



# www.investiremag.it **investire**

**Conoscere, rischiare, guadagnare**

## CONSULENTI ALLA CARICA

Il presidente di Anasf Luigi Conte illustra successi e prossime sfide della categoria



### OUTLOOK 2023

#### JP MORGAN

Un anno negativo per l'economia più che per i mercati

#### BLACKROCK

Visti i danni dell'inflazione tornano i bond

#### UNIONCAMERE

Le imprese sane difendano la loro liquidità

#### ALLIANZ SE

Meno crescita ma le previsioni stanno migliorando

#### DA INVITALIA LA NUOVA TV

Il promemoria di Invitalia per la tv digitale ad alta definizione



# DAL 21 DICEMBRE I CANALI TV SARANNO VISIBILI SOLO IN ALTA DEFINIZIONE



Per continuare a vedere i tuoi programmi preferiti  
è necessario sostituire il tuo televisore  
o dotarlo di un nuovo decoder

Per saperne di più vai sul sito

[nuovatvdigitale.mise.gov.it](http://nuovatvdigitale.mise.gov.it)



**Nuova TV digitale**

La TV cambia, guardiamo avanti.

f @ 340.1206348

#GuardiamoAvanti



Ministero delle Imprese  
e del Made in Italy



Call center  
06.87.800.262



# LE RAGIONI PER ESSERE OTTIMISTI

di Sergio Luciano

“**P**ermacrisi” è stata la “graziosa” formula risuscitata da madame Lagarde per spargere un po’ di pessimismo sui mercati. E forse mai, prima di questa volta, s’era manifestato nel mondo finanziario un analogo stupore, misto a disapprovazione esplicita, per una linea di condotta, e di comunicazione, della Bce che non sembra più minimamente in grado di dosare gli annunci, le decisioni e le aspettative, i tre strumenti con cui da sempre le banche centrali hanno cercato, talvolta perfino riuscendoci, di governare i mercati.

Ma la vaghezza dell’algida Signora Bce non è poi così dissimile dal disarmante pressapochismo del suo collega americano Jerome Powell, altrettanto reo di non aver preso sul serio i sintomi dell’inflazione, per poi correre tardivamente e brutalmente ai ripari. Certo, una fine d’anno così tetra dal fronte istituzionale i mercati non avrebbero mai dovuto aspettarsela, fino a qualche anno; almeno non dalla Bce di Mario Draghi che li aveva abituati a poche e ben pensate (e pesanti) parole.

Ma leggendo attentamente i pareri dei tanti autorevoli analisti economico finanziari che *Investire* vi offre in carrellata in questo numero doppio... molto speciale, si ricava – pur se accanto ad una generale prudenza – un filo di ottimismo maggiore di quel che a rigor di logica i dati dell’economia reale, della geopolitica e dei mercati giustificerebbero. Perché?

Per un paradosso logico: che cioè mai la credibilità sia delle fonti istituzionali di previsioni economiche che dei regolatori monetari è stata così... modesta. E dunque la loro severità non è credibilissima. Se si trattasse di astrologia e non di scienza, di dilettantismo e non di alta politica, si potrebbe dire a cuor sereno crepi l’astrologo! Sarebbe corvo rispolverare, al riguardo, l’immortale aforisma di John Kenneth Galbraith secondo cui “la sola funzione delle previsioni in campo economico è quella di rendere persino l’astrologia un po’ più rispettabile”. Sarebbe corvo e ingeneroso rispetto all’impegno di ricerca di tanti analisti – che non a caso anche noi di *Investire* interpelliamo – e che sono bravissimi nel rilevare i segnali dell’economia reale.

Non riescono però a prevedere né gli orientamenti delle autorità né il potenziale effetto di essi, tanto più se pensiamo che poi le stesse banche centrali ancora sul trono dei tassi sono rimaste balbettanti e imbelli – salvo blaterale impotenti anatemi – davanti al boom delle criptovalute, non solo prima del crash ma anche oggi che i loro valori sono crollati, quasi incapaci di riprendere una qualsiasi iniziativa di governo del fenomeno.

Le autorità monetarie e regolatorie, e i loro mandanti politici – governi e parlamenti – sembrano insomma, duole dirlo, dei gorilla nella nebbia, e la frequenza d’errore nelle previsioni, la stessa che ha gratificato l’Italia – portandola a crescere nel ’22 ben più di quanto preconizzassero gli osservatori – li acceca ulteriormente. In questo senso l’ottimismo per il futuro, anche il futuro prossimo, che chiunque abbia a cuore il benessere della collettività deve coltivare – perché l’ottimismo induce alla positività i fenomeni, e favorisce le profezie positive nel loro tentativo di autoavverarsi – ha qualche pilastro in più su cui fondarsi. Non pilastri algebrici, e forse neanche politici, ma storici.

Intanto, guardando indietro alle crisi dei decenni passati, nessuna è durata molto a lungo senza robusti rimbalzi, e addirittura durante i sei anni della Seconda Guerra Mondiale il totale delle Borse mondiali si è apprezzato, e non è sceso, dopo essersi ripreso dal crollo iniziale. Dunque perché pensare che i valori rasoterra visti negli ultimi mesi debbano restare immutabili? Solo per colpa dei tassi? Ma se l’inflazione rientrasse, o almeno si calmasse, quanto ci meraviglierebbe l’ennesima retromarcia delle banche centrali? Niente: ci hanno abituato appunto a retromarcie e giravolte. Dunque non resta che alimentare l’ottimismo col miglior uso di tutti gli strumenti della gestione finanziaria saggia: stock-picking per selezionare titoli growth ma già solidi e titoli value internazionali; piani di accumulo; diversificazione di asset class. E poi buoni consigli: da chiedere, manco a dirlo, a consulenti finanziari competenti, la categoria cui abbiamo dedicato la copertina di questo numero e lo speciale al suo interno. Una categoria molto cresciuta negli ultimi dieci, vent’anni. Che sa il fatto suo. E mediamente “ci azzecca” più del signor Rossi.

**investire** [www.investiremag.it](http://www.investiremag.it)

Registrazione Tribunale di Milano  
N. 126 del 27/3/1982  
Numero iscrizione ROC: 29993

#### Direttore responsabile

Sergio Luciano

#### Caporedattore

Marco Muffato

#### Newsroom

Marina Marinetti,  
Riccardo Venturi,  
Liliana Nori, Lara Ponchia

#### Hanno collaborato

Antonio Quaglio

(Consulente del direttore),

Rosaria Barrile, Annalisa Caccavale,  
Giuseppe D’Orta, Fabiana Giacomotti,  
Francesco Priore, Nicola Ronchetti,  
Gloria Valdonio, Martina Zanetti,  
Paolo Zucca

#### Contributori

Vittorio Borelli, Enrico Cisnetto, Anna  
Gervasoni, Glauco Maggi, Andrea  
Margelletti, Marco Onado, Matteo  
Ramenghi, Giulio Sapelli

#### Partnership Editoriali

Anasf, Assoimmobiliare, First Cisl

#### Editore

Economy Group s.r.l.

Piazza Borromeo 1, 20123 Milano,  
Tel. 02/89767777

#### Presidente e A.D.

Giuseppe Caroccia

#### Consiglieri

Costantino Baldissara,  
Sergio Luciano

#### Editore incaricato

Alfonso Ruffo

#### Direzione amministrativa

Maria Marasco

#### Direzione marketing

Fernanda Rossetti

#### Relazioni esterne

Monia Manzoni

#### Distribuzione

Pressdi - Via Mondadori, 1 - Segrate

#### Stampa

Grafiche Letizia, Capaccio Scalo (SA)

#### Per la pubblicità su questa rivista

Tel. 02/89767777

marketing@economygroup.it



# GRIMALDI LINES



*Le navi Grimaldi Lines ti portano in Spagna, Grecia, Tunisia, Sicilia e Sardegna.*



**LIBERA LA TUA VOGLIA  
DI VIAGGIARE**

[www.grimaldi-lines.com](http://www.grimaldi-lines.com)



QUESTO  
SEI TU.

QUESTO IL TUO FUTURO  
CON NOI.

**DIVENTA LIFE BANKER,  
SCOPRI IL NOSTRO MODELLO  
DISTINTIVO.**

Unisciti a noi, per offrire un ampio  
modello di consulenza  
patrimoniale all'altezza  
delle tue aspettative.  
E di quelle dei tuoi clienti.



**BNL-BNP PARIBAS**  
**LIFE BANKER**

La banca  
per un mondo  
che cambia

## Dicembre 2022 - gennaio 2023

- 03 **EDITORIALE** DI SERGIO LUCIANO  
*Le ragioni della speranza*
- 09 **WATCHDOG** DI MARCO ONADO  
*Cosa c'è dietro la crisi dei giganti Tech*
- 11 **SISMOGRAFO** DI GIULIO SAPELLI  
*In tempi duri riscopriamo Giambattista Vico*
- 12 **FINANZA REALE** DI A. GERVASONI  
*Private equity e ventur capital a tutta sostenibilità*
- 14 **III REPUBBLICA** DI E. CISNETTO  
*Brava Meloni, ora stop a polemiche revansciste*
- 15 **IL SOTTOSTANTE** DI M. RAMENGI  
*Le banche centrali e il dietrofront rischio prezzi*
- 33 **VITA DA TRADER** DI SILVIA VIANELLO  
*I falsi miti presi per veri dagli investitori inesperti*

- 96 **SEDIE & POLTRONE**  
*Novità in casa Jupiter Am e Ambienta*
- 97 **PROFESSIONE CONSULENTE**  
*Consulenti, nulla da temere dai robo-advisor*
- 110 **FASHION**  
*Escluso il mito Armani c'è bisogno di attori giovani*
- 112 **EDUCAZIONE FINANZIARIA**  
*Gli italiani si preparino sui Btp*
- 113 **BIBLIOTECA**  
*Il bignamino di Ghisolfi: le parole chiave della finanza*
- 114 **MALALINGUA**  
*2022-2032: 10 anni di politica già vista in arrivo*

## OUTLOOK 2023

- 22 **LE PREVISIONI DEI GESTORI**  
*Focus su obbligazioni, azioni, valute, commodity e real estate*
- 30 **BIG TECH**  
*La riscossa dei titoli tecnologici può attendere ancora*
- 34 **BLACKROCK**  
*La conta dei danni da inflazione porta a ripensare ai bond*
- 35 **ALGEBRIS**  
*Il contesto macroeconomico ai raggi X*
- 36 **ISTITUTO TAGLIACARNE**  
*Imprese più sane ma che siano attente ai vincoli finanziari*
- 38 **ALLIANZ SE**  
*In arrivo un anno difficile (ma non troppo)*
- 40 **JP MORGAN**  
*Anno negativo per l'economia ma migliore per i mercati*
- 42 **SACE**  
*Nel futuro tanti aiuti in più alle Pmi*
- 44 **ENI**  
*La riduzione della CO2 una sfida possibile*

# COVERSTORY



In copertina:  
da sinistra in alto,  
Gian Franco Giannini  
Guazzugli, Mario Castelli,  
Antonello Starace,  
Ferruccio Riva  
(vicepresidente vicario),  
Susanna Cerini,  
Fabio Di Giulio,  
Luigi Conte (presidente)  
e Alma Foti  
(vicepresidente)

# 18

## CONTE A RUOTA LIBERA

*Il presidente dei consulenti finanziari a tuttocampo sulle sfide da vincere per la categoria: digitale, ricambio generazionale e formazione*

## INVESTIRE SPECIALIST

## Speciale Anasf **45** *ma non li dimostra*

- 46 **LE SCOMMESSE VINCENTI/** *Nel 2023 conviene puntare sui bond a 10 anni più che sulle azioni*
- 48 **LA LISTA D'ATTESA DELLE SGR/** *Il mercato sta cambiando ma l'Italia fa ancora gola ai gestori*
- 50 **PARLA MAIOCCHI (INNEXTA)/** *«Con un ricorso maggiore all'equity le Pmi potranno volare»*
- 52 **TUFO (RSM) SULLE IPO/** *«Ma quale delisting vi spiego perchè entrare in Borsa conviene»*
- 56 **OSSERVATORIO CRIPTO 21SHARES/** *Analisi e riflessioni a seguito del orac Ftx*
- 60 **BANCA GENERALI E L'ESG/** *Fotoreportage dal fronte dell'inquinamento*
- 64 **LA SCELTA MAMACROWD/** *La società benedice il matrimonio tra crowdfunding e real estate*
- 66 **SOLUZIONI ANTI CAROVITA/** *Banca Generali alza la sfida all'inflazione e alle giacenze infruttifere*
- 67 **L'ANALISI DI DE TOMMASO (IDEALISTA)/** *Il mercato della casa nel 2023 alla prova dei finanziamenti*
- 68 **PANORAMA REAL ESTATE/** *Il tempo di Leandlease per un'Italia bellissima*
- 98 **POLE POSITION/** *Bankman-Fried, arriva dalle crypto il Madoff 4.0*
- 100 **IORIO (PALLADIO) SUL PRIVATE EQUITY/** *«La frenata ci sarà anche da noi ma durerà poco»*
- 102 **IL NUOVO MES/** *Arriva la riforma per il Fondo Salva-Stati (ma è meglio non utilizzarlo)*

- 72 **L'AUTORE FRANCESCO PRIORE/** *Vi spiego perchè Anasf porta bene i suoi anni*
- 73 **IL COMMENTO DEL DIRETTORE/** *Perchè è bello che l'anniversario Anasf sia festeggiato dai cf*
- 74 **ALBO, PERCORSO CONSAPEVOLE/** *Dall'autodisciplina all'Albo pubblico fino a Ocf*
- 78 **AXA INVESTMENT MANAGERS/** *Come utilizzare proficuamente l'impronta sociale per investire*
- 80 **VOLPATO (B. MEDIOLANUM)/** *«Consulenti, la scelta migliore per difendere i risparmi dal carovita»*
- 82 **FAVERO (BLACKROCK)/** *«Etf, cresce il gradimento tra i consulenti finanziari. Ecco le ragioni»*
- 84 **CAPITAL GROUP/** *Recessione, ecco quando e come farà capolino*
- 86 **ALFIERI (J.P. MORGAN AM)/** *«Con Anasf una partnership di lungo corso nella formazione»*
- 88 **PASCHETTA (PICTET AM)/** *«Ecco come coltiviamo il rapporto con i consulenti finanziari»*
- 90 **PIMCO/** *Il 2023 sarà sì l'anno dell'incertezza ma con un'alta possibilità di rally nei bond*
- 92 **RUGGIU (ZURICH BANK)/** *«Le nostre 4 direzioni per la crescita con al centro i consulenti»*

**COSMOPOLITICA** DI ANDREA MARGELLETTI  
*Quanto pesa l'intesa tra Ue e G7 sul price cap per il petrolio russo*

104

**QUI NEW YORK** DI GLAUCO MAGGI  
*Passeggiare a Wall Street, il criterio di Malkiel è ancora valido*

105

**IL GIRO DEL MONDO IN 30 GIORNI**

*Uk, stop all'acquisizione del re dei semiconduttori cinesi*

106



MONDO

# ASSICURIAMO CHI ASSICURA IL FUTURO



Come **Earth Day Italia**, che con il progetto **Gruccix** sostiene iniziative solidali valorizzando materiali di recupero. Per assicurarli al meglio, **Cattolica Assicurazioni** ha creato la **Business Unit Enti Religiosi e Terzo Settore**, interamente dedicata al servizio delle realtà Non Profit, e ha ideato **Cattolica&Non Profit**, la polizza che protegge, sostiene e aiuta le realtà che proteggono, sostengono e aiutano gli altri.

Prima della sottoscrizione leggere il set informativo su [cattolica.it](http://cattolica.it)

**CATTOLICA**  
ASSICURAZIONI  
DAL 1896

PRONTI ALLA VITA. | [cattolica.it](http://cattolica.it) |   

# MEDIOLANUM PRIVATE BANKING



Massimo Moccagatta e la sua famiglia  
Cliente Mediolanum e seconda generazione  
di viticoltori della tenuta Villa Sparina

VILLA SPARINA  
GAVI

WINE ENTHUSIAST  
WINE STAR  
AWARDS  
2021 WINNER  
EUROPEAN WINERY OF THE YEAR

## WEALTH CARE. NON CI PRENDIAMO CURA SOLO DEL TUO PATRIMONIO, MA ANCHE DEL TUO FUTURO.

Una consulenza evoluta e di valore per proteggere il futuro dei propri clienti. Per gli altri è Private Banking, per noi in Mediolanum è molto di più: lo chiamiamo Wealth Care. Vuol dire cura del patrimonio a tutto tondo. Il Private Banking Mediolanum si avvale delle aree **Wealth Management**, **Investment Banking** e dei servizi di **Mediolanum Fiduciaria S.p.A.**, che oggi affiancano i nostri **Wealth Advisor** e **Private Banker** di Milano, Roma e di tutta Italia, offrendo loro supporto di altissimo profilo per fornire risposte complete a bisogni complessi. Perché i clienti, per noi, sono il valore più grande e il loro patrimonio si merita il massimo della cura che possiamo offrire. Sempre.

