere più consapevolmente.

DELIVERING YOUR GOALS

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

Tutti seguono la stessa strada,
noi scegliamo la nostra.

Oltre il consenso.
Oltre i benchmark.
Oltre la gestione tradizionale.

MONDO ALTERNATIVE AWARDS 2026

Plenisfer INVESTMENTS

Plenisfer Investments SGR S.p.A. Sede legale: via Niccolò Machiavelli n. 4, 34132 Trieste (TS), Sede Operativa: via Sant'Andrea n. 10/A, 20121 Milano (MI), Iscritta all'Albo delle SGR di cui all'art. 35 del D.lgs. n. 58/1998 (Sezione Gestori di OICVM n. 59), Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia, Partita IVA, Registro Imprese di Trieste e Codice Fiscale: IT 01328320328, Appartenente al gruppo IVA Generali: 01333550323, Capitale sociale: € 5.000.000,00 i.v., Centralino: 0200644000, Pec: 01328320328ri@legalmail.it, Soggetta all'attività di Direzione e Coordinamento da parte, di Generali Investments Holding S.p.A.
Mondo Alternative Awards prevede l'assegnazione annuale dei riconoscimenti ai migliori fondi liquid alternative e hedge di diritto italiano che si sono distinti per performance e gestione del rischio. La metodologia completa di assegnazione è consultabile sul sito www.mondoalternative.com

Reddito fisso, la volatilità potrebbe continuare

a cura di Arianna Cavigioli



GIANLUCA BERGAMASCHI
head of fixed income – mandates
Generali Asset Management

Fondi&Sicav ha chiesto a **Gianluca Bergamaschi,** head of fixed income – mandates di **Generali Asset Management**, un commento sulle dinamiche del mercato obbligazionario.

Quali sono le principali ragioni dell'attuale volatilità sui mercati obbligazionari?

«La volatilità che ha caratterizzato i mercati obbligazionari negli ultimi mesi è riconducibile a più fattori, tra loro strettamente collegati. Il primo è il rischio geopolitico, che si è concretizzato con particolare intensità a marzo e continua a rappresentare un importante elemento di incertezza. Le tensioni in Medio Oriente hanno avuto ripercussioni soprattutto sui prezzi delle materie prime, aumentando il rischio di nuovi shock dal lato dell'offerta e complicando il quadro inflazionistico. Il secondo fattore riguarda il repricing delle aspettative su inflazione e politica monetaria. Le principali economie mondiali hanno mostrato una sostanziale resilienza, in un contesto caratterizzato da pressioni inflazionistiche in aumento. Di conseguenza, le banche centrali hanno dovuto adottare un orientamento più restrittivo rispetto alle attese, anche per limitare il rischio di effetti di secondo livello sull'inflazione. Questo processo ha determinato movimenti significativi lungo le curve dei rendimenti. Infine, in Europa un'importante fonte di volatilità è rappresentata dalla situazione politica e fiscale francese. Le incertezze sul consolidamento dei conti pubblici hanno aumentato il premio per il rischio richiesto sul debito francese. Le tensioni sull'Oat si sono quindi trasmesse, almeno in parte, al resto del mercato, determinando un generale allargamento degli spread nell'Eurozona».

Vi attendete un ulteriore inasprimento delle politiche monetarie?

«L'attuale quadro macroeconomico rimane compatibile con un'ulteriore fase di restringimento monetario. I mercati incorporano quasi tre ulteriori rialzi da parte di Fed e Bce nell'orizzonte prevedibile. Il nostro scenario di base è leggermente meno aggressivo e prevede due ritocchi verso l'alto, soprattutto considerando che in Europa l'inasprimento delle condizioni finanziarie sta già iniziando a produrre effetti sull'economia e sulle dinamiche di finanza pubblica. Come sottolineato anche dal capo economista della Bce, Philip Lane, l'aumento dei costi di finanziamento sui mercati può incidere sulla domanda aggregata e contribuire direttamente al processo di trasmissione della politica monetaria. In questo senso, condizioni finanziarie più restrittive potrebbero ridurre la necessità di ulteriori interventi da parte delle banche centrali. Rimaniamo, quindi, cauti sull'ipotesi che l'intero ciclo di rialzi attualmente incorporato nelle curve venga effettivamente realizzato».

Ritenete che gli attuali livelli di rendimento dei titoli governativi siano attrattivi?

«La maggiore volatilità dei mercati obbligazionari ha certamente creato nuove opportunità di investimento. Gli attuali livelli di rendimento consentono agli investitori di ottenere ritorni potenziali interessanti, migliorando al contempo la qualità creditizia complessiva dei portafogli. Nelle recenti fasi di avversione al rischio, i titoli governativi non hanno sempre offerto la stessa protezione osservata storicamente. Tuttavia, con rendimenti reali che non si vedevano da oltre 10 anni, stanno gradualmente recuperando il loro ruolo di efficace strumento di diversificazione rispetto agli asset più rischiosi. Agli attuali livelli, aumenta il potenziale contributo della componente obbligazionaria sia in termini di rendimento, sia di protezione in scenari di rallentamento economico. Anche i bond indicizzati all'inflazione risultano interessanti per aumentare la resilienza dei portafogli e preservarne il potere d'acquisto reale».

Quale strategia state adottando nei vostri portafogli?