- Pianificazione finanziaria
- Servizi bancari
- Credito e Protezione
- Passaggio generazionale
- Asset protection
- Operazioni di finanza straordinaria
- Servizi fiduciari

MILANO

PALAZZO BIANDRÀ - Via S. Margherita, 1/A

ROMA

Via dei Due Macelli, 66

**mediolanum**  
PRIVATE BANKING



# DIETRO LA CRISI DEI GIGANTI TECH IL CAPITALISMO DEGLI STEROIDI

**C'**è un male profondo dietro la crisi che negli ultimi mesi ha colpito le aziende americane dell'alta tecnologia determinando vistose cadute dei prezzi. E il problema non è solo dei giganti americani che occupano le prime pagine: in Europa il settore ha perso in borsa qualcosa come 400 miliardi di euro e l'occupazione si è ridotta di 14.000 unità. Il numero di "unicorni" (start-up con valore di borsa superiore al miliardo) si è ridotto da oltre 100 a 31.

È un male anche diverso da quello di fine secolo scorso. La bolla speculativa di allora era alimentata dalla solita grande illusione dei boom: credere che bastasse essere innovativi per avere successo. Il che non è mai accaduto, perché è la legge della selezione darwiniana che il capitalismo ha fatto propria. Molti sono quelli che tentano, pochi quelli che traducono le loro idee in profitti. Così come delle migliaia di aspiranti attori che arrivano a Hollywood, pochissimi diventano star con villa su Sunset Boulevard e tutti gli altri si accontentano di patatine da McDonald. Adesso invece la crisi sta colpendo o giganti affermati o imprese medie e grandi che avevano abbondantemente superato il vaglio del mercato. Il mercato non sta quindi attraversando una crisi adolescenziale per così dire, ma quella dell'età matura, sotto certi aspetti sempre più insidiosa.

Due problemi, fra loro collegati, hanno infatti accompagnato la crescita apparentemente inarrestabile delle grandi imprese della tecnologia. Il primo è che sono cresciute fino a conquistare posizioni dominanti nei rispettivi mercati, forti di miliardi di utenti e in possesso di informazioni sugli aspetti più segreti della nostra vita. Il tutto nel silenzio assordante delle autorità americane o nella difficoltà di quelle europee di applicare categorie giuridiche pensate per un mondo fatto di merci o servizi e di clienti che pagavano un prezzo. Non di clienti che non pagano nulla, perché non sanno di essere essi stessi la merce scambiata che produce profitti. Fatto sta che Meta, Google, Microsoft, Apple hanno raggiunto dimensioni che consentono loro profitti eccezionali. Di qui il secondo problema: un pugno di imprese domina il mercato di borsa e trascina tutto il resto del listino, ovviamente nel bene e nel male. Questo in un certo senso ha cancellato la vecchia distinzione fra titoli *value*, capaci di conservare valore nel tempo, e titoli *growth*, più ciclici, ma che promettono guadagni elevati nel breve termine. Il tasso medio di crescita dei ricavi di tutti i giganti degli ultimi dieci anni è compreso fra l'11 per cento di Microsoft e il 43 per cento di Meta. Non c'è stata, inoltre,

una contrazione dei tassi di redditività (salvo che per Meta che ha investito molto nel *metaverse* con rischi non piccoli ma inevitabili per queste imprese): per tutte, i profitti lordi rappresentano percentuali a due cifre del totale attivo di bilancio fra il 40 e il 50 per cento: il fanalino di coda è Netflix, che si attesta al 26 per cento. Insomma, il più povero nuota ancora nell'oro. Eppure quasi tutte queste imprese hanno conosciuto cadute di prezzo drammatiche e hanno effettuato licenziamenti in massa: non a caso, è stata la prima mossa di Musk appena assunto il controllo di Twitter. Ma come dicono i numeri, non si tratta di una crisi come quella della siderurgia o della chimica di base negli anni Settanta. E allora, qual è il problema? È la maledizione dei mercati di oggi: i prezzi salgono solo se salgono i profitti.

La stabilità è un grave handicap agli occhi dei gestori di fondi, quindi bisogna inventarsi continuamente soluzioni che fanno aumentare gli utili per azione. Il che significa agire sul numeratore, trovando nuovi mercati o nuove fonti di ricavo oppure sul denominatore, cioè riducendo le azioni in circolazione con *buy back*, non a caso accolti ogni volta dagli analisti con entusiasmo da stadio.

Questo obiettivo fa dimenticare che si tratta di operazioni che indeboliscono patrimonialmente le imprese, tanto che persino la bibbia dei mercati, *The Economist*, lo ha definito *capitalism on steroids*. Puro doping finanziario, insomma che come quello vero può avere effetti deleteri sulla salute a lungo termine.

È il mercato, bellezza. O, meglio, il mercato della grande ascesa degli ultimi venti anni, sempre più dominato dalla visione corta, cioè dallo *short-termism*, malattia senile del capitalismo. Frutto della visione neo-liberista ormai dominante negli investitori e che si traduce nella sprezzante frase di Milton Friedman *the business of business is business*. Dunque il profitto come fine supremo e unico. La visione dell'impresa destinata a crescere e a contribuire a sviluppo e benessere collettivo appartiene al passato come l'auto di Nonna Paperera.

Ma evitava che il profilo dei corsi di borsa delle grandi imprese assomigliasse a quello del tappone dolomitico del Giro d'Italia. E ovviamente, le fasi di caduta delle borse vengono amplificate, i risparmiatori subiscono perdite (nel sistema anglosassone questo incide immediatamente sul reddito pensionistico atteso), l'occupazione diminuisce, la domanda si riduce, le disuguaglianze aumentano, i cicli vengono amplificati. Qualcuno dovrebbe cominciare a fare un bilancio di questo capitalismo col turbo, ultima mutazione del modello americano che ai tempi di Alberto Sordi tutti sognavano.



**Marco Onado**

è professore senior di Economia degli intermediari finanziari nella Università Bicconi di Milano. È stato Commissario Consob. Collabora con "Il Sole 24Ore", "Lavoce.info" e "voxeu.org".

# Investimenti su cui puoi contare

Certi investimenti sono come i legami tra le persone. Si consolidano attraverso le generazioni e creano stabilità e fiducia nel tempo.

In PIMCO da oltre 50 anni gestiamo attivamente fondi obbligazionari costruendo ogni giorno un legame di fiducia con milioni di investitori.

**Scopri la gestione globale attiva di fondi obbligazionari su [pimco.it/obbligazionario](https://pimco.it/obbligazionario) ►**

PIMCO



## PERCHÉ IN TEMPI DI CRISI BISOGNA RILEGGERE “LA SCIENZA NUOVA” DI VICO

**I**l classico che sorge spontaneo voler rileggere in questi nostri tempi convulsi è indubbiamente “La Scienza nuova” di Giambattista Vico. E riconoscere un’esigenza come questa non è facile per uno come me, che ha una formazione sicuramente cattolica e di ispirazione francese, ma che nell’analisi economica, e anche in riferimento ai grandi maestri della storiografia, si sente più legato al marxismo, che non all’Ecole Evenementiel.

Vico va ricordato e riletto in quanto è stato il teorico dei cicli Storici, ovvero della visione di un dispiegarsi della storia del mondo attraverso dei cicli, cioè la periodica ripresentazione di grandi ritorni... In fondo Vico ci insegna che nel corso della storia appaiono degli accadimenti che una visione semplicemente evolucionistica, di cui l’illuminista Cordoncet è stato principale esponente - cioè l’evoluzione continua verso stati di perfettibilità - non prevederebbe; e invece vediamo che effettivamente la storia è un insieme ciclico di ascese e di cadute.

Perché lo vediamo oggi, in modo rinnovato e particolare? Perché oggi appare in crisi la rappresentazione più emblematica di quest’ascesa, l’impero americano, un tipo di impero che raccoglieva in sé gli insegnamenti degli altri imperi che prima di esso si erano succeduti nei secoli; un impero che dapprima aveva puntato alle conquiste territoriali, arrestandosi poi con la sconfitta della Spagna a Cuba e a Panama, che ha aperto le porte al dominio dell’America del Sud. L’espansione territoriale dell’impero degli Stati Uniti si è fermata allora e si è riconvertita, sul modello dell’impero portoghese, coniugando per l’espansione del suo potere nel mondo la penetrazione economica al presidio militare.

Gli Stati Uniti, con questa loro nuova strategia egemonica, hanno toccato il punto più alto dopo la Seconda Guerra mondiale, nei trent’anni gloriosi successivi ad essa. Gloriosi perché sono stati anni di democratizzazione dell’Europa, con l’approvazione di carte costituzionali che hanno invocato anche la tutela dei diritti sociali, e sono stati presidiati o accompagnati dal dominio militare statunitense, che via via ha penetrato tutto il mondo.

Forse oggi è arrivato il momento di prendere atto che l’impero americano ha concluso un suo ciclo. Quel che ci appare come una globalizzazione vittoriosa - e sicuramente quella finanziaria c’è stata ed è inarrestabile mentre quella industriale non c’è mai stata, con il crollo del ruolo del Wto, l’organismo creato per garantire il libero commercio che da 20 anni non funziona più - ebbene: forse è un ciclo che finisce, appunto con la fine di quella forma di impero americano, estenuato dalla sua stessa espansione militare.

Ne sia considerata riprova il fatto che gli Stati Uniti cercano, sempre di più disperatamente, di coinvolgere nella funzione di un complesso presidio militare tutto il mondo in funzione anti-cinese e anti-russa.

La fine di questo grande ciclo ora vede il ritorno a una situazione mondiale minacciosamente presente, come non accadeva da decenni. Non pensiamo solo alla continue minacce di guerra nucleare, agitate da Putin, ma dobbiamo osservare anche che stiamo tornando a una concreta minaccia permanente di guerra convenzionale, con tutto il mondo che si riarma. Eravamo convinti di essere usciti per sempre dal ciclo di grandi guerre europee, quelle che dal Cinquecento all’Ottocento, e poi con le Due Guerre Mondiali, non ha mai lasciato requie al Vecchio Continente, cominciamo ad accorgerci che l’aggressione russa all’Ucraina è, in fondo, un capitolo che si aggiunge con forte continuità alla Seconda Guerra mondiale.

Se identifichiamo il progresso umano con la pace, accostamento che ci viene giustamente spontaneo, dobbiamo concludere che non c’è progresso. E qui ricorre la visione di Giambattista Vico, quella dei cicli di decadenza e di recupero che scandiscono la storia dell’umanità, e questa è la riflessione che la stella di Natale ci porta quest’anno.

L’aggressione russa all’Ucraina forse è il segno di un ritorno a uno stato di guerra permanente anche se locale in tutto il mondo, quindi c’è più che mai bisogno di aiutare la Provvidenza affinché queste guerre cessino... E anche in questo senso soccorre un insegnamento di Vico, che richiama al compito di operare per aiutare la Provvidenza.

Un’ultima considerazione. Sotto il successo pluridecennale dell’impero Usa c’è il complesso militare-industriale di Galbriath. Quel che pensavamo fosse un processo solo nordamericano, e lo è per il differenziale di potenza militare, si sta ora diffondendo in tutto il mondo, dalla Cina alla Corea alla Russia. Il mio vecchio amico Paul Dibb, grande storico australiano, scrisse alla fine degli anni ‘80 un libro che si intitolava semplicemente “Soviet Union, una superpotenza incompleta”. Essenzialmente, sottolineava come la Russia fosse un’economia gracile in un territorio enorme con peso militare schiacciante rispetto al suo potenziale economico. Non vorrei che il futuro che ci attende fosse questo, con la Cina che va verso un riarmo per il quale non ha un’adeguata base economica, se si confronta il suo Pil pro-capite con quello americano. Rispetto alla sua potenza demografica, la Cina è ancora sottosviluppata: e la tiene insieme il complesso militare e industriale! Per questo, e purtroppo, mi pare che il mondo sia ritornato a un ciclo di guerra... che deve farci molta paura.



Giulio Sapelli

È ordinario di Storia Economica presso la facoltà di Lettere e Filosofia dell’Università degli Studi di Milano e consigliere anziano della Fondazione Enrico Mattei



## PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL NEL 2023 DARANNO IL MEGLIO SULLA SOSTENIBILITÀ



Anna Gervasoni

Professore Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese alla Liuc di Castellanza, è anche direttore generale dell'Aifi (Associazione italiana del private equity, venture capital e private debt)

**I**l Premio Demattè, alla sua diciannovesima edizione, offre uno spaccato dell'evoluzione del mercato del private equity e venture capital degli ultimi vent'anni. L'analisi dei finalisti e dei premiati ci mostra una fotografia interessantissima del sistema imprenditoriale italiano ed è, inoltre, la cartina tornasole dell'evoluzione del mestiere dell'investitore istituzionale in capitale di rischio.

Quando, quasi vent'anni fa, iniziammo con la prima edizione del Premio, il mondo del private equity e venture capital era differente: pochi investitori, con caratteristiche simili, si dividevano un mercato che non conosceva l'attività di operatori come loro, e il sistema imprenditoriale si finanziava quasi esclusivamente con credito bancario.

Oggi, quel mondo è diverso: il venture capital quest'anno dovrebbe arrivare a due miliardi di investimenti e nel private equity, che ha superato la soglia dei 15 miliardi, abbiamo soggetti molto diversi tra loro che operano in settori tradizionali e innovativi, rispondendo a esigenze finanziarie articolate. Anche guardando ai vincitori di quest'anno, possiamo dire che gli investimenti alternativi coprono i settori più vari, passando dalla produzione di beni industriali all'automotive, dai servizi come l'outsourcing gestionale fino all'alimentare.

Tutte queste operazioni hanno in comune la capacità di generare quel valore che gli operatori di private equity e venture capital hanno saputo individuare e potenziare in diversi contesti. Ad esempio, Indaco, il vincitore della categoria Venture Capital, è stato premiato con l'operazione The Data Appeal Company, società che offre soluzioni software basate sull'intelligenza artificiale per la gestione e l'analisi dei dati a supporto delle aziende. Nella categoria Expansion, che riguarda investimenti di minoranza per sostenere i programmi di sviluppo, il vincitore del premio Big Expansion è stato Fsi per l'operazione Adler Group, un'azienda che sviluppa e commercializza componenti di isolamento termico e acustico per il settore automotive. Sempre

nelle operazioni di minoranza, Hat ha ricevuto il premio Mid Expansion con Safety21, azienda che monitora il traffico e il miglioramento degli standard della sicurezza stradale.

Guardando alle operazioni di Buy Out, dove la giuria ha dovuto selezionare tra ben 13 finalisti, tutti di valore, Ambienta è stato il vincitore per la sezione Buy Out con l'operazione Nactarome, fornitore di aromi, colori e ingredienti naturali per il mercato. Mentre per la Big Buy Out il vincitore è stato CVC Capital Partners con Sisal Group, operatore italiano leader nel gaming, che ha vissuto insieme al fondo un importante processo di rivisitazione del business e riposizionamento di mercato. Sul segmento rilancio/turnaround, dedicato a far tornare profittevole un'azienda in difficoltà finanziaria, i vincitori sono stati Friulia e Veneto Sviluppo per l'operazione Maschio Gaspardo, produttore di attrezzature agricole. Grazie a questa operazione si sono salvati oltre cento posti di lavoro.

Tutte queste operazioni, va sottolineato, sono state realizzate in un momento difficilissimo per la nostra economia, perché sono state acquisite prima che scoppiasse la grande pandemia e sono state disinvestite tra agosto 2021 e luglio 2022. Il private equity ha dimostrato, in questo periodo molto complesso, di avere le capacità e gli strumenti per essere un valido partner per la crescita e la valorizzazione aziendale. Quello che rende ancor più importante il lavoro che è stato svolto dai fondi a fianco delle loro partecipate è stato l'approccio industriale e una grande attenzione alla sostenibilità. Quest'anno, notando come in tutti i casi arrivati in finale ci sia stata una grandissima enfasi sul cambiamento aziendale in chiave di Esg, si è deciso di dedicare un premio a chi ha fatto di più in questo senso. Il riconoscimento è andato a Progressio Sgr per l'operazione Save The Duck, azienda che realizza capispalla e altri prodotti di abbigliamento 100% animal free.

Per il 2023 ci attendiamo operazioni che confermino l'importanza del ruolo degli operatori di private equity e venture capital, che oltre a ottenere importanti risultati in termini di redditività per i propri investitori, generano un valore importante e duraturo nelle proprie partecipate anche in chiave di sostenibilità. Il prossimo anno il Premio compirà vent'anni e sarà interessante poter raccontare come, accanto a tante operazioni premiate, si potranno rievocare anche i tanti investitori che in questi due decenni hanno dato un significativo apporto alla crescita di aziende eccellenti che oggi occupano un ruolo di rilievo, se non addirittura da leader, nel loro mercato di riferimento.



Nella foto Paolo Scudieri, capo di Adler Group



# Se pensi ETF tematici, pensi HANetf

Investi nei trend che danno forma al  
mondo in cui viviamo.



Economia digitale



Transizione energetica



Salute e Benessere



Commodities



Intrattenimento



Scopri di più su  
**HANetf.com**

## I nostri premi del 2022



Emittente ETF europeo più innovativo  
ETF Express 2022



Miglior Team Capital Markets  
ETF Express 2022



Miglior distributore ETF  
ETF Express 2022



Miglior ETF Research Provider  
ETF Express 2022



Initiativa ESG dell'Anno  
The Asset Management Awards 2022

Solo per Investitori Professionali. Capitale a rischio.



## BRAVA MELONI, MA ORA BASTA CON LE POLEMICHE REVANSCISTE



**Enrico Cisnetto**

è un editorialista, economista, imprenditore, ideatore e conduttore del format web War Room. è conferenziere, consulente politico strategico e tifoso della Sampdoria

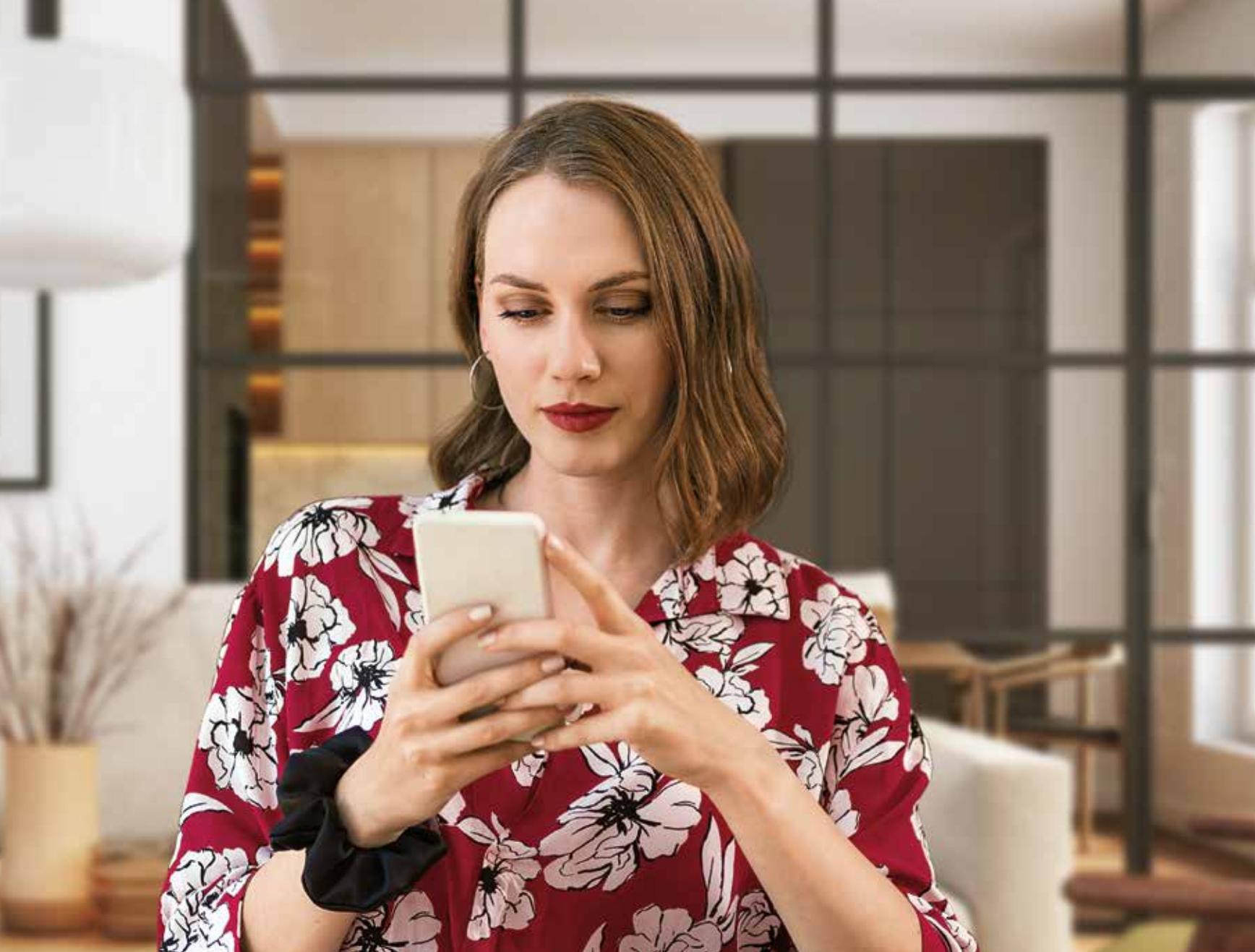
**I**l 2022 si è chiuso e il 2023 si è aperto all'insegna di Giorgia Meloni. Per merito suo, prima di tutto: piaccia o non piaccia, oggi la presidente del Consiglio è l'unica, insieme con Matteo Renzi, a saper fare politica. Ma anche grazie alla pochezza dei suoi due alleati, Silvio Berlusconi e Matteo Salvini – che smaniano dalla voglia di metterle i bastoni tra le ruote, ma sono così goffi da renderla solo più popolare – e alla disarmante povertà delle opposizioni, a cominciare dal Pd che si è infilato in un tunnel congressuale che non lo porterà da nessuna parte se non nelle fauci di Conte, chiunque faccia il segretario. Per questo il destino, suo personale e del suo governo, è quasi esclusivamente nelle sue mani. E la partita decisiva Meloni la giocherà con il suo unico vero avversario, l'economia. E sarà un doppio game, reale e virtuale (o meglio di narrazione). Partiamo da quest'ultima.

Lei e il centro-destra, diventato destra-centro nelle urne, hanno vinto le elezioni raccontando una crisi che non c'era. A settembre, quando si è votato, l'andamento del Pil per il 2022 era ormai quasi definito: sapevamo che saremmo cresciuti quasi del 4%. Ora sappiamo che l'anno si è chiuso con un eccezionale +3,9%, che se sommato al boom post pandemico del 2021 (+6,7%), ci consente non solo di tornare ai livelli pre Covid, ma addirittura di marcare un andamento migliore di quello di Francia e Germania. A dispetto delle fosche previsioni, infatti, la produzione è salita, l'export ha corso, l'occupazione è aumentata. Sì, certo, è scoppiata la guerra, e con essa ci arrivata addosso una pesante crisi energetica e una bruciante fiammata inflazionistica. Ma lo scenario da fame descritto per indurre gli elettori a voltare pagina, era fasullo. Ciononostante, il giochetto ha funzionato. Però, ora che ci sarebbe bisogno di narrare la svolta, si fatica a scriverne il copione. L'inflazione è arrivata a due cifre, si spera che abbia già raggiunto il picco, ma non è affatto detto. Così come è molto difficile sapere se il ripiegamento dell'economia – che di sicuro ci sarà – si rivelerà passeggero e avremo già nel 2024 una ripresa significativa, magari trainata dagli investimenti del Pnrr (ammesso che si riesca farli), o se invece torneremo alla stagione della crescita zero, o al massimo zero virgola. E certo non aiuta la diffusa malinconia di cui, dice il Censis nel suo rapporto annuale, sono affetti gli italiani: l'economia è fatta anche e soprattutto di fiducia, e se le aspettative sono flebili, i consumi frenano e gli investimenti latitano.

Insomma, c'è il rischio che ciò che non era vero fino a ieri diventi vero oggi, quando sarebbe necessaria la narrazione inversa. Ecco spiegata la tentazione di dare la colpa a qualcun altro – l'Europa, la Bce – e di farsi prendere dalla sindrome di sentirsi vittima di presunti poteri avversi, come la Banca d'Italia. Già, prima c'è stata l'inutile, anzi dannosa, polemica nata dalla rabbiosa, e per ciò stesso inopportuna, reazione espressa dall'entourage della Meloni ai giudizi della Banca d'Italia sulla manovra di bilancio del governo, peraltro formulati, come sempre, in un'appropriata sede istituzionale. Poi è seguito il tentennamento nell'approvare il Mes – che servirebbe come il pane alla nostra sanità, tutta da ricostruire dopo la dura esperienza della pandemia – più derivante dall'idea, sbagliata, che sia opportuno distinguersi in Europa purchessia, che non da un giudizio di merito sullo strumento. E infine la cosa più grave, il duro attacco alla Bce e alla sua politica monetaria.

Ora, che a Francoforte non siano stati capaci di vedere per tempo la traiettoria che poi ha avuto l'inflazione, è cosa acclarata. E che Christine Lagarde non sia stata accorta, per usare un eufemismo, nel preannunciare nuovi rialzi dei tassi se l'andamento dell'inflazione lo richiederà (grazie al piffero), è altrettanto vero. Ma questo non significa che aver portato i tassi al 2,5% a fronte di un'inflazione all'11% non fosse doveroso e inevitabile. Così come il governo, che nel 2023 dovrà piazzare sui mercati oltre 400 miliardi di titoli di Stato, non potrà certo imputarle di non avere per tempo avvertito l'Italia che non potrà più contare, seppure gradualmente, sul "quantitative easing", l'ombrello protettivo che Mario Draghi ci aveva aperto e di cui abbiamo beneficiato per anni senza approfittarne per mettere i conti in ordine. In tutti i casi, un esecutivo autorevole non si mette a berciare pubblicamente con la Bce, ma lavora nelle sedi opportune per creare le condizioni per una politica monetaria di altro stampo.

Ecco, l'augurio che rivolgiamo a Meloni, e dunque a noi stessi, è che la destra oggi alla guida dell'Italia non sia quella che ha nel suo dna l'antagonismo verso i poteri e il risentimento verso l'establishment che intorno ad essi si è formato. E che quindi non viva la sua ascesa alla responsabilità di governo come una forma di revanche per la marginalità di un tempo, ma come grande occasione di emancipazione, propria e del Paese (pardon, della Nazione). Buon 2023. (twitter @ecisnetto)



## MOLTO PIÙ DI UNA CARTA DI DEBITO. TUTTO QUELLO CHE VUOI, A PORTATA DI MANO.

Nexi Debit è uno dei prodotti di debito più evoluti nella sua categoria, emesso da Banca Generali in collaborazione con Nexi. Nexi Debit ti accompagna nelle spese di ogni giorno, anche online. Completamente digitale, puoi pagare da telefono e gestire tutto dall'App Banca Generali e dall'App Nexi Pay. In più hai una copertura assicurativa dedicata attiva sulla tua carta sin da subito. Goditi i tuoi acquisti, al resto ci abbiamo pensato noi.



**nexi**  
every day, every pay



**BANCA  
GENERALI**

Messaggio pubblicitario con finalità promozionale. Per le condizioni economiche dei prodotti e dei servizi bancari illustrati e per quanto non espressamente indicato è necessario fare riferimento ai Fogli Informativi ed alla documentazione contrattuale disponibili sul sito "www.bancageneraliprivata.it" e "Nexi.it/Trasparenza" e su supporto cartaceo presso le Filiali e gli Uffici dei Consulenti Finanziari. La concessione di finanziamenti, carte di credito, carte di debito e/o altri strumenti di pagamento è soggetta a preventiva valutazione e approvazione della Banca.



## IL DIETROFRONT SUL RISCHIO-PREZZI CHE SBILANCIA LE BANCHE CENTRALI



Matteo Ramenghi

Chief Investment Officer  
di UBS WM Italy

**A**nticipare gli andamenti dei mercati finanziari quest'anno non era certamente facile; ma a posteriori possiamo dire che le principali banche centrali hanno considerato l'inflazione come transitoria troppo a lungo, perdendo la possibilità di giocare d'anticipo e trovandosi a doverla rincorrere con rapidi aumenti dei tassi che hanno creato forte pressione su tutte le asset class.

Il compito delle banche centrali è certamente complesso: le decisioni di politica monetaria condizionano l'andamento economico e i mercati finanziari, che a loro volta influenzano l'inflazione e stabilità finanziaria. Soprattutto quando si muovono con un certo ritardo, il rischio di esagerare nell'intensità della risposta è sempre in agguato e un "eccesso di zelo" nel risolvere un problema può crearne di peggiori.

Da qualche mese molti indicatori economici suggeriscono che i prezzi al consumo stanno continuando a salire, ma a un ritmo più lento: negli Stati Uniti forse abbiamo già visto il picco e in Europa potremmo essere vicini.

Il mercato ha quindi cominciato a scontare un'inflazione in decelerazione e a preoccuparsi invece dell'andamento economico e di una possibile recessione causata proprio dall'impatto dei tassi d'interesse più elevati sui settori ad alta intensità di capitale, immobiliare e costruzioni.

A dicembre le principali banche centrali hanno continuato ad alzare i tassi anche seppur passando da aumenti "emergenziali" da 75 punti base a 50. Ma allo stesso tempo hanno sorpreso il mercato promettendo ulteriori rialzi per un periodo indefinito e, di conseguenza, alimentando le preoccupazioni degli investitori per l'andamento

economico – e, nel caso della zona euro, per un aumento della frammentazione finanziaria, vale a dire l'aumento dello spread di alcuni Paesi.

La Federal Reserve ha confermato i primi segnali di rallentamento dell'inflazione, ma ha preferito mantenere alta la guardia in considerazione di un mercato del lavoro surriscaldato che continua a generare posti di lavoro e aumenti salariali, elementi che potrebbero creare ulteriore inflazione.

L'inflazione americana è infatti creata dalla domanda interna, particolarmente forte anche per via degli stimoli fiscali varati a partire dall'inizio della pandemia. La situazione europea è diversa perché una parte consistente dell'inflazione è generata dalle importazioni, ovvero dai costi di energia e materie prime, mentre la domanda interna non registra eccessi paragonabili a quelli americani.

Tuttavia, la Bce ha inviato un messaggio molto netto spostando in alto il possibile picco dei tassi d'interesse l'anno prossimo a ben oltre il 3%. Questa prospettiva ha gettato un'ombra sull'economia europea, sul mercato azionario e ha spinto al rialzo lo spread dei titoli di Stato del Sud Europa, a partire dai Btp.

Il forte aumento dei costi di finanziamento potrebbe portare a un rallentamento dell'attività immobiliare e, in alcuni Paesi dove si registra un indebitamento elevato, a una correzione dei prezzi. Nel Nord Europa il valore dei mutui rispetto al Pil è molto elevato, per esempio superiore all'80% nei Paesi Bassi, mentre è solo del 31% in Italia.

Inoltre, a partire da marzo la Bce ridurrà liquidità riducendo i titoli di Stato detenuti dalla Bce a un ritmo di 15 miliardi di euro al mese. Si tratta di una tempistica che ha colto impreparati gli investitori perché nella prima parte dell'anno numerosi governi dovranno procedere a molte emissioni di debito, che a questo punto sarà più oneroso.

L'atteggiamento della Bce è stato motivato dalle nuove stime economiche prodotte dall'istituto, che sono molto superiori a quelle di consenso (media delle stime degli economisti) per quanto riguarda sia la crescita (addirittura doppia nelle stime della Bce rispetto al consenso nel periodo 2023-25) che l'inflazione.

Un atteggiamento così restrittivo in presenza di un andamento positivo dell'economia si può giustificare, ma il mercato si interroga sul rischio di un errore nelle politiche monetarie. Se il Pil dell'eurozona dovesse avere un andamento meno positivo, la Bce avrà la rapidità e la flessibilità per cambiare traiettoria in corsa?

Nelle foto il presidente  
della Fed Jerome  
Powell

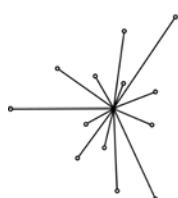




€1.000.000 per il contest europeo.  
€250.000 di investimenti per il nostro  
nuovo Contest per il mercato italiano.

[www.tdhi-italia.com](http://www.tdhi-italia.com)

Nel 2012 abbiamo iniziato ad investire in aziende e progetti. Nel 2015 abbiamo iniziato a investire nel mercato italiano. Nel marzo 2020 siamo stati i primi a creare un Recovery e Development FUND. Nel Gennaio 2023 per i nostri partner, i business consultant e per la prima volta anche ai clienti, apriremo l'accesso al nuovo Contest. Noi investiamo in chi crediamo e sempre nei migliori. La fortuna non conta; solo l'impegno.