«Nel breve periodo ci aspettiamo che l'attuale fase di volatilità sui tassi possa proseguire e manteniamo, quindi, un approccio prudente, specie sulle scadenze più lunghe delle curve e negli Stati Uniti. A differenza dell'Europa, l'economia americana continua, infatti, a mostrare una crescita sufficientemente robusta da sostenere livelli dei tassi relativamente elevati, mentre sul tratto lungo rimangono presenti anche elementi di incertezza legati all'evoluzione del quadro fiscale. Sulle curve europee vediamo invece valore nel tratto intermedio, tra i 5 e i 10 anni di scadenza, soprattutto considerando un orizzonte di investimento di medio periodo. Per quanto riguarda il rischio paese e la selezione degli emittenti, manteniamo un atteggiamento prudente sulla Francia, alla luce delle incertezze politiche e fiscali. Al contrario, riteniamo che gli attuali livelli dello spread Btp non riflettano pienamente il miglioramento dei fondamentali italiani e offrano quindi opportunità interessanti in termini di valore relativo».

IO SONO
FRIULI
VENEZIA
GIULIA

Consulenti Finanziari
in Campo

26 NOVEMBRE 2026

BLUENERGY
STADIUM

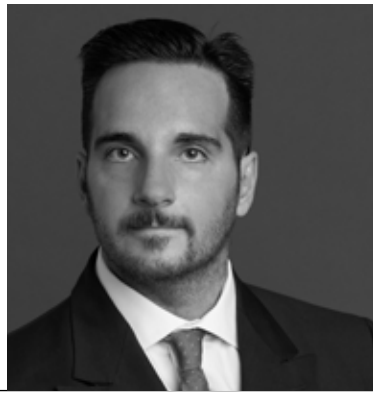
Un momento di confronto e networking per chi vuole essere protagonista dell'evoluzione della consulenza finanziaria.

Iscriviti ora



INSIEME. PIÙ FORTI. PIÙ LONTANO.

Una proposta per semplificare la normativa



di Loris Cottoni, associate di Advant Nctm

> *Il primo dei nuovi Orientamenti prevede che le informazioni contenute nel prospetto siano coerenti con la relazione sulla gestione e comprensibili nel contesto delle altre informazioni fornite nel prospetto*

Il 9 settembre 2026 Esma ha avviato una consultazione sull'aggiornamento degli Orientamenti del 2021 in materia di obblighi di informativa ai sensi del Regolamento prospetto (EsmaA32-382-1138, "Orientamenti"), allo scopo di riflettere le novità introdotte dal Regolamento (Ue) 2024/2809 ("Listing Act"). In particolare, la nuova versione è volta a implementare le modifiche apportate dal Listing act al Regolamento Ue 2017/1129 ("Regolamento prospetto") allo scopo di ridurre i costi a carico degli emittenti e di rendere i prospetti più utili per gli investitori, determinando anche modifiche sostanziali e soppressioni nel Regolamento delegato Ue 2019/980 ("Regolamento delegato").

MODIFICHE NEL TESTO

Nel testo posto in consultazione, Esma ha soppresso gli Orientamenti friguardanti (i) il resoconto della situazione gestionale e finanziaria (Ofr), (ii) le risorse patrimoniali, (iii) la capitalizzazione e l'indebitamento (iv) la storia del capitale sociale e (v) le informazioni sulle partecipazioni; infatti, dal momento che queste informazioni non sono più richieste in base alla nuova versione degli allegati al Regolamento prospetto e al Regolamento delegato, è venuta meno la base giuridica per mantenerle.

NUOVI ORIENTAMENTI

Contemporaneamente, Esma propone due nuovi Orientamenti nei confronti della relazione sulla gestione, che sostituirebbero l'attuale Orientamento n. 4, che riguarda le situazioni in cui gli emittenti scelgono di soddisfare i requisiti di informativa dell'Ofr (ora soppressi) previsti dal Regolamento delegato, includendo una relazione sulla gestione: l'attuale orientamento fa riferimento alla necessità di garantire che la relazione sulla gestione sia aggiornata e coerente con le informazioni contenute nel prospetto sui risultati operativi, le risorse di capitale e i dati, quali le tendenze e le previsioni di utile. Nella sua forma attuale, tuttavia, l'Orientamento n. 4 non è più pienamente adeguato allo scopo, poiché la normativa richiede ora agli emittenti, per soddisfare l'obbligo di informativa, di incorporare per riferimento l'intera relazione sulla gestione o di includere tutte le informazioni in essa contenute.

Il primo dei nuovi Orientamenti prevede, pertanto, che le informazioni contenute nel prospetto siano coerenti con la relazione sulla gestione e comprensibili nel contesto delle altre informazioni fornite nel prospetto. In caso di mancanza di coerenza, potrebbe essere necessaria un'ulteriore informativa nel prospetto per sanare la divergenza. Il secondo dei nuovi

Orientamenti chiarisce in quale modo gli emittenti non soggetti agli obblighi contabili di cui alla Direttiva Ue 2013/34 debbano affrontare l'applicazione della nuova versione del Regolamento prospetto per garantire che i loro prospetti contengano le informazioni necessarie: in questo caso, Esma propone che, qualora un emittente non sia tenuto a redigere una relazione sulla gestione e/o una relazione consolidata sulla gestione, i responsabili del prospetto debbano garantire che tutte le informazioni rilevanti che sarebbero normalmente incluse in una relazione sulla gestione e che sono necessarie per una decisione di investimento informata siano incluse nel prospetto.

L'AGGIORNAMENTO

In materia di previsioni e stime di utile, Esma propone di aggiornare gli Orientamenti esistenti convertendo la Q&A 993 Esma sull'identificazione delle previsioni di utile nei prospetti in quattro Orientamenti aggiuntivi: la conversione di questa Q&A è giustificata dalla sua importanza nella vigilanza sulle previsioni e stime di utile, la cui interpretazione è spesso dirimente per valutare se una specifica informativa contenuta nel prospetto possa essere qualificata come previsione di utile.