**ATTENTION  
DEDICATION  
DETAIL**

# «LE SFIDE DA SUPERARE PER UN GRANDE FUTURO»

Di Sergio Luciano e Marco Muffato

INTERVISTA A TUTTO CAMPO CON IL PRESIDENTE DELL'ASSOCIAZIONE DEI CONSULENTI FINANZIARI. DIGITALIZZAZIONE, RICAMBIO GENERAZIONALE E FORMAZIONE PROFESSIONALE SONO LE PARTITE DA VINCERE

**U**na fase complessa, ma fertile, quasi una ripartenza travolgente quella che la categoria dei consulenti finanziari sta vivendo da qualche tempo: «Ricordiamoci qual era la prospettiva che molti vedevano nel 2019», dice **Luigi Conte**, presidente di **Anasf**, l'associazione di categoria dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, in quest'intervista esclusiva con Investire, subito dopo una riunione del Comitato esecutivo, riunito nella foto-notizia che dà la copertina a questo numero. «Era un gran parlare di robo-advisor, di marginalizzazione dei consulenti. La verità era l'opposto. La grande gelata delle relazioni umane imposta dalla pandemia, o forse anche indipendentemente da essa, è servita a capire che quel che noi rappresentiamo ed offriamo al sistema, ossia il valore della relazione consulente-cliente, è un punto fermo, è il valore della presenza umana, e si è rivelato ancora più solido di quanto apparisse tre anni fa. Quindi, se mai fossimo stati all'angolo, ne siamo usciti alla grande».

## **Presidente Conte, ma siete riusciti anche a essere migliori di prima?**

Tutto ciò che sappiamo dare al cliente come supporto si è consolidato in un modello di servizio molto più moderno di prima, rispetto al quale la categoria si è adattata alla grande. Nel rapporto con i clienti sono stati sburocratizzati i processi, alleggerendo fortemente la pressione delle carte. Abbiamo però moltiplicato in capo a noi, per alleggerire appunto i clienti, una serie di adempimenti rispetto ai quali si dovrà discutere, perché oggi rappresentano un aggravio per chi svolge questa professione, soprattutto quando si parla di modernizzare i ser-

vizi e i processi di valore, consulenza compresa.

## **Dunque: siete soddisfatti ma non appagati?**

Se è vero che i consulenti finanziari sono usciti dall'angolo di una sfida digitale che poteva vederli perdenti, è altrettanto vero che il match continua sulla base di una forte crescita culturale, già pienamente in atto. La categoria si sta professionalizzando sempre di più. E questa crescita si misura su due parametri.

## **Quali?**

Innanzitutto, la volontà di ogni consulente finanziario di dare il meglio di sé ed essendo perfettamente preparato al proprio compito; e poi il consistente ingresso nella professione di giovani consulenti finanziari, armati di coraggio e idee innovative che arricchiscono l'esperienza dei senior e determinano un processo vincente per il futuro della professione. Bisogna però che i giovani com-

Nella foto Luigi Conte, presidente di Anasf



prendano che questa è una professione sfidante che può dare grandi soddisfazioni e che può e deve essere ricompresa nel novero dei servizi essenziali del sistema.

**Presidente, veniamo ai capitoli operativi della storia recente di Anasf e dei consulenti finanziari. Partiamo dal caso Enasarco. Un successo lungamente preparato, impegnativo, che oggi vi consegna una responsabilità strategica di grande rilievo con la presidenza di Alfonsino Mei.**

Lento ma intenso, il processo che ci ha consolidato, in alleanza con le altre forze della lista che si è presentata alle elezioni, alla governance di Enasarco va avanti da 5-6 anni, anni in cui siamo dapprima entrati nel Consiglio di Amministrazione della Fondazione e poi passati alla determinazione di andare a gestirla. Questo ha comportato alcune conseguenze precise. La prima è di ordine pratico: la nostra categoria ha sempre pensato di essere potenzialmente molto importante per Enasarco ed oggi la presidenza che esprimiamo riconosce e valorizza il nostro ruolo. C'è poi un aspetto teorico e culturale. Spesso noi consulenti finanziari, interagendo con i clienti, parliamo di previdenza, di orientamento del risparmio al futuro anteriore, ed è quindi chiaro che arrivare a governare un ente come Enasarco significa consolidare uno dei nostri concetti chiave: quello di essere una categoria professionale capace di affiancare i cittadini nella costruzione di una pianificazione finanziaria e patrimoniale del risparmio per il futuro di ognuno... quando si tratta di governare questi stessi processi a vantaggio degli iscritti all'Enasarco, compresi noi stessi, riteniamo di avere tutte le competenze e conoscenze necessarie. È un riconoscimento che conferma quanto il nostro impegno quotidiano sia solido e robusto, ma anche quanto sia necessario infondere questa stessa impostazione nella gestione dell'ente, che non sia più solo quantitativa ma anche qualitativa...

**Altro capitolo importante, la nuova presidenza dell'Ocf... Un altro successo?**

La candidatura del nuovo Presidente,

al quale vanno i nostri complimenti e gli auguri di ottimo lavoro, è stata fortemente caldeggiata da noi, che siamo fondatori dell'Ocf insieme con Assoreti e Abi. È una presidenza autorevole sia per ragioni curriculari, visto che Mauro Maria Marino, negli ultimi 18 anni, è stato a vario titolo senatore e deputato dimostrando competenze specifiche nella nostra materia, sia perché si è speso a favore della professione e del modello che rappresentava. È un presidente under-60 che si è impegnato in una sfida che avrà come obiettivo quello di accompagnare la professione alla crescita consolidata che auspichiamo da anni.

**Ci spiega come pensa di promuovere questa crescita?**

La crescita sarà soprattutto di natura culturale. Abbiamo il dovere, già peraltro concretamente applicato e dimostrato, di costituire e promuovere iniziative accademiche, corsi di laurea, master e percorsi di formazione orientati alla professione affinché i giovani possano esservi avvicinati gradatamente. Stiamo lavorando al varo di un corso di laurea a ciclo unico - cinque anni, professionalizzanti - che potrebbe consolidare ancor di più la professione stessa, anche se il percorso formativo per noi è già chiaro ed è il percorso definito dalla Fondazione Efpa, dove dal livello di formazione EIP al livello EFP si consegue, si perfeziona e si certifica il livello di competenza raggiunto dai consulenti.

**Come definirebbe la formazione ottimale del consulente finanziario? Economica, scientifica?**

La nostra non è una professione esclusivamente tecnica. Quindi per svolgerla al meglio è preziosa la competenza che può essere acquisita con la laurea in economia e commercio ma ci sono anche tanti altri ambiti culturali che concorrono a formare il profilo di un bravo consulente finanziario. È fondamentale capire che le materie di studio sono tante, che il mondo cambia, anche sulla base di temi complessi e nuovi come le neuroscienze. Pensare che un consulente finanziario non debba avere competenze in questo ambito significa guardarsi la punta del naso. Peral-

tro, questo processo di formazione è un pezzo del valore aggiunto portato dal ricambio generazionale, fa parte del nuovo bagaglio dei nuovi consulenti, ne è uno dei pilastri. Su questo tema individuo anche una questione politica. Intendiamo fare il massimo, interagendo con i decisori politici, per agevolare l'ingresso dei giovani nella professione. Renderla più accogliente è un dovere nostro, della politica e dei regolatori. Un ultimo aspetto riguarda l'organizzazione interna dell'Associazione che non può dimenticare la centralità dei giovani. Quindi, riepilogando sulla formazione seguiremo tre filoni d'azione: quello culturale-accademico, quello politico-regolatorio e quello organizzativo associativo.

**Insomma, un impegno a tutto campo?**

Sì, perché la nostra è una professione di grandissima responsabilità. La responsabilità che ha un ingegnere quando costruisce un ponte o un medico quando fa una diagnosi ce l'abbiamo anche noi nella nostra attività.

**E c'è poi il fronte dell'educazione finanziaria, sul quale siete attivi da tempo!**

Su questo tema è doverosa una distinzione precisa tra alfabetizzazione e formazione, due ambiti che vanno interpretati in modo diverso da ciò che intuitivamente si può considerare. L'educazione va costruita educando, cioè etimologicamente estraendo i concetti da chi può già in qualche modo averli in sé, sia pure embrionali o confusi. E quindi il processo di educazione finanziaria dovrebbe partire dall'età scolare, educando i giovani alla responsabilità. L'alfabetizzazione, invece, andrebbe fornita soprattutto ai tanti adulti che nel nostro anomalo Paese, assuefatti per decenni alla camomilla serale dei titoli di Stato, hanno un gran bisogno di alfabetizzazione. Riepilogando, per i giovani, si deve puntare ad un accrescimento della responsabilità consapevole; per gli adulti, dobbiamo instillare in loro la capacità di distinzione che consentirà di distinguere e scegliere. Perseguiamo il primo obiettivo soprattutto attraverso l'attività nelle scuole, anche primarie. E il secondo anche e soprattutto attraverso il nostro



accordo con Confesercenti che ci apre una platea di cittadini vastissima, che gravita attorno alle oltre 350 mila imprese associate.

### **Torniamo alla formazione professionale dei consulenti. Prevedete nuove iniziative?**

Ne abbiamo in atto già molte. Da anni implementiamo importanti percorsi di formazione tra seminari e webinar; una formazione sempre complementare a quella ordinaria erogata dalle case mandanti, proprio per concentrarla negli ambiti meno battuti dalla formazione ordinaria. In partnership sempre di più con le università: basti pensare al master in Wealth Management della Bologna Business School. Tra i nostri obiettivi c'è anche quello di estendere le collaborazioni con gli atenei. L'impegno è implementato con energia anche da Efpa Italia, con cui abbiamo puntato l'attenzione sul tema Esg, in ambito culturale e non commerciale. Tutto ciò che riguarda il riconoscimento delle competenze deve essere sempre espresso al massimo livello, e non avremo paura di investire risorse importanti in ambiti in cui il termine "misura" è sempre l'obiettivo successivo.

### **Abbiamo dedicato la nostra cover al team di Anasf. Cos'è, per lei, il lavoro in team?**

È un punto essenziale. La nostra è stata a lungo considerata una professione self-made e individualista. Invece la nostra spinta a rafforzare la costituzione di attività di team, sia nel ruolo professionale che in quello associativo, dimostra che si cresce di più con il lavoro di squadra. Peraltro, la consulenza finanziaria oggi si è amplificata in modo esponenziale, dal livello specificatamente finanziario a quello patrimoniale, con ambiti sempre più ampi, a garanzia del massimo livello di servizio. Anasf, peraltro, ha sempre dimostrato che l'attività in team è vincente: l'ha dimostrato nell'alleanza continua tra attività di sede e degli organi statutari e ancor più nel coinvolgimento di tutti i colleghi che hanno il piacere e l'interesse di impegnarsi nei gruppi di lavoro quando possono prestare il proprio impegno. In questi anni si è voluto dar spazio a un

grande pluralismo di vedute ed anche attraverso questo confronto vivace l'associazione è cresciuta.

### **Cosa ci riserverà ConsulenTia 2023?**

Sarà l'edizione del decennale, una ricorrenza importante, e del resto le idee di Anasf hanno sempre raggiunto livelli importanti. Da evento formativo ConsulenTia è cresciuta diventando un evento di confronto serrato con le istituzioni e l'industria, per tracciare le linee programmatiche da sviluppare. Non è e non sarà un momento puramente celebrativo perché l'obiettivo è sempre quello di rilanciarne l'azione per produrre altri valori. Una cosa fondamentale che va detta è che ConsulenTia è un modello di evento estremamente aggregante. La tentazione della de-umanizzazione è stata fortissima negli ultimi anni, ma un evento come ConsulenTia dimostra che resta fondamentale incontrarsi in presenza, dialogare e confrontarsi con tutti gli attori del mondo del risparmio.

### **Un'ultima domanda politica. Nel Pnrr non si parla di risparmio...**

L'opportunità che sarebbe bene cogliere, attraverso lo stimolo del Pnrr, è quella di incentivare le politiche economiche più direttamente capaci di collegare il risparmio agli investimenti nella crescita. Anche intervenire su alcune sperequazioni fiscali che dissuadono i cittadini dal dedicare risorse a un certo genere di investimenti sarebbe un'operazione proficua e sintonica con lo spirito del Pnrr, creando nuovi strumenti per correlare meglio il patrimonio dei cittadini all'economia reale. Se questo accadesse, condurrebbe ad un effettivo miglioramento dell'attività del risparmio gestito, che ha già iniziato ad investire nell'economia reale.

Riuscire a tenere insieme l'attività di Anasf, il risparmio dei cittadini, la politica fiscale e l'economia reale con un patto tra tutte queste componenti che un'associazione come la nostra si propone di promuovere, significa creare una sintesi virtuosa che permetterebbe di mettere a terra tutto il potenziale del nostro sistema economico, come collegando un motore potentissimo a quattro ruote motrici per affrontare le sfide attuali e future.

Nella foto di copertina di Investire sono ritratti i componenti del Comitato esecutivo Anasf. In alto, da sinistra a destra: Gian Franco Giannini Guazzugli, Antonello Starace, Ferruccio Riva (vicepresidente vicario), Mario Castelli, Fabio Di Giulio.

Seduti, da sinistra a destra: Susanna Cerini, Luigi Conte (presidente) e Alma Foti (vicepresidente). Del Comitato esecutivo Anasf fa parte anche Fabrizio Quaglio

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



# L'ITALIA FA STRADA NEL MONDO

Siamo protagonisti dell'eccellenza italiana nella progettazione, realizzazione e gestione di grandi infrastrutture viarie nel mondo.

Diamo vita a idee, investimenti, innovazione, progetti e tecnologie con un unico obiettivo: offrire a persone e imprese la possibilità di raggiungere la loro meta, vicina o lontana, in modo più sicuro, veloce e sostenibile.

**#movingtothefuture**

1°

Concessionario autostradale in Brasile

2°

Gruppo industriale al mondo nella costruzione e gestione di autostrade

5.600 km

Il nostro network autostradale in Italia, Brasile e UK

17.000

Le nostre persone

3 miliardi €

Ricavi totali nel 2021



# EUROPA BATTE USA NELLA CORSA DELL'EQUITY

*La volatilità, l'incertezza e il rischio di passare dall'inflazione alla recessione consigliano investimenti orientati alla diversificazione, sia geografica che settoriale. Difensivo e value saranno i temi dominanti nella prima parte dell'anno. Il Vecchio Continente offre alcune tra le migliori aziende al mondo a prezzi attraenti, nonché leader emergenti in settori in crescita strutturale*



William Davies, global chief investment officer di Columbia Th. Investments



**N**ei periodi di finanziamento a basso costo, alcune società più deboli hanno retto più a lungo di quanto non avrebbero fatto in condizioni normali e ora si trovano ora ad affrontare sfide mai incontrate prima. La ricerca

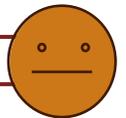
e l'analisi svolgeranno un ruolo cruciale nell'individuare le giuste opportunità. La stessa enfasi sulla qualità si applica anche alle varie regioni. L'Europa presenta valutazioni convenienti rispetto agli Stati Uniti, ma anche sfide più

ardue. Anche i Mercati Emergenti, dominati dalla Cina, appaiono convenienti, ma devono fare i conti con le restrizioni commerciali. Gli Usa, infine, presentano valutazioni ragionevoli e rappresentano il mercato più ampio.



**moneyfarm**

Giorgio Broggi, quantitative analyst di Moneyfarm



**P**er capire quando tornerà il bull market, ci sono quattro fattori da considerare: inflazione, crescita economica, volatilità e valutazione. Ritengo che per vedere una ripresa decisa dei listini azionari

sarà probabilmente sufficiente che l'inflazione dia segnali di rallentamento, ma non che torni totalmente sotto controllo. In ogni caso sussistono ancora rischi legati alla liquidità e alla geopolitica, e in quest'ultimo

ambito i principali problemi sono la Cina e lo shock energetico. In sintesi, a fronte di segnali incoraggianti, valuteremo quando sarà il momento di incrementare l'esposizione all'asset class azionaria.



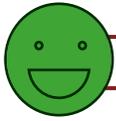
Gabriel Debach, market analyst di eToro



**L**a volatilità e l'incertezza dovrebbero persistere, con il rischio che dall'inflazione si passi alla recessione. In tale scenario resta preferibile una politica di investimento protratta sulla diversificazione, sia geografica che

settoriale, con difensivo e value dominanti soprattutto nella prima parte dell'anno, per poi passare a scelte più propense al rischio. All'interno di un'esposizione sull'azionario Usa, sarebbe quindi utile restare sui settori difensivi nel

primo semestre per poi spostarsi su titoli più offensivi qualora il rischio di una recessione si dovesse tradurre in un soft landing. Restiamo in un contesto di ricerca del bottom sui mercati, con una ripresa a "U" comunque attesa.



**Jamie Mills O'Brien, investments manager di abrdn**



**N**onostante il pessimismo del mercato, riteniamo che l'Europa sia una proposta interessante. Gli investitori troveranno alcune tra le migliori aziende del mondo a prezzi estremamente attraenti, e anche

leader emergenti in settori in crescita strutturale. Nel Vecchio Continente ci sono infatti molte aziende che riescono a combinare efficacemente l'invidiabile tradizione dell'Europa con innovazione e tecnologie all'avanguardia. Inoltre

il continente continua a investire sui propri punti di forza: sostenibilità e tecnologie green. Infine, gli investitori tendono a sottovalutare la dinamicità della crescita europea nella digitalizzazione industriale.



**John Bennett, director of European equities di Janus Henderson**



**M**olti osservatori pensano che non possa accadere, ma ritengo che il prossimo anno l'azionario europeo batterà l'azionario americano in termini di performance. In altre parole, l'azionario europeo

ha chiuso il periodo in cui perdeva il confronto con gli Usa. Sicuramente i prossimi dieci anni saranno molto diversi dai dieci anni che li hanno preceduti e il prossimo anno non sarà un'eccezione. L'inflazione prolungata

è legata al costo del lavoro: con la pandemia abbiamo assistito a politiche più interventiste e queste provocano un'inflazione di questo tipo. L'inflazione è un fattore che rimarrà determinante anche in futuro.



**Ben Way, group head di Macquarie Asset Management**



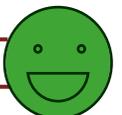
**Q**uando volatilità e incertezza abbondano e il costo del capitale non è pari a zero, è particolarmente importante essere un investitore attivo. In ogni caso è bene mantenere molta cautela nei confronti dei titoli

azionari a causa dei rischi legati agli utili. Nel complesso prevediamo quindi un calo dei mercati azionari a causa delle condizioni di recessione del mondo sviluppato. Individuiamo comunque opportunità

nel giocare su temi chiave come la deglobalizzazione e l'on-shoring, con le imprese di costruzione e ingegneria, le ferrovie e le aziende di beni di consumo voluttuari che ne diventano i principali beneficiari.



**Bas NieuweWeme, ceo di Aegon AM**



**S**ul fronte azionario, per i mercati sviluppati prevediamo nei prossimi anni un rendimento di circa l'8% annuo in dollari. Il dividend yield e il rendimento netto dei programmi di riacquisto di azioni

dovrebbero fornire un reddito costante, rispettivamente del 2% e dell'1,4%. Per i Mercati Emergenti prevediamo rendimenti leggermente superiori, pari al 3,3%, sia per le valutazioni più favorevoli, sia per la

crescita degli utili. La copertura dei rendimenti azionari avrà invece un impatto negativo, in quanto i tassi di interesse a breve termine nei Mercati Emergenti sono più alti rispetto a quelli degli Stati Uniti e dell'Europa.

**LEGENDA**



La previsione del gestore è **POSITIVA** sull'andamento dell'asset class



La previsione del gestore è **NEUTRA** sull'andamento dell'asset class



La previsione del gestore è **NEGATIVA** sull'andamento dell'asset class

# DIFFICOLTÀ NEL BREVE E OPPORTUNITÀ NEL LUNGO TERMINE

*L'inflazione, anche se in discesa, rimarrà alta e non consentirà alle Banche centrali di interrompere l'inasprimento nei prossimi mesi. Per questa ragione il reddito fisso è l'asset favorito dai gestori, almeno nella prima parte dell'anno. Con un focus particolare sui bond governativi, i cui rendimenti sono ora i più alti degli ultimi dieci anni*



Ufficio Studi Robeco

**ROBECO**

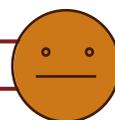
Prevediamo un notevole miglioramento delle prospettive di rendimento per le principali asset class nel corso del 2023, ma non prima che l'inflazione, i tassi d'interesse e il dollaro raggiungano picchi significativi.

Questi picchi sono all'orizzonte, ma devono essere ancora raggiunti. Le Banche centrali stanno infatti ancora lottando per contenere l'inflazione e sono in procinto di attuare il penultimo rialzo del ciclo di stretta monetaria. I rendimenti

delle obbligazioni sovrane a breve termine rimangono superiori ai tassi di riferimento e il dollaro continua a regnare sovrano. L'ultima tappa di una ripida salita comporta però difficoltà a breve termine.

**Allianz** 

Gregor MA Hirt, global cio multi asset di Allianz GI



Le indagini tra gli investitori indicano volumi record di liquidità in attesa di essere impiegati. Alcuni con un orizzonte di lungo periodo potrebbero riallocare capitale al reddito fisso una volta che la volatilità in ambito

obbligazionario si sarà placata. In riferimento alle obbligazioni societarie investment grade, per ora preferiamo usare cautela, in particolare in Europa, alla luce dei timori di recessione alimentati dall'impennata dei prezzi

dell'energia. Non si esclude un ulteriore ampliamento degli spread creditizi che potrebbero offrire punti di ingresso interessanti, ma siamo consapevoli che tali fasi di ampliamento di solito hanno breve durata.



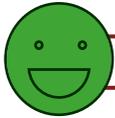
Bruno Rovelli, chief investment strategist BlackRock Italia

**BlackRock**

In passato, all'arrivo della recessione, gli investitori accumulavano obbligazioni a lungo termine in attesa di un aggressivo ciclo di allentamento monetario da parte delle Banche centrali. Questa volta gli istituti potrebbero non

seguire il copione storico, rendendo meno attraente scommettere su futuri ribassi dei tassi di interesse. E le scelte degli investitori in periodi analoghi del passato potrebbero non funzionare nella prossima recessione. Ci aspettiamo quindi

mercati che continueranno a rimanere volatili, riflettendo scenari mutevoli sul ciclo economico, inflazione e politica monetaria. In questo contesto, correzioni più frequenti ai portafogli di investimento potrebbero essere necessarie.



**Michele Barlow, head of investment strategy and research, Asia Pacific, State Street Global Advisors**

**I**l mercato obbligazionario sta diventando sempre più interessante e in linea generale preferiamo quindi la duration ai prodotti a spread, e l'investment grade rispetto all'high yield. Man mano che il panorama del credito si delinea con maggiore chiarezza, gli investitori avranno l'opportunità di guardare ai mercati

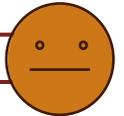
obbligazionari globali, compreso il debito dei mercati dei Paesi Emergenti, che ha subito una variazione di prezzo interessante. Molti segnali suggeriscono che il picco dei tassi di interesse sia davvero ormai prossimo; pertanto, nonostante il

segmento del credito debba ancora fare i conti con alcuni venti contrari a breve termine, riteniamo che sicuramente possano presentarsi nuove opportunità di investimento nei prossimi trimestri.

**STATE STREET GLOBAL ADVISORS**



**Ufficio studi Credit Suisse**



**C**on i rendimenti obbligazionari di nuovo a livelli più alti, l'inflazione prossima al picco e la fine dei rialzi delle Banche centrali, il reddito fisso appare più allettante: in particolare i titoli di Stato Usa e in valuta forte dei Mercati Emergenti, ma anche le

obbligazioni societarie investment grade e le strategie selettive legate all'irripidimento della curva dei rendimenti. Se l'inflazione diminuisse come ci si aspetta, il reddito fisso, in particolare i titoli di Paesi con politiche fiscali che possono

essere sostenute, dovrebbe offrire preziosi vantaggi di diversificazione nei portafogli. Una nuova fase di volatilità dei tassi, per esempio per un'inflazione più alta del previsto, è un rischio per questa classe di attività.



**Kevin Thozet, membro del Comitato Investimenti di Carmignac**



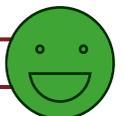
**I**l credito corporate offre opportunità interessanti poiché la previsione di aumento dei tassi di default è già ampiamente scontata nei prezzi attuali. Per quanto riguarda l'aspetto remunerativo, i rendimenti integrati si attestano a livelli in linea con le

prospettive a lungo termine dei titoli azionari. Sul fronte delle obbligazioni governative, l'indebolimento della crescita economica è normalmente associato al calo dei rendimenti. Ma, dato il contesto attuale di inflazione, mentre il ritmo del processo di

inasprimento monetario potrebbe rallentare, è improbabile invece che si possa registrare un'inversione di tendenza in tempi brevi. In ogni caso sono da preferire obbligazioni con scadenze lunghe, da cinque a dieci anni.



**Karen Watkin, portfolio manager multi-asset solutions di AllianceBernstein**



**I**l prossimo anno un ruolo importante potrebbe essere ricoperto dai titoli di Stato. Il forte aumento dei rendimenti obbligazionari ha infatti penalizzato la detenzione dei titoli di Stato per la maggior parte del

2022, ma riteniamo che questi titoli conservino ancora un ruolo nelle strategie di reddito multi-asset nel 2023. I loro rendimenti sono infatti i più alti degli ultimi dieci anni e ciò li rende una valida fonte di reddito.

A nostro avviso, i rendimenti attuali hanno ampiamente scontato i rischi di un ulteriore inasprimento della politica monetaria: pertanto, da qui in avanti ci aspettiamo una minore volatilità e un minore rischio di ribasso.

# IL BIGLIETTO VERDE FRENA, MA RESTERÀ SOPRAVALUTATO

*Le attese sono per un dollaro che si indebolirà prima nei confronti del franco svizzero, dello yen e delle principali valute di Paesi produttori di materie prime, per poi perdere terreno anche nei confronti delle altre valute principali, in particolare euro e sterlina inglese. Ma il percorso non sarà lineare e quindi si renderà necessaria una gestione attiva delle divise*



Peter Kinsella, global head of FX strategy di Union Bancaire



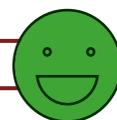
Una politica monetaria meno restrittiva è al centro delle aspettative del mercato. Infatti, la fine dei rialzi dei tassi e la possibilità di ulteriori iniezioni di liquidità potrebbero invertire l'attuale tendenza. E' probabile però che

la svolta avvenga in due fasi. In un primo momento il mercato prezerà una pausa da parte delle Banche centrali. Un passaggio all'allentamento monetario avverrà solo successivamente. In questa prospettiva, porteremo l'esposizione

azionaria da sottopeso a neutrale, aumenteremo l'esposizione alle obbligazioni societarie investment grade e ridurremo l'esposizione sul dollaro a neutrale. Una Fed meno falco sarà infatti di minor supporto alla valuta Usa.



Gero Jung, chief economist di Mirabaud AM



Le indagini tra gli investitori indicano volumi record di liquidità in attesa di essere impiegati. Alcuni con un orizzonte di lungo periodo potrebbero riallocare capitale al reddito fisso una volta che la volatilità

in ambito obbligazionario si sarà placata. In riferimento alle obbligazioni societarie investment grade, per ora preferiamo usare cautela, in particolare in Europa, alla luce dei timori di recessione alimentati dall'impennata dei prezzi

dell'energia. Non si esclude un ulteriore ampliamento degli spread creditizi che potrebbero offrire punti di ingresso interessanti, ma siamo consapevoli che tali fasi di ampliamento di solito hanno breve durata.



Ufficio studi Credit Suisse



Prevediamo che il dollaro rimarrà sopravvalutato nel 2023. La svolta nella forza del dollaro americano dipende perlopiù da un cambio della politica monetaria americana e dal miglioramento delle

prospettive di crescita globale. La forte svalutazione dello yen giapponese dovrebbe invertire la rotta a patto che la Bank of Japan rinunci alla politica di controllo della curva dei rendimenti. Le valute dei Mercati

Emergenti infine dovrebbero nel complesso rimanere deboli. Una gestione attiva delle divise sarà quindi cruciale a causa dell'accresciuta volatilità e dei rapidi cambiamenti nelle forze che le guidano.



S&P Global Ratings

**S&P Global Ratings**

**C'**è un rischio significativo che il conflitto tra Russia e Ucraina si protragga, esacerbando la crisi energetica dell'Europa, mentre i tassi d'interesse nei mercati sviluppati potrebbero salire ancora più bruscamente rispetto allo

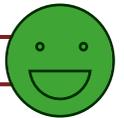
scenario di base per mitigare le crescenti pressioni inflazionistiche. Ciò potrebbe portare a una recessione più profonda del previsto in Europa e, in misura minore, negli Stati Uniti. In questo scenario negativo la Banca centrale europea

sarebbe costretta a seguire la Fed a causa del deprezzamento dell'euro, alimentando l'inflazione importata e la recessione nell'Eurozona, con una contrazione del Pil dell'1,3% nel 2023. La Germania subirà l'impatto maggiore.

**ANIMA**



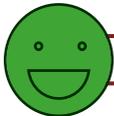
Ufficio studi di Anima



**I**l bilanciamento di forze tra dollaro ed euro dovrebbe pendere progressivamente a favore del secondo, e il restringimento del differenziale di tassi dovrebbe alimentare una risalita del cambio verso l'area

1,10/1,15 attorno alla metà del prossimo anno. Tuttavia, questo processo potrebbe non essere lineare: non si possono escludere fasi temporanee di forza del dollaro, specie nei momenti di maggiore avversione al

rischio. In altre parole, l'estrema debolezza toccata dall'euro nel 2022 sembra in qualche misura facilitare correzioni anche profonde, perché sono già stati toccati, e superati, livelli tecnici importanti.



Justin Thomson, head of international equity di T. Rowe Price

**T.RowePrice®**

**L**e principali valute, tra cui lo yen, l'euro e la sterlina inglese, sono tutte scambiate ai minimi di molti decenni, addirittura tra il 35% e il 50% al di sotto dei loro valori fondamentali. Il premio per la sicurezza per il

dollaro americano al contrario non è mai stato così alto. È stato un anno davvero difficile per gli investitori, ma mentre guardiamo al 2023 è importante ricordare che i benchmark guardano soprattutto al passato.

Il futuro è assai diverso. Dopo l'importante azzeramento delle valutazioni di quest'anno, tutte le principali asset class, a eccezione dell'azionario Usa, sono a buon mercato rispetto agli ultimi quindici anni.



Mark Nash, head of fixed income alternatives di Jupiter AM



**I**l braccio di ferro tra crescita e inflazione significa che il contesto rimarrà fluido. Pertanto, prevediamo che i tassi d'interesse rimarranno più alti a lungo, limitando qualsiasi rally delle obbligazioni negli Stati Uniti

e in altri mercati sviluppati, mentre il dollaro Usa si indebolirà rispetto ai livelli elevati. In questo scenario, vediamo molto valore nelle valute dei Mercati Emergenti, in particolare di Paesi come Brasile, Sudafrica e

Messico, ricchi di risorse, e anche nel loro debito in valuta locale. Ci piacciono anche le obbligazioni convertibili contingenti e il debito emesso dai Paesi europei periferici, come l'Italia e la Grecia.

# NEL COMPARTO MOLTI PARACADUTE CONTRO L'INFLAZIONE

*Oro e argento saranno sostenuti da una moderata debolezza del dollaro, dal possibile raggiungimento del picco dei tassi di interesse e dall'aumento dei consumi. La quotazione del Brent si collocherà in un intervallo compreso tra 70 e 100 dollari. Probabile un'inversione di tendenza nel mercato immobiliare globale, ancora in affanno a causa del costo del denaro*



Nicole Goldberger, head of growth multi-asset portfolios di UBS



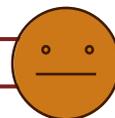
**G**li indicatori del mercato azionario e i rendimenti dei titoli sovrani suggeriscono che gli investitori stanno sottovalutando la possibilità di una crescita economica sopra le aspettative. Crediamo che gran parte dello

slancio economico pre-pandemia verrà mantenuto. Riteniamo quindi che gli asset di rischio, più legati alla forza ciclica, siano ben posizionati per sovraperformare in un contesto di crescita inaspettato. Gli investitori dovrebbero anche

considerare l'esposizione alle materie prime, sia direttamente sia tramite le azioni del comparto energetico, per controbilanciare il rischio che l'inflazione possa avere una influenza su azioni e obbligazioni.

**Allianz**   
Global Investors

Gregor M A Hirt, global cio multi asset di Allianz Global Investors



**L**e materie prime si dimostrano più resilienti di quanto auspicato da molti investitori, in particolare in ambito energetico. Di solito un contesto recessivo non è ideale per l'asset

class, ma il quadro geopolitico offre sostegno: la guerra in Ucraina secondo noi si protrarrà nel 2023. Negli ultimi anni inoltre gli investimenti nelle energie "brown", come il fracking, sono stati

scarsi e anche la decarbonizzazione sosterrà il prezzo del gas. L'Opec per i prossimi trimestri sembra favorevole a un prezzo del petrolio più alto nonostante le pressioni degli Usa.



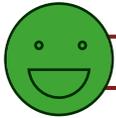
Ufficio studi AssiomForex



**N**onostante i rischi di rallentamento economico, i prezzi di greggio e prodotti petroliferi potrebbero rimanere ben sostenuti grazie alla posizione proattiva dell'OPEC+, che continuerà a modulare il target di produzione per

controbilanciare il rallentamento della domanda al progressivo declino delle forniture russe e al sotto-investimento in nuova capacità estrattiva e di raffinazione. Nel nostro scenario di base il Brent potrebbe attestarsi vicino a una

media di 93 dollari al barile nel 2023, mentre il WTI intorno a 86 dollari. Riteniamo appropriato per il Brent un intervallo di prezzo tra 70 e 100 dollari, ma l'elevata volatilità potrebbe amplificare a nostro avviso i movimenti di mercato.