In materia di informazioni finanziarie storiche, alla luce del fatto che il requisito triennale è ora ridotto a due anni (o a un anno per gli strumenti non azionari) e, pertanto, gli Orientamenti relativi appaiono meno rilevanti, Esma propone di eliminare l'Orientamento n. 15, insieme ai paragrafi correlati presenti nella sezione dedicata alle informazioni finanziarie storiche che fanno riferimento al periodo triennale.

In alternativa, Esma propone di aggiornare i riferimenti nella sezione che riguarda le informazioni finanziarie storiche e di allinearla alle modifiche apportate al Regolamento delegato.

UN NUOVO ORIENTAMENTO

In materia di operazioni con parti correlate, Esma propone di eliminare l'Orientamento n. 41 e di introdurre un nuovo Orientamento che chiarisca la definizione di «operazione con parti correlate» per gli emittenti, eliminando i riferimenti alla divulgazione dell'importo o della percentuale con cui queste operazioni rientrano nelle attività e nelle passività dell'emittente, il che va oltre i requisiti attuali della normativa.

Infine, Esma propone di integrare negli Orientamenti anche quelli sui fattori di rischio del 1° ottobre 2019 (Esma31-62-1293), per ridurre il numero di pubblicazioni Esma contenenti orientamenti di Livello 3. La consultazione resterà aperta fino al 9 novembre 2026.



Robot, marcatori e visioni

a cura di Pinuccia Parini

L'Italia è tra i primi paesi in Europa nell'automazione dei processi produttivi e nell'utilizzo della robotica. Lce Engineering & Robotic è un'azienda che fornisce servizi in questi ambiti, un esempio di come nel nostro Paese siano attive società all'avanguardia in ambito tecnologico. Fondi&Sicav ha incontrato **Luciano Clemente**, fondatore dell'azienda.

Come è nata Lce Engineering & Robotic?

«Una risposta di getto potrebbe essere "dalla voglia di mettermi in gioco", ma in realtà la nascita di Lce è il risultato di un percorso intrapreso sin dai tempi dell'università, quando mi laureai in Ingegneria elettronica al Politecnico di Torino, facoltà scelta per amore della materia. Concluso il percorso di studi, decisi di tornare nella mia terra d'origine, l'Abruzzo, dove cominciai a cercare lavoro, che a quei tempi significava consultare l'elenco pagine gialle e scrivere direttamente alle aziende per posta. L'opportunità mi fu offerta da un'azienda in provincia di Chieti attiva nell'ambito dell'automazione. Fu un'esperienza importante dal punto di vista professionale, che mi permise di arricchire le mie competenze, tanto che fui promosso responsabile dell'ufficio tecnico.

La decisione di mettermi in proprio nacque dalla consapevolezza che, da un punto di vista professionale, le opportunità di ulteriore crescita nell'azienda sarebbero state limitate dalla sua struttura. A essere sincero, fu proprio il responsabile amministrativo, uno dei due fondatori della società (l'altro si occupava degli aspetti tecnici), a darmi la spinta per mettermi in proprio. Fu così che nacque Lce. di Luciano Clemente (Luciano Clemente Engineering), ditta individuale con, oltre a me, un solo dipendente, Alessandro Forlano. La società si basava su due presupposti: fare un lavoro diverso da quello dell'azienda in cui ero stato impiegato (non volevo "rubare" i loro clienti) e proporre la robotica alla piccola e media impresa in una regione dove un'offerta simile non esisteva, se non per le grandi aziende, che si rivolgevano a società del Nord Europa o del Nord Italia. La prima cosa che feci fu andare a cercare clienti alla Bi-Mu, la fiera biennale italiana di riferimento per l'industria delle macchine utensili, della robotica, dell'automazione e della manifattura digitale, che si teneva a Milano. A dire la verità, un nome l'avevo in testa: Evolut, un'azienda di Brescia, il cui marchio avevo visto su un robot presente in un'azienda per cui facevo consulenza».

E come andò?

«Mi ritrovai a discutere con l'imprenditore, al quale proposi di creare sinergie affinché i suoi prodotti potessero essere venduti anche al Centro-Sud Italia con il supporto di Lce Dopo una lunga chiacchierata iniziò la collaborazione e mandai il mio collaboratore Alessandro nel centro produttivo di Brescia, a mie spese, a fare l'apprendista. Si rivelò un professionista particolarmente capace e collaborativo, tanto che dopo pochi mesi la collaborazione divenne fattiva, perché Lce riusciva a fornire competenze che Evolut non aveva al suo interno. Il rapporto raggiunse il culmine nel 2008, per poi risentire della Grande crisi finanziaria del 2009 e del pesante contraccolpo subito da una serie di industrie, tra cui l'automotive, a cui l'impresa bresciana era particolarmente esposta. La mia società si trovò così con praticamente un solo cliente, che versava in grandi difficoltà. A metà del 2009 la condizione della mia azienda divenne particolarmente critica».

Che cosa le permise di superare questa situazione?

«Innanzitutto una lucida analisi di quanto



LUCIANO CLEMENTE
fondatore
Lce Engineering & Robotic

era successo, che mi portò a darmi tre principi guida da osservare se avessi superato quella fase: non avere un solo cliente, non essere monomandatario di un campo di applicazioni e inserire in azienda un'innovazione tecnologica ogni due anni. Poi ci fu la visita della Limitronic, azienda spagnola leader nella progettazione e produzione di stampanti industriali ad alta risoluzione e sistemi di marcatura inkjet. Anche questa società attraversava un periodo delicato, vista la sua esposizione al mercato delle ceramiche, che soffriva per la crisi del mercato immobiliare, e la visita in Italia aveva lo scopo di cercare un nuovo mercato di sbocco. Fu proprio da questo incontro che compresi che le opportunità offerte dalla marcatura industriale erano ampie e potevano estendersi a molti altri settori, non solo a quello delle piastrelle. All'epoca Lce non aveva esperienza in tale ambito, ma l'intuito mi disse che era un territorio da esplorare. Nonostante le difficoltà finanziarie, ancora una volta, da buon imprenditore, decisi di acquistare dei macchinari per poter poi proporre utilizzi su misura delle esigenze dei clienti. Così facendo, abbiamo creato sistemi di marcatura unici al mondo, come nel caso di Johnson&Johnson, di cui siamo fornitori mondiali con applicazioni uniche. È in questo contesto che Lce cambiò nome e divenne Lce Engineering & Robotic S.r.l».