**Team di analisi di UBP**



**P**er quanto riguarda i metalli preziosi, prevediamo che l'oro e l'argento macineranno progressi nel 2023 sostenuti da una moderata debolezza del dollaro, dal possibile raggiungimento del picco dei tassi d'interesse e dall'aumento dei

consumi. Il potenziale di rialzo di entrambi i metalli dovrebbe essere comunque limitato dato che i tassi nominali nella parte iniziale della curva rimangono elevati. Le prospettive per il platino sono contrastanti, in quanto i supporti

strutturali a lungo termine lasciano spazio a sfide cicliche sul breve termine. Il palladio vivrà un progressivo declino strutturale, in considerazione della transizione della mobilità verso veicoli elettrici a batteria.



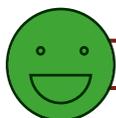
**Joe Foster, portfolio manager, gold strategy, di VanEck**



**S**toricamente la domanda di oro fisico aumenta in Asia e in Medio Oriente quando il prezzo dell'oro è debole. L'attuale basso prezzo dell'oro non fa eccezione, in quanto gli acquirenti in Cina, India ed Emirati Arabi percepiscono un affare.

Secondo Bloomberg, a Dubai, Istanbul e Shanghai l'oro viene scambiato a un prezzo superiore rispetto ai prezzi spot di Londra. Anche la domanda delle Banche centrali è indiscutibilmente forte: queste ultime hanno acquistato 399

tonnellate nel terzo trimestre, un record assoluto secondo il World Gold Council. Questa domanda fisica potrebbe consentire al metallo più prezioso di trovare un minimo intorno ai livelli attuali.



**Jessica Hardman, head of European real estate portfolio management di DWS**

**L**l'aumento dei tassi di interesse si è fatto sentire e molto anche nel settore immobiliare. Il vantaggio di rendimento degli investimenti immobiliari rispetto ai titoli di Stato decennali si è ridotto significativamente quest'anno e le valutazioni degli immobili sono state messe davvero sotto pressione. Ma

è probabile che questa tendenza finalmente si invertirà l'anno prossimo. Il divario di rendimento rispetto ai titoli di Stato aumenterà e gli investimenti immobiliari torneranno a essere sicuramente più interessanti per gli investitori. Il segmento residenziale del real estate in particolare è molto promettente,

poiché la domanda dei residenti europei è ancora elevata a fronte di un'offerta per il momento molto limitata.



**Kiran Patel, global cio and deputy global ceo di Savills IM**



**È** chiaro che il 2023 presenterà delle sfide per gli investitori real estate. L'entità dell'espansione degli yields è ancora da vedere e condizioni penalizzanti attendono chi deve rifinanziare i propri portafogli

nei prossimi 12-24 mesi. Tuttavia, questo periodo di forte stress dei mercati presenterà delle opportunità per gli investitori con la necessaria conoscenza del mercato. Le forti tendenze strutturali associate

all'urbanizzazione avvantaggiano sia il food retail che la logistica urbana. Abbiamo inoltre una visione positiva sul settore del residenziale specializzato (RSA e Student Housing) e sul comparto Multi-family in affitto.

# LA RISCOSSA DI BIG TECH PUÒ ATTENDERE

di Victor De Crunari

*IL SETTORE TECNOLOGICO, BIG TECH INCLUSE, CONTINUA A FATICARE IN UN CONTESTO DI RIALZI DEI TASSI E DI ASPETTATIVE SU UNA POSSIBILE FUTURA RECESSIONE. GLI STRATEGIST CONSIGLIANO CAUTELA NEL BREVE TERMINE E UN'ATTENTA SELEZIONE.*



Nella foto Gabriel Debach, Market Analyst di eToro.

**S**eppur con i dovuti distinguo tra titoli, fino alla fine del 2021 una scommessa su Big Tech si sarebbe rivelata decisamente vincente con la capitalizzazione di Borsa dei Big Five, ovvero Facebook, Apple, Amazon, Microsoft e Google (FAAMG), che ha raggiunto quasi un quarto dell'intero indice S&P500. Ma le aziende tecnologiche, che hanno tratto i maggiori profitti dalla pandemia e dal successivo lockdown, non hanno retto alle riaperture e hanno lasciato sul terreno il 23% da inizio anno calcolato sull'Etf tecnologico XLK. Quanto ai FAAMG, hanno registrato perdite ben superiori, pari a -48% da inizio anno.

Nuvole all'orizzonte. Qualcosa sembra essere cambiato nelle magnifiche sorti e progressive della tecnologia e i risultati dell'ultimo trimestre confermano il momento difficile per i titoli di punta del settore. Come spiega **Alberto Artoni**, portfolio manager US Equity di **AcomeA Sgr**, con la sola eccezione di Apple (che pure non ha brillato), le altre quattro megacap hanno profondamente deluso le attese, con una conseguente performance fortemente

negativa dopo la comunicazione dei risultati. Tra tutte Meta è stata sicuramente la peggiore perché, oltre a confermare i timori legati all'andamento del business - penalizzato dalle tutele delle privacy introdotte da Apple e da una crescente concorrenza tra i social media - ha annunciato un rinnovato impegno a effettuare ingenti investimenti nel Metaverso, senza offrire però una visione su come e quando questa strategia potrà generare ritorni. «Queste dinamiche sono ancora più rilevanti a fronte di una

stagione dei risultati che delinea una generale tenuta dei numeri, pur con le dovute differenze tra le singole aziende - spiega Artoni - E infatti, rispetto al terzo trimestre dello scorso anno, i ricavi crescono quasi a doppia cifra, a fronte di utili decisamente meno brillanti». L'andamento, secondo lo strategist, è coerente con un quadro macroeconomico caratterizzato da una discreta vitalità e da un'elevata inflazione che, unitamente al dollaro forte e al permanere (seppure in presenza di un chiaro trend di miglioramento) di alcune difficoltà sul fronte della supply chain, ha comportato una contrazione dei margini.

Semaforo giallo. Ma il futuro, quali prospettive riserva al settore? «Il settore tecnologico, Big Tech include, continua a faticare in un contesto di rialzi dei tassi e di aspettative su una possibile futura recessione», spiega **Gabriel Debach**, market analyst di **eToro**. Che aggiunge: «Alla luce di un tale scenario e nonostante la recente e decisa corre-

Nella foto Alberto Artoni, portfolio manager US Equity di AcomeA Sgr





Nelle foto, da sinistra, Paddy Flood, global sector specialist technology di Schroders e Christopher Gannatti, global head of research di WisdomTree

zione, risulta non ottimale valutare una maggiore esposizione del portafoglio sul tech». «La situazione potrebbe mutare nella seconda parte del 2023, con la Fed attesa giungere al suo tasso terminale, o perfino a possibili tagli dei tassi», dice ancora Debach. Secondo lo strategist, potrebbe quindi essere utile, alternativamente, valutare un piano di accumulo per sfruttare le attuali oscillazioni ed evitare problematiche di timing, in un'ottica ovviamente di lungo periodo. Ma attenzione: «Le principali difficoltà che possiamo osservare su ciascun titolo provengono dal deciso apprezzamento del dollaro, nonché da un contesto macroeconomico avverso, sia in termini di rialzi di tassi che di comportamento dei consumatori», avverte Debach. Anche **Chris Gannatti**, global head of research di WisdomTree, ritiene che la sfida per queste società deriva dall'adattamento a un diverso contesto di tassi di interesse, dopo aver fatto l'abitudine a un tasso "politico" della Fed pari a zero o comunque vicino allo zero. In altre parole, l'outlook del settore tech resta, nel breve periodo, ancora incerto. E i venti contrari, legati a un percorso di rialzi dei tassi da parte delle Banche centrali, non sono ancora terminati.

Nuove regole. Un altro elemento critico, secondo Gannatti, è rappresentato dalle dimensioni gigantesche che hanno raggiunto molte aziende tecnologiche. «È quasi una maledizione delle dimensioni: le linee di business di Apple, su base individuale, generano un fatturato superiore a quello di molte aziende indipendenti», afferma Gannatti. «I miglioramenti incrementali sono importanti, ma a un certo punto, quando una crescita del 5% equivale a miliardi, se non a decine di miliardi di fatturato in più, si genera un limite se non si creano prodotti e mercati completamente nuovi». C'è poi un altro importante elemento, in grado di determinare le sorti di queste società. Le Big Tech, come spiega **Simone Obrizzo**, co-gestore del Fondo AcomeA America, hanno assunto dimensioni tali da incrementare il rischio di una regolamentazione sempre più stringente, con uno scrutinio pervasivo della Federal Trade Commission (FTC) americana, che si occupa della promozione di un mercato competitivo e della protezione dei consumatori.

Isole felici. In ogni caso, secondo Obrizzo, con l'aumento dei tassi d'interesse, i "long duration stocks" hanno già contratto in modo significativo e il settore contiene storie interessanti, legate a società che presentano livelli di debito non eccessivi, un corretto ammontare di "stock based compensation" e, soprattutto, un business e margini con un

potenziale di espansione significativo. Più in generale, secondo **Paddy Flood**, global sector specialist technology di **Schroders**, un deterioramento dell'economia mondiale colpirà il settore tecnologico in diversi modi, ma vi sarà una pletera di opportunità interessanti per investire in aziende in grado di sopravvivere e prosperare in questo periodo. Un'area di particolare interesse, secondo, è quella dei semiconduttori. «Sebbene ci si interroghi sulle dinamiche della domanda e dell'offerta a breve termine, data la forza degli ultimi anni, le prospettive a lungo termine per il settore sono rosee, grazie a molteplici percorsi di crescita tra cui il cloud computing, il 5G, l'intelligenza artificiale e i veicoli elettrici/autonomi», dice Flood, che aggiunge: «Inoltre la redditività continua a migliorare di ciclo in ciclo grazie al crescente consolidamento del settore. Per questo motivo, il settore rappresenta una proposta interessante, anche se il contesto a breve termine è più difficile per le aziende produttrici di chip».

Selezione. Inutile ricordare che il settore tecnologico non è un monolite,

*È quasi una maledizione delle dimensioni: le linee di business di Apple, su base individuale, generano un fatturato superiore a quello di molte aziende indipendenti*

ma un arcipelago che ospita realtà e settori molto differenti, con sfide e prospettive diverse. Come spiega Flood, sebbene vi sia una certa sovrapposizione tra le aziende che rientrano nelle categorie "Big Tech", "FAANG" o addirittura "FAANMG", i mercati finali, le opportunità e i rischi che ciascuna società deve affrontare sono diversi. «Di conseguenza, ci aspettiamo che le prospettive per le Big Tech siano varie e che ci sia ampio spazio per la selezione dei titoli», dice Flood. Per esempio, è probabile che le società esposte ai mercati del software aziendale, dove i contratti sono sempre più ricorrenti,

generino risultati più solidi rispetto a quelle che operano nel settore ciclico della pubblicità digitale o dello streaming. «È probabile che nessuna di queste società sia completamente immune da un contesto economico più difficile. Per esempio, il rallentamento della crescita del cloud computing, l'indebolimento della spesa pubblicitaria digitale e i tagli del personale», spiega Flood. «Una previsione comune a tutto il settore Big Tech è azzardata», conferma Obrizzo. Che aggiunge: «L'importanza della selezione dell'investimento è un punto fermo e ritengo che in questa fase di mercato il criterio della grandezza della market cap non sia il più adatto per la scelta». Vediamo quindi, insieme a Debach, i punti di forza e di debolezza dei titoli di punta. Le sofferenze di Meta. Come detto, Meta è il titolo in maggiore sofferenza a causa della sua scommessa di cambiamento. Mentre in passato ha spesso fatto ricorso ad acquisizioni (pensiamo ad Instagram e WhatsApp) per restare aggiornata su nuove tendenze, la concorrenza e gli scandali hanno portato la società a scelte più azzardate. Si è passati dal progetto Libra, poi abbandonato, fino alla costosa scommessa sul Metaverso.

Alti costi, tempi lunghi di ritorno, limitazioni generate dalla modifica di Apple e un contesto macroeconomico avverso, che ha portato a una revisione al ribasso delle spese pubblicitarie, hanno causato crolli di fatturato e di utile insieme alla pazienza degli investitori. La società, nel tentativo di contenere i costi e le pressioni degli azionisti, ha inoltre varato un drastico taglio del personale. «Con un drawdown del 72% si potrebbe valutare un ingresso, tuttavia, il contesto futuro resta ancora eccessivamente incerto e soprattutto la scommessa del Metaverso eccessivamente lunga», commenta Debach. Amazon, il cotraccolpo post-Co-



Nella foto Simone Obrizzo, co-gestore del Fondo AcomeA America

vid. Le sofferenze di Amazon generano invece dal contesto macroeconomico. Le entrate provenienti dall'e-commerce, che rappresenta circa il 42% del fatturato, hanno infatti subito una decisa contrazione. Le ragioni sono da ricercare nel cambiamento del comportamento del consumatore post Covid, con un ritorno presso i negozi fisici, così come negli effetti negativi dell'inflazione e della paura di recessione, che hanno portato i consumatori a rivedere le proprie spese. Questa situazione ha condotto la stessa Amazon a rivedere

## *Sebbene le condizioni macroeconomiche avranno probabilmente un impatto sulle narrazioni a breve termine, una realtà come Google può offrire interessanti opportunità*

al ribasso le stime per l'ultimo trimestre, mentre ha risposto agli aumenti delle spese tagliando in maniera aggressiva i costi, compresi quelli del personale. «Nonostante le preoccupazioni, la società mantiene buoni flussi di cassa operativi, che lasciano ottimismo sul futuro del titolo. Resterà importante monitorare l'evoluzione del suo business AWS, la piattaforma cloud più completa e utilizzata del mondo», dice lo strategist.

**Apple, problemi in Cina.** La società di Cupertino spicca per avere recentemente registrato una capitalizzazione complessiva pari alla somma di Amazon, Google e Meta messe insieme, ad evidenziare una gestione nell'anno che si è notevolmente distaccata da quella di altre Big. Apple, secondo Debach, resta tuttavia vittima della sua produzione in Cina e della politica Zero Covid tuttora attuata da Pechino, al centro in questi giorni di importanti tensioni sociali. «Rischi al ribasso sulla mela possono contemplare un indebolimento della domanda di iPhone, così come la pressione sui margini lordi. Il titolo resta tuttavia ben posizionato per le sfide future con l'attenzione ai ricavi sui servizi, i quali godono di ampi margini economici», è il commento di Debach.

Netflix, il consumatore spende meno. Quanto a Netflix, le principali difficoltà sono rappresentate da un maggiore contesto competitivo nel settore e da una revisione delle spese da parte del consumatore. La crescita degli abbonati sarà quindi messa alla prova con il nuovo modello di business, incentrato sulla pubblicità. Sebbene rappresenti un cambiamento per i consumatori, sarà interessante monitorare l'aumento degli introiti e il mix di abbonati derivante dal pagamento di un abbonamento (sebbene ridotto) mantenendo la presenza della pubblicità.

**Google, il cloud cresce la pubblicità no.** Per quanto riguarda Google, infine, le riduzioni della pubblicità, principale fonte di guadagno della società, rappresenta la sfida numero uno per il futuro. I ricavi del cloud invece hanno continuato a crescere, offrendo un'area chiave per l'azienda. «Sebbene le condizioni macroeconomiche avranno probabilmente un impatto sulle narrazioni a breve termine, la società offre interessanti opportunità, beneficiando di un price earning ragionevole, pari a solo a 19», conclude Debach.

# ECCO I FALSI MITI PRESI PER VERI DAGLI INVESTITORI INESPERTI

**Q**uali sono i “miti” comuni, che spesso portano gli investitori inesperti a prendere decisioni sbagliate?

## 1. Acquista quando il prezzo delle azioni scende molto

I prezzi delle azioni a volte possono scendere in modo brusco, non è stato raro assistere quest'anno a cadute di prezzo del 50% o più. Quando questo accade, è sempre un buon momento per comprare? La risposta è **NO**.

È vero che a volte il mercato può essere irrazionale, ma ci possono essere anche buone ragioni per la caduta del prezzo delle azioni. A volte i fondamentali di un'azienda possono cambiare drasticamente e giustificare tale caduta. Questo può eventualmente portare a una situazione nota come “**Value trap**”, *trappola del valore*, cioè il prezzo delle azioni è sceso, ma è comunque ancora troppo alto ed è possibile che continui comunque a scendere.

Per evitare la Value trap, si confronta il valore reale (Fair Value) del titolo con il prezzo attuale, in modo da valutare l'ingresso solo quando c'è uno sconto significativo e buone prospettive di crescita. A mercato si entra se ci sono affari interessanti, ma sempre con protezione. Specialmente nelle azioni, mai entrare “naked”, ovvero scoperti.

Inoltre, andrebbe verificato se la caduta del prezzo delle azioni riflette un cambiamento nei fondamentali dell'azienda, oppure se è semplicemente una reazione eccessiva, e temporanea, ad eventi particolari dell'azienda stessa.

## 2. Non acquistare quando le azioni salgono molto

Naturalmente questo è altrettanto fuorviante come il primo mito.