È riuscito a introdurre ogni due anni qualcosa di nuovo nella sua produzione?

«Così è stato, attraverso l'introduzione di un brand di robot in più, di un nuovo marchio di PLC e di nuovi sistemi di visione. Nel 2017 abbiamo collaborato con Omron sui robot mobili autonomi (Amr), nonostante non li conoscessimo: abbiamo investito e studiato. Ciò ci ha permesso di diventare fornitori di Lear Corporation, multinazionale leader nei sedili per auto. Ci mancava poi la navetta con le forche (veicolo o dispositivo di movimentazione automatizzata utilizzato nella logistica e nei magazzini per trasportare, prelevare e depositare carichi su pallet) per il materiale a terra, e abbiamo stipulato un accordo con Agilox, azienda austriaca di robotica e ingegneria all'avanguardia, leader globale nella produzione di robot mobili autonomi e veicoli a guida intelligente».

Quali sono le politiche di fidelizzazione dei dipendenti?

«Per Lce il capitale umano è importantissimo e lo si trattiene con stipendi elevati, premi, rispetto, sensibilità, educazione e tanta formazione. Il lavoro che fanno i miei dipendenti l'ho fatto prima io di loro, quindi so che cosa significa stare lontano dalla famiglia o essere in un cantiere in cui fa freddo, magari con un grosso problema tecnico da risolvere e sentirsi solo. Vorrei essere visto da loro come un leader con cui poter parlare di tutto, anche di eventuali necessità personali, e poter andare loro incontro, se lo richiedono».

A cosa deve il suo successo?

«Lce è nata da un'intuizione e dal 2001 al 2014 è stata una software house situata in un locale di 30 mq, a cui poi è seguito il progetto di fornire impianti "chiavi in mano", un'ulteriore sfida senza garanzie, con acquisti ad hoc nonostante non avessi commesse. Una volta fui avvicinato dal direttore commerciale della Limitronic, che mi chiese come fosse possibile che riuscissi a vendere così tanti marcatori anche in regioni del Centro-Nord ben presidiate dalla concorrenza. Gli risposi che era la mia "fame di lavoro e voglia di riscatto" a permettermi di raggiungere determinati risultati, e non posso non legare tutto ciò a quanto mi era successo in precedenza, quando avevo rischiato di perdere la mia azienda nel 2009».

Oggi Lce è partner e distributore unico per tutta l'Italia di Limitronic S.L. e, sfruttando le conoscenze nel campo dei robot, dei Plc, dei sistemi Scada e dei linguaggi di programmazione ad alto livello, è in grado di offrire soluzioni nei più svariati settori industriali, come l'automotive, il farmaceutico, l'alimentare e il mangimistico. La storia di Lce sembra quasi una favola che, dopo una fase di disperazione, ha conosciuto un lieto fine grazie a una serie di ingredienti che vanno dal grande coraggio a un pizzico di fortuna, dalla lungimiranza all'incoscienza. È stato cocktail che ha trasformato una piccola società di Montesilvano, una cittadina abruzzese sul mare, in una realtà conosciuta a livello mondiale.



COMGEST

The Quality Growth Investor

ALLA RISCOPERTA DELLA CRESCITA DI QUALITÀ NEI MERCATI EMERGENTI

Cogliere le opportunità di valutazione.
Individuare il potenziale di crescita.
Investire con focus sulla qualità.



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.

CONSULENTI & RETI



Gli italiani hanno paura, ma hanno una paura del quotidiano più che del lungo periodo e questo fatto si traduce dal punto di vista dei comportamenti finanziari in una logica difensiva: non costruisco strumenti adeguati ad affrontare i prossimi 25 anni, ma solo per essere in grado di rispondere con immediatezza a un momento difficile.

GIORGIO DE RITA
segretario generale
Censis

GIORGIO DE RITA
segretario generale
Censis

Un anno vissuto paurosamente

a cura di Alessandro Secciani

Il 2026 è stato un anno difficile. Gli italiani si sono trovati di fronte a timori nuovi: una tecnologia invadente, il conflitto armato sempre più vicino, il dramma di Gaza con il riaffiorare dell'antisemitismo, l'impennata dei prezzi legata alla guerra e il calo di fiducia nella sanità pubblica. Come hanno risposto a queste paure in crescita? A rispondere è **Giorgio De Rita, segretario generale del Censis**, fondazione che da anni analizza i cambiamenti sociali ed economici dell'Italia e che è un punto di riferimento per istituzioni e cittadini desiderosi di capire come cambia la cultura del Paese.

Nel 2026 è cambiato molto nella mentalità e nei comportamenti degli italiani. Si parte dalla tecnologia: l'intelligenza artificiale, che solo un anno fa sembrava fantascienza, è ormai una realtà che tocca quasi tutti, tanto che c'è chi ne parla in toni millenaristici. Come ha reagito l'Italia?