Ancora una volta il punto è che stiamo cercando il **valore di un investimento**, non il singolo prezzo, e il semplice fatto che il prezzo di un'azione sia aumentato molto non dovrebbe escluderla dalle vostre considerazioni di investimento. Ci sono azioni con valutazioni “fuori di testa”, completamente prive di fondamento, ma non è assolutamente detto che l'irrazionalità dei mercati non continui a farle salire ancora. Per questo è sempre meglio andare a mercati protetti, così prendiamo le salite, ma non prendiamo - pesci in faccia - le discese.

## 3. È più facile che salgano i prezzi delle azioni basse, piuttosto che quelli delle azioni già alte

C'è un mito assurdo secondo cui è più probabile che le azioni delle società con prezzi bassi (per esempio 20 cent) salgano rispetto a quelle con prezzi alti (per esempio 120 \$). Anche se questo mito può sembrare attraente, manca del tutto l'obiettivo. Stiamo cercando il valore, non il prezzo, ed entrambe le società potrebbero essere ugualmente sotto o sopravvalutate e quindi destinate a salire o scendere.

## 4. Investi solo nei top 20 titoli azionari

Per top 20 si intendono i titoli con il più alto valore di capitalizzazione sul mercato. Questo valore è calcolato come il numero di azioni emesse X il prezzo delle azioni. Per esempio, una società con 100 azioni il cui prezzo delle azioni è di \$5 avrà un valore di mercato/capitalizzazione di \$500. Tipicamente nei top 20 titoli sono presenti le aziende più famose – come Apple, Microsoft, Google e così via. La domanda è: dovremmo investire solo in queste aziende? Non necessariamente, perché, pur essendo aziende solide, nel tempo il Fair Value e gli utili possono cambiare e non giustificare un investimento. Ricordiamoci quante aziende del passato “leader nel settore” ora non esistono più. Ci sono certamente opportunità di investimento che devono essere considerate, al di fuori dei titoli “top”. Nelle società più piccole, e meno conosciute, a volte si possono trovare eccellenti opportunità, come la nascita di una nuova Amazon o di un nuovo Netflix, in grado di cambiare completamente il loro mercato di riferimento.

## 5. Devi avere un talento raro per essere un investitore di successo.

No, non hai bisogno di abilità pazzesche per essere un investitore di successo. Anzi.

Riportiamo una famosa citazione di Warren Buffett: “*Non c'è bisogno di essere uno scienziato missilistico. Investire non è un gioco in cui il tizio con un QI di 160 batte il tizio con un QI di 120*”.

Lasciando stare queste 5 favole che si raccontano, per essere un bravo investitore sono necessarie 4 cose: lo **studio** (capire in cosa si sta investendo e perché), la **pazienza** (aspettare che le opportunità di investimento si presentino), la **disciplina** (non farti prendere dal fascino del mercato azionario e meno che meno trattarlo come se fosse crypto o gioco d'azzardo) e il **tempo** (lascia il tempo all'investimento di dare i suoi frutti, senza avere fretta).

E il mercato ti ricompenserà.



Silvia Vianello

Già docente di finanza in Bocconi con incarichi anche a Parigi, New York e Houston, è stata anche direttore marketing di Maserati per 24 Paesi in 3 continenti. Oggi è tra le poche donne trader presenti a Dubai

# LA CONTA DEI DANNI PORTA A RIPENSARE AI BOND

di Alessandro Macedone

**P**er il 2023, BlackRock ritiene di sottopesare tatticamente le azioni dei mercati sviluppati (DM) e sovrappesare il credito investment grade, che ha già prezzato uno scenario economico avverso. La **Grande Moderazione**, cioè 40 anni durante i quali la crescita economica e l'inflazione sono state molto stabili, è finita. In Europa, la **Banca Centrale Europea (BCE)** sta affrontando un forte shock energetico che sta esacerbando il trade-off tra crescita ed aumento dei prezzi. Ciò può portare ad un **double crunch**, cioè una restrizione energetica e creditizia.

Il **BlackRock Investment Institute** ritiene che le autorità monetarie stiano portando avanti politiche troppo rigide per contenere l'inflazione persistente rendendo inevitabile una recessione. In Europa sembra che i corsi azionari non riflettano ancora inflazione persistente, volatilità dell'attività economica e politiche monetarie globali restrittive. Le banche centrali, a differenza del passato, non soccorreranno il Pil quando rallenterà. **Il primo tema d'investimento per il 2023 consiste dunque nella conta dei danni**, cioè valutare quanto i mercati riflettono la recessione attesa che sembra inevitabile in Europa dove il pieno impatto dello shock energetico non è ancora evidente.

I governi hanno cercato di proteggere le famiglie e le aziende attraverso un'espansione fiscale temporanea, ma i costi energetici hanno raggiunto circa il 12% del PIL (di gran lunga maggiori rispetto ai primi anni '80 e circa il doppio rispetto agli Usa). Ciò compromette la possibilità delle famiglie e delle aziende di affrontare la spesa discrezionale e gli investimenti. Secondo il BlackRock Investment Institute, questo shock non si attenuerà presto poiché l'Europa continuerà non ricorrere alle forniture energetiche russe. Per questa ragione **la stima di consenso al +4% sugli utili 2023 per l'Europa appare troppo ottimistica ed induce BlackRock alla cautela**

LE SCELTE DI  
BLACKROCK,  
MENO TITOLI  
DELLE BORSE  
«RICCHE» E  
PIÙ CREDITO  
INVESTMENT  
GRADE

**sulle azioni del continente ed a ripensare il ruolo delle obbligazioni, il secondo tema dell'Outlook 2023.** I titoli di Stato a due anni generano rendimenti superiori al 4,5% negli Stati Uniti e più del 2% in Germania. Le obbligazioni governative a lungo termine offrono premi nulli (area euro) o negativi (Usa). Con l'arrivo della recessione, le banche centrali di solito sono più accomodanti mettendo in correlazione negativa i prezzi delle azioni e delle obbligazioni.

Secondo BlackRock, ciò non si verificherà nell'attuale regime poiché la Bce forse inasprirà ancora la politica monetaria anche con una clamorosa recessione. Nel 2023, la volatilità macro in Europa dovrebbe quindi restare alta a causa delle incertezze energetiche e di una politica monetaria troppo restrittiva. Gli investitori forse chiederanno premi maggiori per le attività a lunga durata, impedendo ai titoli di Stato di rivestire la loro consueta funzione protettiva per i portafogli bilanciati.

**La convivenza con l'inflazione è il terzo tema di investimento che BlackRock evidenzia per il 2023.** Tendenze strutturali correnti quali l'invecchiamento della forza lavoro,

la frammentazione geopolitica e la transizione al net zero dovrebbero mantenere l'inflazione ben al di sopra dei livelli pre-pandemici nell'area euro e più alta dell'obiettivo di medio termine del 2% negli Stati Uniti. Gran parte dell'inflazione nell'area dell'euro è dovuta allo shock energetico, a cui la Bce sta rispondendo con una politica monetaria restrittiva che, in concomitanza della contrazione del Pil, potrebbe aumentare i rischi di frammentazione. La Bce potrebbe quindi finire per accettare un lento ritorno dell'inflazione al livello target.

**Ciò spinge BlackRock a sovrappesare le obbligazioni societarie investment-grade europee e statunitensi.** A valle di un mix di crescita lenta, inflazione elevata e politiche restrittive, l'ampliamento degli spread nel corso del 2022 sta offrendo un cuscinetto sufficiente contro la recessione attesa. Il rischio maggiore per le posizioni lunghe sul credito investment-grade è una recrudescenza delle dinamiche di frammentazione dell'area euro. A tal proposito, secondo BlackRock **la posizione fiscale del nuovo governo italiano è relativamente conservatrice e non lascia pensare che Bce inasprisca ulteriormente la politica rispetto a quanto implicito nei tassi forward.** È un equilibrio fragile. Più a lungo dura lo shock energetico e più la politica della Bce diventa restrittiva aumentando il rischio di frammentazione tra Paesi con diversi livelli di debito pubblico.

I rischi idiosincratici e la richiesta attesa di premi al rischio più alti da parte degli investitori per le obbligazioni a lungo termine inducono BlackRock a sottopesare i titoli di Stato dell'area euro core e periferica e quelli a lungo termine degli Stati Uniti. BlackRock esprime però una preferenza relativa per i titoli di Stato svizzeri, dove l'inflazione moderata sostenuta dal Franco forte argina la pressione al rialzo sui rendimenti inducendo la Banca Nazionale Svizzera a non dover forse implementare una politica monetaria restrittiva come la della Bce.

# NELLA TURBOLENZA VARIE OPPORTUNITÀ

di Algebris Investments

L'INFLAZIONE HA RAGGIUNTO  
IL PICCO E QUESTO, CON IL  
RALLENTAMENTO DELLA CRESCITA,  
ARRESTERÀ IL RIALZO DEI TASSI

**A**uspichiamo che il 2023 possa essere un anno di pace, in cui la normalità predicata e ricercata dalle banche centrali possa imbrigliare l'inflazione che ha dominato il 2022 e dare un po' di respiro a tutti gli investitori. In particolar modo, a tutti quelli prudenti che tanto hanno sofferto in questi ultimi 12 mesi in cui **azionario e obbligazionario** non hanno mai accennato a tornare al loro normale rapporto di decorrelazione. Crediamo che l'inflazione abbia raggiunto il picco. L'indice dei prezzi al consumo è sceso del 2% rispetto ai massimi degli Stati Uniti e ha smesso di aumentare in Europa. Gli indicatori anticipatori segnalano un ulteriore ribasso. Il rallentamento della crescita macroeconomica e la rigidità delle misure di politica monetaria continueranno a spingere al ribasso l'inflazione core. Prevediamo un'inflazione statunitense al 5% entro luglio (con il dato core al 3%) 2023. La Fed porterà i tassi ufficiali al 5% nel secondo trimestre del 2023, e la successiva discussione sarà dedicata ai tagli dei tassi.

La **crecita globale rallenterà** ma non crollerà. I PMI (Purchasing Managers Index) europei indicano una contrazione, ma non profonda. Gli impianti di gas sono stati riforniti e i prezzi sono diminuiti. La ricchezza delle famiglie statunitensi è in calo, ma rimane ben al di sopra della me-

dia. Nel 2022, i dati macro statunitensi ed europei sono risultati migliori di quanto previsto durante l'estate e le previsioni per il 2023 stanno toccando il fondo. In assenza di shock negativi, l'anno prossimo la crescita reale potrebbe aggirarsi intorno allo 0% negli Stati Uniti e in Europa.

La **Cina** è la principale fonte di potenziale rialzo della crescita per il 2023. La riapertura dell'economia, avviata in ottobre, sarà irregolare, poiché la crescita dei casi Covid comporta chiusure occasionali. Le restrizioni sono state revocate a livello locale, favorendo una tendenza positiva. I dati commerciali e macroeconomici risultano deboli, il che contribuisce ad avvalorare l'ipotesi di una riapertura. È probabile che questa raggiunga livelli significativi entro la prossima estate e che il contesto macroeconomico ne tragga beneficio nella seconda metà del 2023. In questo scenario, la Cina potrebbe crescere del 5% nel 2023, mantenendo il divario con gli Stati Uniti ai massimi livelli dal 2013.

Il calo dell'inflazione e il rallentamento della crescita indicano l'avvicinarsi della fine del rialzo dei tassi. Nel 2023, le banche centrali manterranno i rialzi che avevano promesso ai mercati, ma senza ulteriori cambiamenti. Paesi che hanno iniziato prima i rialzi (in **America Latina** e in Europa orientale) potrebbero tagliare. Dal momento in cui l'inflazione continuerà a scendere e i tassi più alti cominceranno a

pesare, il dibattito si sposterà dai rialzi ai tagli, probabilmente nella seconda metà del 2023. Gli Stati Uniti faranno da apripista, in quanto la **Federal Reserve** ha effettuato i rialzi più rapidi e più consistenti, e l'inflazione risulta essere meno trainata dall'energia.

Tale contesto macroeconomico favorisce naturalmente il settore del credito. Gli spread si sono ristretti da ottobre, ma i livelli restano interessanti. Gli spread del settore **high yield** implicano un tasso di default annuale del 7%, un livello che si è concretizzato solo nel 2009. Gli indici distressed stanno prezzando una profonda recessione piuttosto che un lieve rallentamento. Aggiungendo questo dato al calo dell'inflazione, i rendimenti totali previsti sembrano interessanti. Storicamente, gli attuali livelli di spread indicano tendenzialmente forti rendimenti a 12 mesi.

Nell'universo obbligazionario, puntiamo sulla qualità. I rendimenti sono stati elevati in tutti i settori e il credito con rating elevato tende ad attrarre i primi afflussi quando la tendenza si inverte. Con il rallentamento della crescita e la stabilizzazione dei tassi, i comparti specializzati in **investment grade** e difensivi sovraperformeranno. I titoli finanziari sono destinati a beneficiarne, poiché sono ben rappresentati negli indici IG e i fondamentali sono solidi. Il debito dei mercati emergenti è di nuovo interessante (su base selettiva), poiché il posizionamento è ridotto e beneficia della stabilità dei tassi. La riapertura della Cina e il posizionamento ribassista in Europa fanno sì che gli asset non statunitensi possano ottenere risultati migliori.

Per quanto riguarda le valute, riteniamo che una Fed meno aggressiva e una situazione macroeconomica migliore del previsto in Europa e in Cina saranno negative per il Dollaro e positive per gli asset non statunitensi nel 2023.

# IMPRESE SANE MA ATTENTI AI **VINCOLI** FINANZIARI

di Gaetano Fausto Esposito \*

*UN'ADEGUATA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ D'IMPRESA, IN PRESENZA DI COSTI CRESCENTI DEL CREDITO, È UNA CONDIZIONE IMPRESCINDIBILE*



Nella foto Gaetano Fausto Esposito, direttore dell'Istituto Tagliacarne

**M**ai come in questo periodo risuona l'attualità della frase di John Kennet Galbraith, economista americano eterodosso, secondo il quale: "la funzione delle previsioni in campo economico è quella di rendere persino l'astrologia un po' più rispettabile". Però almeno l'astrologia ha dei punti di riferimento nei pianeti, mentre l'economia degli ultimi anni ci ha abituato a stravolgimenti dovuti a fenomeni extra economici: la pandemia prima e la guerra russo ucraina poi. Questo sembra valere in particolare per l'Italia

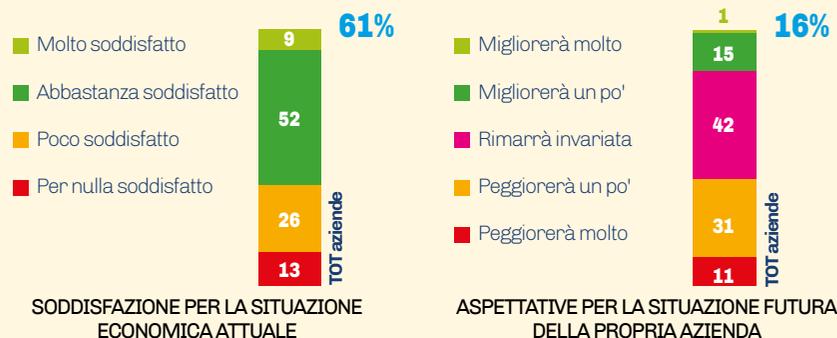
Il nostro Paese si è dimostrato un campione di resilienza con una capacità di reazione da tanti inaspettata. Guardiamo al 2022. Tutte le previsioni di una recessione in corso d'anno sono state smentite, anzi il tasso di crescita reale del Pil, al netto quindi di un incremento dei prezzi sempre più accelerato, è stato superiore a quello delle principali economie: Germania, Francia, Stati Uniti, e finanche la Cina. Lo stesso Istituto Nazionale di Statistica ha rivalutato l'incremento del Pil italiano, rispetto a giugno 2022, di 1,1 punti percentuali, portandolo a ridosso del 4%, da sola la correzione vale l'intera crescita sperimentata in diversi anni del passato. Ma l'anno che verrà? Un 2023 che secon-

do molti osservatori economici dovrebbe segnare un fortissimo rallentamento di tutte le economie? Anche qui i diversi modelli previsionali hanno via via corretto i propri vaticini, da crescita negativa in ragione d'anno ad un modesto incremento del Pil, fino allo 0,6% nelle stime del Governo in presenza degli interventi della Legge di bilancio.