«È difficile dare una risposta. Il Paese è cambiato nel senso che ha rafforzato in misura significativa la deriva individualista che conosciamo da decenni. Fare le cose per sé stessi, da soli, mettersi alla prova da soli, pensare che la vera libertà sia fare ciò che si vuole non è certo un fenomeno di oggi, risale alla fine degli anni '80, inizio anni '90. Quest'anno si è ulteriormente irrobustita. Quindi è una spinta a un individualismo sempre più invadente, dove l'algoritmo offre quelle risposte nel modo, nella misura e nei tempi che tu vuoi, per qualsiasi cosa. Alla fine, io so tutto di tutto, io capisco tutto di tutto e sono libero di fare ciò che voglio. E questa è una deriva che viene accelerata dall'intelligenza artificiale, dagli algoritmi, dai modelli di linguaggio in una misura straordinaria. Al tempo stesso è anche una grande fonte di preoccupazione, di pericolo, perché tutto finisce per essere privo di spirito critico. Oggi un ragazzo che deve fare un compito di matematica, una versione, un tema, lo fa abbastanza bene con l'intelligenza artificiale senza grandi problemi. E questo fatto accelera il suo lavoro, ma al tempo stesso impoverisce la sua capacità di autocritica e di critica dei fenomeni che ha davanti».

Sul piano sociale quali cambiamenti si sono notati?

«Il secondo elemento è che i processi del lavoro hanno evidenziato un'ulteriore accelerazione. I numeri dicono che sono aumentati gli occupati, ma al tempo stesso non è cresciuto il Pil. Significa che la nostra è un'economia che gioca al ribasso: meno retribuzioni, meno persone

ben pagate, meno professioni ben remunerate. L'esito finale è un abbassamento della qualità del lavoro. Di conseguenza, anche i giovani sono meno affezionati alla loro occupazione: entrano, escono, cambiano, inseguono non tanto la retribuzione, il benessere, il salario, bensì cercano una sorta di benessere tutto individuale. Ma il lavoro è fondante nella Repubblica, nelle democrazie, nelle economie avanzate. E tutto ciò significa che se perdi il senso del lavoro, perdi anche il senso di progressione, di sviluppo del Paese nella sua attività. L'intelligenza artificiale di fatto è stata una delle componenti che hanno inciso: sono stati sostituiti dagli algoritmi i lavori di bassa qualità. Quindi c'è uno schiacciamento del lavoro. La terza cosa che in qualche modo vediamo è una sorta di ulteriore spinta alla privatizzazione di tutto, dei consumi, degli atteggiamenti, dei comportamenti. Chi ha un minimo di disponibilità economica, come gli italiani mediamente hanno, finisce per utilizzare le tecnologie per ogni bisogno personale, individuale, per ordinare una pizza, per chiamare un taxi, per scambiare una foto».

L'avanzata dell'Ai non genera anche timore? Pur essendo usata sempre più spesso, viene percepita come una minaccia?

«La paura ormai per gli italiani è quella del futuro, la paura di ciò che potrà succedere, di un sistema pubblico che in fondo ha protetto tutto e tutti e che oggi arretra passo per passo. Se vediamo un numero lo capiamo: il debito pubblico è cresciuto di circa 150 miliardi negli ultimi 12 mesi, in un quadro in cui tutti dicono che bisogna ridurre il debito. In realtà, il debito pubblico corre, ma il risparmio privato delle famiglie è cresciuto di tre volte tanto. Ciò significa che c'è un bisogno di rassicurazione innanzitutto finanziaria che è molto più forte. E questo è il primo elemento di paura: la paura del futuro dal punto di vista finanziario, della disponibilità, della possibilità di fare cose. Ma è una paura irrazionale, che non trova lo sbocco per dire: siccome io fra cinque o 10 anni andrò in pensione e non avrò le risorse adeguate per mantenere il mio attuale livello di vita, mi preparo per tempo. È una paura che è vissuta, come tutto il resto, giorno per giorno. La seconda dimensione della paura è la sicurezza personale, la sicurezza individuale determinata dall'invecchiamento della popolazione. Di nuovo i



numeri: l'anno prossimo nasceranno circa 350 mila bambini e più o meno 850 mila persone diventeranno anziane con il compimento dei 65 anni. Ciò significa che per ogni nuovo bambino ci saranno due anziani e mezzo in più, il che certifica che è una società che invecchia. Ma invecchiare, nella percezione chiara, chiarissima degli italiani, è vedere crescere le micro-disabilità. Non soltanto le grandi malattie che provocano la non autosufficienza: la paura vera non è arrivare all'Alzheimer o non essere in grado di avere cura di me stesso. C'è anche quella minaccia, ma è diversa. La vera paura è: "Non posso più prendere l'autobus, non riesco a utilizzare una scala mobile, non sono in grado di uscire, di guidare la sera, di notte, perché vedo meno bene del solito". Quindi sono quelle piccole difficoltà di vita quotidiana che di fatto rendono fragili e la fragilità è la benzina di ogni sistema di paura».

In concreto, a che cosa porta questa visione?

«La conclusione è che gli italiani hanno paura, ma hanno una paura del quotidiano più che del lungo periodo e questo fatto si traduce dal punto di vista dei comportamenti finanziari in una logica difensiva: non costruisco strumenti adeguati per affrontare i prossimi 25 anni, ma solo per essere in grado di rispondere con immediatezza a un momento difficile. La conseguenza è che tutti i risparmi che crescono a ritmi vertiginosi nelle famiglie, ma anche nelle imprese, hanno forma liquida e alla fine fi-



niscono per essere incanalati, anche quelli provenienti dal welfare aziendale, dai fondi complementari, dai fondi integrativi e dalla previdenza privata, in forme sempre più liquide, perché quella è la fonte della rassicurazione. Se ho un problema voglio avere i soldi nel cassetto. È la stessa logica che avevano i nostri genitori, i nostri nonni: i soldi sotto il materasso, brutalmente. Adesso magari stanno in una cassetta di sicurezza o sui conti di liquidità, ma il meccanismo è lo stesso: pronta cassa e appena ho bisogno apro il cassetto e trovo il cash. Questo cash che "rassicura", poi, di fatto fa sì che si accumuli un sacco di soldi, ma si sottraggano capitali agli investimenti pubblici, che non si fanno perché non ci sono risorse: non vengono fatti investimenti perché c'è il timore di non riuscire ad affrontare eventuali momenti di difficoltà. Quindi è una società che ha paura e non rischia. I consumi sono fermi ormai da quasi 15 anni, le retribuzioni sono ferme proprio perché è un Paese che non investe e non ha voglia di rischiare».

A questi timori si è aggiunto quello della guerra: fino a poco tempo fa riguardava luoghi lontani, come Russia e Ucraina, ma negli ultimi mesi si è avvicinata, anche sul piano emotivo.

«Sì, vero, la guerra è una paura, per certi versi ancestrale e smemorata. Ancestrale perché la paura della guerra è qualcosa che ci portiamo dentro, fa parte del nostro Dna da sempre e fa parte del timore che succeda qualcosa. Questo timore fino a qualche anno fa era molto remoto, mentre negli ultimi tre-quattro anni è diventato concreto, attuale. Oggi, però, si parla di guerra mondiale a pezzi: sono decine i paesi coinvolti in conflitti armati e tutto ciò significa che la guerra è una realtà di oggi. Però gli italiani alla fine, con un atteggiamento molto pragmatico, finiscono per dire: «Sì, siamo in guerra, ma questa cosa non mi riguarda, nessuno mi chiederà mai di andare a combattere nelle steppe russe». Perciò è una paura che in qualche modo viene mitigata dall'idea che in fondo non toccherà a me. A pesare, invece, sono le conseguenze dei conflitti, che interessano i portafogli e incidono sui comportamenti delle famiglie italiane. Il salto in avanti dei costi dell'energia, dei beni alimentari e dei beni della vita quotidiana alla fine è un effetto, una conseguenza della guerra. Ma gli italiani vedono l'effetto, non la causa».

Un altro cambiamento di peso riguarda Israele: un Paese visto con simpatia è diventato, dopo le scelte discutibili del suo governo, oggetto di ostilità razzista, come se si fosse riaperto un nervo scoperto.

«È vero, però occorre evidenziare due elementi. Il primo è che gli israeliani si sono fatti male da soli, nel senso che hanno creato un tale clima intorno a loro così pesante, così difficile, così anche incomprensibile per gli europei, che ne pagano lo scotto. E lo vediamo in questi giorni, in cui sembrano un Paese allo sbando. Seconda considerazione, più vera secondo me, e anche più sottile: l'Italia non ha mai fatto i conti con l'antisemitismo, con il fascismo e siamo rimasti antisemiti di fondo. Non c'è mai stato quel senso di empatia naturale nei confronti del popolo ebraico, al punto che gli italiani fanno fatica a distinguere tra israeliano ed ebreo. E lo dico con enorme rammarico. Resta quel retaggio storico bimillenario di sostanziale lontananza verso quel mondo, quella religione che invece ha tantissimo da dire. Se si saldano i due fenomeni, un antisemitismo che non può essere dichiarato, ma è strisciante e reale, e un atteggiamento dello stato israeliano, del popolo israeliano, restio a qualsiasi confronto, oggi per un italiano è anche difficile solo immaginare di fare un viaggio turistico a Gerusalemme. C'è una chiusura che non è soltanto legata alla guerra, è proprio legata a una cultura, quella israeliana, che è estremamente rigida e chiusa e

per noi difficilmente comprensibile».

Ecco, ma questi avvenimenti non hanno aumentato un senso di ulteriore isolamento, un'ulteriore paura? Anche perché la guerra è sempre più vicina.

«Gli italiani ne hanno una percezione istintiva, di pancia. Guardano, vedono, sanno, capiscono, ma alla fine dicono: "Le conseguenze su di noi quali potranno essere? Che qualcuno viene, ci spara addosso come è stato per i nostri nonni?" È difficile da credere. Gli italiani sono molto più cinici da questo punto di vista. Che poi non siamo pronti e dovremmo prepararci di più è un altro discorso».

Nell'ultimo anno si è iniziato a parlare di guerra ibrida, e qui torna la tecnologia nel suo lato più oscuro: episodi come l'attacco ai supermercati colpiscono tutti. Questo cambiamento viene colto? Ha effetti sui comportamenti quotidiani?

«Sì certo, è un fenomeno evidente, lo vediamo tutti, lo capiamo tutti, se ne discute. Però, poi, si accende la televisione, si parla di Garlasco 18 anni dopo e gli italiani pensano che alla fine la guerra sia un problema del tutto marginale. Sono stati hackerati i supermercati? Pazienza. Non è che qualcuno osservi che l'Europa non ha un proprio sistema di carte di credito e che il giorno in cui gli americani le spegnessero non sapremmo nemmeno più come pagare la spesa al supermercato. Il tema della guerra ibrida è fortissimo, ma se ci si guarda intorno, alla fine non ne parla nessuno. Anche la messa in sicurezza delle infrastrutture informatiche pubbliche è lasciata lì da 20 anni. C'è la possibilità di essere bucati da un ragazzino di 15 anni. Non occorre che siano i battaglioni di hacker ucraini ad attaccarci, o russi o cinesi o coreani. Basta un delinquente qualsiasi. Per un hacker abile attaccare il sistema dei certificati medici telematici è un gioco da ragazzi: si provi a immaginare che cosa voglia dire fare saltare, nel Paese, il sistema che abbiamo costruito con grande soddisfazione di tutti o la fatturazione elettronica. Ma nessuno negli ultimi 20 anni ha detto che possono essere attaccati con facilità. Quindi, più che la guerra ibrida, il vero rischio è avere sistemi che non sono adeguati e che non hanno processi di continuo adeguamento all'evoluzione tecnologica. Le regole di protezione dell'intera informatica pubblica sono del 2005. Dal 2005 sono forse sono cambiate un po' di cose».

C'è poi il tema della salute, che ha visto aumentare la sfiducia nel Servizio sanitario nazionale.

«In fondo gli italiani sono cresciuti con l'idea che il servizio pubblico funzionava male, che si dovevano fare lunghe attese, ma che alla fin fine era una sicurezza. Dunque, la percezione che in qualche modo consola e rassicura gli italiani è che, se proprio va male, il sistema pubblico c'è. Se si va in un pronto soccorso, in un ospedale, in qualche modo si è curati e, in fondo, questa visione è vera, anche se viene a mancare tutta quella componente collaterale, come le visite specialistiche, gli esami radiologici, le fisioterapie e tutto ciò che non è emergenza, ma che fa parte della prevenzione o delle patologie di maggiore respiro».

Se si ha un tumore, il sistema pubblico interviene, cura bene e in fretta. Ma per un problema al ginocchio servono due anni per una Tac e lo stesso vale per gli esami che dovrebbero scoprire se il tumore c'è.

«Sì, gli italiani cominciano a capire questo problema ed è connesso e correlato a ciò che si diceva prima: soldi in tasca, perché se mi succede qualcosa voglio potermi curare. Ma è anche vero che quando arrivo a fare l'esame, ormai il tumore è arrivato prima di me. Questo è il limite, però d'altra parte le risorse pubbliche sono quelle sono. Quando c'è un debito pubblico al 140% del Pil con l'impegno di scendere all'80%, quali margini di manovra ci sono? Quanto si può mettere oggi sul sistema sanitario? Un miliardo? 5 miliardi? 10 miliardi? Se quasi un milione di persone l'anno prossimo diventerà anziano, quante se ne potranno coprire? Un quinto, un settimo, un ottavo? È chiaro che c'è una parte che rimarrà scoperta. L'unica strada, e gli italiani lo sanno, è il risparmio privato. Se no non si spiega perché tutti continuano a mettere da parte soldi con un tasso di risparmio prossimo al 10%: alla base c'è la preoccupazione dell'evento drammatico cui fare fronte. Purtroppo, e qui cade il ragionamento, la prevenzione resta fuori».

Altaroc
Private Equity for Generations

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 princìpi sul lungo periodo.

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.

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.

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.

Formiche, cicale e consulenti nell'Italia longeva

Al meeting fiorentino di Efpa Italia la longevità è diventata la lente per leggere tutto: il risparmio dei giovani, la pensione che non basterà, una riforma europea che divide e una società che invecchia un pezzo alla volta

di Alessandro Secciani

Due italiani su tre risparmiano come la formica della favola di Esopo. Il problema è che mettere da parte non significa investire. Tra i ventenni la consapevolezza di dovere cominciare presto sta crescendo, ma solo il 24% investe con regolarità o aderisce a una forma di previdenza complementare, contro il 52% dei boomer. E la quota di giovani che conta soprattutto su pensione e sussidi pubblici, pur scesa in un anno dal 77% al 63%, resta maggioritaria.
I numeri vengono da un'indagine di Finer finance explorer che ha sentito 9.100 tra risparmiatori e investitori, divisi per età e patrimonio, e 5.200 professionisti tra consulenti finanziari e private banker. È stata il punto di partenza della 17° edizione di Efpa Italia meeting che il 21 e 22 ottobre ha registrato al teatro del Maggio musicale fiorentino oltre 1.000 accessi unici già nella prima giornata, sotto un titolo che diceva tutto: "Planning better, living longer". Efpa Italia è la fondazione affiliata alla European financial planning association, che in Europa definisce gli standard e certifica financial advisor e financial planner.

UNA RESPONSABILITÀ NUOVA

«Il nostro paese è il secondo più anziano al mondo dopo il Giappone», ha esordito il presidente di Efpa Italia **Fabrizio Quaglio.** «Vivere di più è una notizia straordinaria, ma cambia il modo in cui il patrimonio viene usato e carica la consulenza di una responsabilità che prima non aveva. Con gli anni i clienti diventano più fragili, e oggi non esistono regole deontologiche pensate per loro: la fondazione, che l'anno prossimo compirà 25 anni, ha annunciato che intende scriverle».
La ricerca ha mostrato quanto pesi l'accompagnamento: tra chi è seguito da un consulente la quota di "formiche" sale all'85%. Le "cicale" sono il 19% tra i boomer e il 47% tra i ventenni, che si informano e decidono sempre più spesso attraverso le piattaforme online. Per **Nicola Ronchetti,** fondatore di **Finer,** la conclusione pratica è che non si può parlare a tutti allo stesso modo: con i più giovani funzionano prevenzione, qualità della vita, perfino viaggi e passioni; con chi è più avanti negli anni, oltre al tenore di vita, conta la possibilità di curarsi meglio.
A mettere sul tavolo senza attenuanti il nodo previdenziale è stato il presidente dell'Ocf, **Mauro Maria Marino**: «Molti giovani non si rendono conto che, a sistema invariato, ci sarà una generazione che non potrà vedersi riconosciuta la pensione». Da qui la sua definizione della consulenza come infrastruttura immateriale del Paese. Il presidente dell'Anasf **Luigi**



Conte ha invece messo in guardia dalla tentazione di delegare tutto agli algoritmi: «La pianificazione patrimoniale tiene conto di contesti che nessun modello semplifica, dalla famiglia alla microimpresa. L'intelligenza artificiale è straordinaria, ma ha un limite di fondo: se non sai chiedere, la risposta non sarà adeguata. Per questo motivo, ha insistito, il cuore del rapporto con il consulente resta un verbo: dialogare». Tra le insidie del web sono state citate anche frodi, rischi informatici e falsi consulenti.

DUE LETTURE DELLA STESSA RIFORMA

La scadenza da cerchiare è luglio 2029, quando diventeranno vincolanti le norme della Retail investment strategy europea. Il suo perno è il "value for money", la verifica che i costi di un prodotto siano giustificati da benefici e rendimenti. Ed è qui che a Firenze sono emerse due letture diverse. Per **Marco Tofanelli**, segretario generale di **Assoreti,** è un principio che rischia di nascere già superato, perché misura il costo del prodotto e non il servizio, dove sta il valore. «Con orizzonti di pianificazione ormai oltre i 30 anni», ha spiegato, «la famiglia va accompagnata anche negli obiettivi intermedi e nel passaggio dall'accumulo al decumulo. È la logica del goal-based investing, che lega il risparmio a traguardi di vita concreti. «Ognuno di noi ha tanti obiettivi in funzione degli anni e delle fasi della vita», ha detto Tofanelli. «La domanda diventa: quando una parte del portafoglio dovrà essere disinvestita, come essere certi che in quel momento non sia in perdita?»

Il presidente di Efpa Europe **Emanuele Maria Carluccio** ha letto la stessa norma come una spinta verso la consulenza a parcella: servirà un servizio che trovi nella remunerazione a parcella «la sua giustificazione e, soprattutto, l'esplicitazione del relativo valore». Carluccio ha anche annunciato un percorso che permetterà a chi ha la certificazione Efa di ottenere in un anno quella di European Financial Planner.

LA VECCHIAIA COME PROCESSO

Il confronto "Leggiamo l'Italia" ha spostato lo sguardo sulla demografia. Gli ultraottantacinquenni sono già 2,5 milioni, il loro numero crescerà in fretta e le nascite continuano a calare. Per **Giorgio De Rita**, segretario generale del **Censis,** «l'errore è pensare alla vecchiaia come a uno status in cui si entra a 65 anni: è invece un processo, per le persone e per la società, lungo il quale l'autonomia si perde per gradi. Pesano le piccole non autosufficienze, ben prima dell'evento catastrofico, e il risparmiatore chiede di essere protetto un pezzetto alla volta».

Nicola Ardente, consigliere di **Efpa Italia** e presidente uscente, ha indicato nei giovani l'interlocutore da conquistare, perché le risorse pubbliche non basteranno a sostenere il welfare. **Giuseppe Milanese**, presidente della cooperativa **Osa** e vicepresidente vicario di **Confcooperative sanità**, ha chiesto di «strutturare un sistema assistenziale più che di cura, che porti medici e infermieri nelle case, affiancando al welfare pubblico coperture di long-term care e forme mutualistiche, insieme a prevenzione e a un'idea di invecchiamento attivo che riconosca agli anziani un ruolo sociale, non soltanto un bisogno da coprire».

DEBITO, IMPRESA E BASKET

Sul quadro macro **Luigi Buttiglione**, fondatore di **Lb Macro**, non ha usato giri di parole: «L'Italia è un Paese ad alto debito il cui primo problema è la produttività, dove siamo i peggiori in Europa»; lo scenario è preoccupante, con i rendimenti italiani e francesi spinti al rialzo dal rischio sovrano. Di segno opposto la storia di **Francesco Zaccariello**, 38 anni, terza generazione di farmacisti, che con **eFarma Group** ha puntato sull'e-commerce creando 200 posti di lavoro e un polo di ricerca. La sessione "L'energia che cambia la vita" ha poi messo a confronto **Marika Lion**, ideatrice del **Manifesto RE-Umanesimo**, l'economista **Massimiliano Marzo**, del comitato scientifico di **Efpa Italia**, e **Massimiliano Tacconelli**, Vp Nuclear & Big Science Director di **Walter Tosto**. A chiudere, **Dan Peterson**, l'allenatore che ha segnato più generazioni di appassionati di pallacanestro, chiamato a raccontare come si affronta il cambiamento senza smettere di mettersi in gioco e di trasmettere esperienza.

Attorno alle plenarie si sono svolti gli Active learning di Cnp Assicura, Mpower by Morningstar e Tuttocertificati e i workshop dei main sponsor BlackRock, Bnp Paribas, Capital Group, Flossbach von Storch, Goldman Sachs Asset Management e J.P. Morgan Asset Management, su portafogli, strategie di lungo periodo e innovazione. L'evento, gratuito, valeva fino a 15 ore per il mantenimento delle certificazioni Efpa. Il filo comune era uno: se la vita si allunga, il consulente deve imparare a guardare più lontano. Le regole europee chiederanno di dimostrare il valore di ciò che si offre; la demografia chiederà di capire che cosa abbia davvero valore per una famiglia lungo 30 o 40 anni. Meno prodotto, più pianificazione.



Emergenza Sorrisi
Doctors for Smiling Children

CON IL TUO 5x1000
CI AIUTI A CURARE

Dona il tuo 5x1000 a Emergenza Sorrisi ETS
una cura che arriva dove serve

CODICE FISCALE

9	7	4	5	5	9	9	0	5	8	6

© Foto Matteo Lauriola - Tutti i diritti riservati

PERCHÉ SEI UNICA



CREDEM | EUROMOBILIARE PRIVATE BANKING

Meriti una banca che non ti farà mai sentire un numero. Dove verrai accolta da persone speciali, ascoltata in ogni momento e supportata da professionisti attenti. E dove il tuo patrimonio sarà accudito con cura ed attenzione.

Perché sei unica.

Vieni a scoprire il nostro modo di fare private banking su www.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.