Se cerchiamo di interpretare il sentiment delle imprese, come in genere facciamo con le analisi che conduciamo come Istituto Tagliacarne, scorgiamo una situazione per molti versi meno sconcertante. Oggi due aziende su tre sono soddisfatte della loro situazione economica e il cosiddetto clima di fiducia sta manifestando

## QUANTO SONO SODDISFATTE LE IMPRESE DELLA PROPRIA SITUAZIONE ECONOMICA OGGI E IN PROSPETTIVA?

2 aziende su 3 sono soddisfatte dell'attuale condizione economica ma molte sono preoccupate per i prossimi 12 mesi



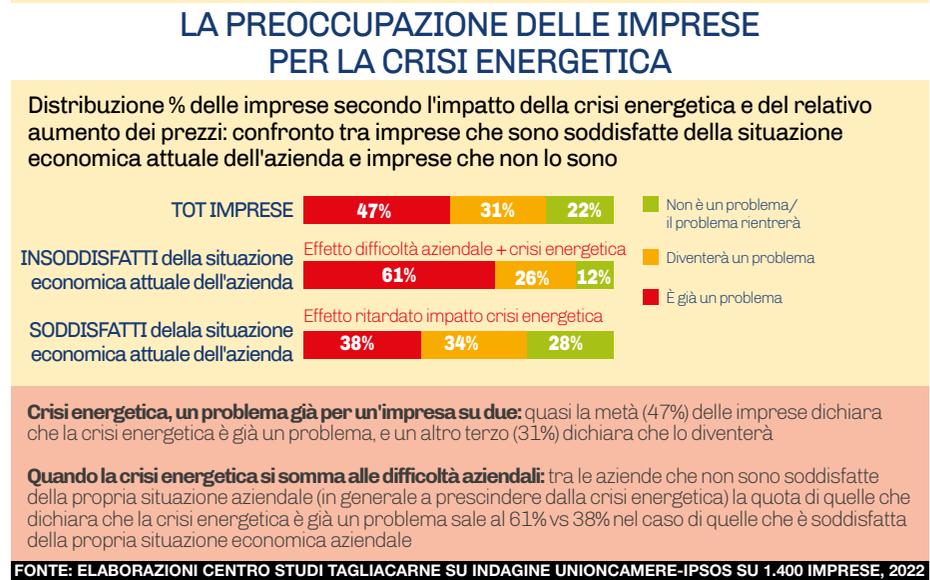
FONTE: INDAGINE IPSOS - UNIONCAMERE - TAGLIACARNE 2022

un miglioramento rispetto agli andamenti in flessione degli ultimi mesi. Solo un modesto 13% è particolarmente insoddisfatto della propria situazione economica, e in questa fascia si annidano soprattutto le imprese più piccole: solo il 19% delle micro imprese (sotto i 9 dipendenti) ha recuperato quest'anno i livelli produttivi pre-covid, contro il 36% di quelle tra 50 e 499 dipendenti.

Il futuro segna una inversione di tendenza, con un 42% di imprese che ritengono probabile un peggioramento della situazione, ma di queste solo l'11% ritiene che ci sarà un forte peggioramento. Una larga fetta si attende invece una sostanziale stabilità: le aziende che possiamo definire ottimiste (secondo cui la propria situazione futura sarà stabile o addirittura in miglioramento) sono pari al 58% del totale.

“Adelante Pedro con juicio”, la situazione sembrerebbe riecheggiare la frase manzoniana del Promessi sposi ma riferita alla nostra economia.

Dal punto di vista della realtà dei fenomeni imprenditoriali il 2023 potrebbe riservarci qualche sorpresa rispetto alle previsioni “astrali” improntate al pessimismo. Guardiamo ad esempio al processo di investimento, in particolare riferito alle due transizioni gemelle del green e del digitale. Le nostre rilevazioni ci dicono che nel 2023-24 solo circa un terzo delle imprese non effettuerà investimenti al riguardo, mentre tutto il resto investirà, con un 31% che effettuerà entrambi questi tipi di investimento. Entro il 2024 quasi l'80% delle pmi avrà innovato in questo ambito, il che significa un ulteriore recupero di produttività che potrebbe tradursi in aumento della competitività. Abbiamo quindi segnali per essere cautamente fiduciosi per il nuovo anno. Anche per le caratteristiche strutturali del nostro sistema economico che è profondamente diversificato quanto a base produttiva e motori dello sviluppo. Quella che nel passato è stata considerata una debolezza italiana, ossia il non avere una massa critica industriale specializzata in settori fortemente innovativi, da alcuni anni è invece la radice del nostro successo. Non siamo solo la seconda manifattura d'Europa, dopo la Germania, con una leadership in oltre 1500 nicchie di mercato globali che presidiamo con successo nel mondo, ma abbiamo anche il motore del terziario, in particolare dei servizi connessi al turismo, che dopo il blocco della pandemia ha ripreso a marciare con



buoni risultati. La filiera del turismo pesa per quasi il 14% del Pil prodotto, il che significa che a fronte di un punto perso dall'industria manifatturiera (che pesa sul totale del valore aggiunto per il 16,6%) il turismo, crescendo di un punto, riesce a controbilanciare per ben l'80% la perdita. I fondamentali della nostra economia sono quindi sostanzialmente saldi (più saldi che nel passato) ma indubbiamente ci sono delle incognite. La prima è quella dell'aumento dei prezzi delle materie prime e in particolare di quelle energetiche: circa un 80% di imprese è preoccupata per gli effetti della crisi energetica, nel senso che ha già avuto qualche conseguenza o ritiene che l'avrà nei prossimi mesi. Ma la maggiore quota di imprese preoccupate si annida tra quanti affrontano anche altri problemi aziendali, perciò il rincaro degli input produttivi agisce da detonatore soprattutto per le situazioni che hanno già qualche difficoltà. Qui emerge anche la capacità delle aziende essere resilienti: pur di tenere il mercato in media le aziende hanno già contratto di circa tre punti i propri margini, cercando di assorbire in questo modo gli incrementi dei prezzi. Certo in prospettiva l'inflazione, oltre che agire sui maggiori costi di produzione, rappresenta anche un elemento di grande incertezza per i consumi e potrebbe ridurre in modo consistente la domanda interna che è stata un fattore di traino dello sviluppo. Ma ci sono altri due aspetti di contesto da tenere sotto controllo perché interagiscono con i fondamentali: ossia la svalutazione dell'euro e soprattutto l'aumento dei tassi di interesse.

Sul primo versante se un euro debole fa-

cilita le nostre esportazioni, ed è stato sicuramente un boost per le vendite italiane all'estero che hanno oramai superato la faticosa quota dei 600 miliardi, al contempo rende più costosi gli approvvigionamenti di materie prime e pesa sulla competitività, in un paese come il nostro dove il peso dei costi energetici su quelli complessivi di produzione è superiore a Germania e Francia. C'è poi la questione dei tassi di interesse che diviene centrale: le politiche monetarie più restrittive, vera novità degli ultimi mesi, stanno già spingendo verso l'alto il costo del credito, facendo crescere il differenziale del costo creditizio tra le piccole imprese e quelle più grandi. Se a questa situazione sommiamo la contrazione dei margini aziendali, che riduce il cash flow, si comprende come la variabile finanziaria diventerà cruciale nei prossimi mesi, non solo perché i programmi di investimento delle imprese si traducano in effettività, ma anche per fare in modo che ci sia una adeguata alimentazione del capitale circolante, considerato che i prezzi degli input, per quanto previsti in flessione, rimarranno comunque su livelli strutturalmente più alti di quelli sperimentati negli ultimi anni. Ecco perché un'adeguata gestione della liquidità d'impresa, in presenza di costi crescenti del credito, è una condizione imprescindibile per evitare di compromettere il percorso di resilienza di cui fino ad oggi ha dato prova buona parte del nostro sistema produttivo, con buona pace dei “modelli astrologici” di previsione.

\* Direttore generale Istituto Guglielmo Tagliacarne

# ARRIVERÀ UN ANNO DIFFICILE MA NON TROPPO

di Ludovic Subran\*

*LA CRESCITA GLOBALE DOVREBBE RALLENTARE A +1,4% NEL 2023 (REVISIONE AL RIBASSO DI -0,1PP RISPETTO A 3 MESI FA). "TUTTAVIA, ABBIAMO RIVISTO LEGGERMENTE AL RIALZO LE NOSTRE PREVISIONI"*

**I**l peggioramento della crisi energetica e le difficili scelte politiche hanno confermato le nostre previsioni di rallentamento della crescita, di aumento dell'inflazione e di rialzo dei tassi di interesse. Sebbene le pressioni inflazionistiche si siano rivelate più forti del previsto, l'attività reale si è dimostrata più resiliente sia negli Stati Uniti che in Europa, grazie ad una combinazione di consumi sostenuti e del generoso sostegno fiscale.

In prospettiva, abbiamo individuato otto temi-chiave che caratterizzeranno le previsioni 2023.

## IN RALLENTAMENTO

Ci aspettiamo un ulteriore calo dell'attività reale, con l'Europa e gli Stati Uniti che entreranno in recessione nel 2023. La crescita globale dovrebbe rallentare a +1,4% nel 2023 (revisione al ribasso di -0,1pp rispetto a 3 mesi fa). Tuttavia, abbiamo rivisto leggermente al rialzo le nostre previsioni per l'Eurozona e gli Stati Uniti, ora a -0,4% e -0,3% (da -0,8% e -0,7%, rispettivamente). A partire dal 2024, prevediamo una ripresa moderata e asincrona nei vari Paesi. Nei mercati emergenti, la crescita dovrebbe rimanere stabile nel 2023 al +3,3%.



Nella foto Ludovic Subran, chief economist Allianz SE

## A CUORE FREDDO

I vincoli energetici rimarranno una delle principali sfide per l'Europa. Le prospettive per l'inverno a cavallo tra il 2023 ed il 2024 dipenderanno dall'impatto delle condizioni meteorologiche dei prossimi mesi sulla domanda di energia e sui livelli di stoccaggio del gas in primavera. L'incerto approvvigionamento di gas non solo metterà alla prova la capacità fiscale europea di alleviare famiglie e imprese dall'impatto dei prezzi elevati dell'elettricità, ma costringerà anche i politici ad accelerare le scelte per una migliore efficienza

energetica e stabilizzare il consumo di gas al di là dei risparmi ottenibili a breve termine. Infatti, se i governi non riusciranno a incentivare la riduzione della domanda di gas, lo spazio fiscale sempre più limitato insieme ad una politica energetica inefficace potrebbero rallentare ulteriormente la crescita economica ed aumentare le probabilità di una recessione più profonda e duratura.

## IL DENTE AVVELENATO

La geopolitica è entrata di prepotenza a far parte delle preoccupazioni e probabilmente ci rimarrà anche nel prossimo futuro. La guerra in Ucraina rimane una situazione critica per l'Europa: una tregua darebbe una spinta economica al continente, mentre un conflitto di lunga durata aumenterebbe le pressioni su industria e popolazioni. Anche le relazioni di molti paesi con gli Stati Uniti potrebbero diventare più tese: voci in Europa ed in altre parti del mondo hanno recentemente sollevato preoccupazioni in merito all'Inflation Reduction Act americano e alla necessità di agire al riguardo. Anche se si tratta di un rischio estremo, un'eventuale escalation della controversia Cina-Taiwan potrebbe far deragliare la ripresa economica globale.

### **IL CASTELLO SULLA COLLINA**

I banchieri centrali rimangono determinati a combattere l'inflazione e ad assicurarsi che le pressioni dei prezzi non rimangano radicate. Sebbene l'attuale percorso di rialzo dei tassi sia prossimo a moderarsi, l'indipendenza delle banche centrali mondiali sarà messa alla prova se decideranno di mantenere la loro posizione restrittiva più a lungo nonostante i timori recessivi. In un contesto di una moderata stretta quantitativa e di una riduzione della liquidità, emerge il rischio di una morsa dovuta a scelte politiche errate.

### **LE CATTIVE ABITUDINI**

Dal 2020, la spesa fiscale è stata la bacchetta magica per risolvere tutti i problemi. Nei prossimi mesi sarà al centro dell'attenzione, in particolare la risposta all'inflazione degli Stati Uniti e l'intervento europeo per contrastare la crisi energetica. In un contesto economico in peggioramento, alcuni governi potrebbero essere tentati a garantire un maggiore supporto fiscale per compensare le difficoltà nel breve termine. Tuttavia, farlo senza puntare alle imprese e alle famiglie più vulnerabili potrebbe far perdurare l'inflazione indotta dalla domanda e complicare la lotta all'inflazione delle banche centrali. Spendere di più e convincere i mercati della sostenibilità del debito a lungo termine sarà sicuramente un atto di equilibrio difficile.

### **MEGLIO LA CINA**

Dopo i difficili mesi invernali, l'abbandono della politica zero-Covid della Cina allevierà le pressioni di rallentamento del commercio globale e accelererà il calo dei prezzi di produzione. Il rimbalzo interno cinese post-Covid potrebbe iniziare a farsi sentire a partire dalla seconda metà del 2023 e nel 2024, dato che prevediamo che le restrizioni sanitarie saranno completamente allentate nella primavera del 2023. Un allentamento ancora più rapido andrebbe sicuramente a vantaggio dell'economia globale, mentre qualsiasi passo indietro potrebbe pesare sul commercio mondiale e ritardare i segnali di indebolimento delle pressioni inflazionistiche.

### **NON ARRENDERSI**

I mercati emergenti dovranno affrontare sfide molto diverse nei prossimi mesi.

Mentre il rischio politico è in aumento in America Latina, i Paesi dell'Europa orientale sono duramente colpiti dalle conseguenze della guerra in Ucraina, e gli importatori di materie prime di tutto il mondo fanno i conti con un dollaro ancora forte e con i prezzi elevati di energia e prodotti alimentari. Anche la sostenibilità del debito è un problema in un contesto di tassi in aumento e di flight to safety dei capitali.

### **ANDIAMOCI PIANO**

Il 2022 è stato un anno turbolento per i mercati dei capitali, che hanno vissuto una correzione dei prezzi senza precedenti sia nel mercato azionario che in quello obbligazionario. Le previsioni sugli utili sembrano ancora troppo ottimistiche e ancora una recessione più lieve non è ancora scontata dai mercati. Con le banche centrali che assorbono la liquidità in eccesso e il calo dei volumi di scambio notevole anche nei mercati storicamente liquidi, non si possono escludere incidenti finanziari. Infine, non si possono escludere sorprese negative negli investimenti alternativi.

*"Sebbene l'economia italiana si sia dimostrata molto resiliente di fronte a una crisi energetica senza precedenti, si profilano diversi ostacoli all'orizzonte"*

### **FOCUS ITALIA**

Dopo la solida ripresa registrata nei primi nove mesi del 2022, con una crescita acquisita pari a 3,9%, ci aspettiamo un forte rallentamento dell'attività alla fine del 2022 che porterà ad una lieve recessione nel 2023 (-0,3% di Pil, da -0,5% stimato tre mesi fa). Sebbene l'economia italiana si sia dimostrata estremamente resiliente di fronte ad una crisi energetica senza precedenti, sono presenti diversi ostacoli all'orizzonte. Vogliamo menzionarne solo un paio qui di seguito. I consumi privati che hanno supportato solidamente l'attività in un contesto di domanda globale indebolita ed incertezza elevata, sono messi a dura prova dalle persistenti pressioni inflazionistiche che erodono il potere d'acquisto e influiscono sulle decisioni di investimento delle famiglie. I risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia stanno ritornando velocemente ai livelli pre-Covid e ci aspettiamo una caduta dei consumi privati alla fine del 2022 e all'inizio del 2023.

In secondo luogo, la politica fiscale che ha giocato un ruolo fondamentale sia durante la pandemia ma anche durante l'attuale crisi energetica, rimane sotto pressione. Il sostegno fiscale annunciato da settembre 2021 fino ad oggi è pari a circa il 5% del Pil e comprende una vasta gamma di misure a sostegno di famiglie e imprese. E se per l'anno prossimo ci aspettiamo un leggero miglioramento del deficit di bilancio pubblico (da 5,9% nel 2022 a 4,8% nel 2023), in previsione anche del ripristino delle regole fiscali europee, le tensioni fiscali di medio-periodo persistono nel contesto del rialzo dei tassi di interesse. Dall'altro lato, l'inflazione elevata rispetto i trend storici, fornisce qualche motivo di sollievo.

\* Chief economist Allianz SE

# ANNO NEGATIVO PER L'ECONOMIA, MA **MIGLIORE** PER I MERCATI

di Maria Paola Toschi\*

*SE L'INFLAZIONE COMINCERÀ A MUOVERSI NEL 2023 SU LIVELLI RAGIONEVOLI, A FRONTE DELLA FRENATA DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA, LE BANCHE CENTRALI SMETTERANNO DI AUMENTARE I TASSI E LE RECESSIONI SARANNO MODESTE*



Nella foto Maria Paola Toschi, global market strategist di J.P. Morgan Asset Management

**P**er il 2023 l'interrogativo più importante è piuttosto ovvio: l'inflazione comincerà a muoversi su livelli ragionevoli a fronte del rallentamento dell'attività economica? In caso affermativo, le banche centrali smetteranno di aumentare i tassi e le eventuali recessioni saranno probabilmente modeste. In assenza di un rallentamento dell'inflazione ci aspettiamo uno scenario peggiore.

Fortunatamente, a nostro avviso si osservano già segnali convincenti secondo cui le pressioni inflazionistiche stanno attenuandosi e continueranno a farlo nel 2023.

Come al solito, i mercati immobiliari sono i primi a reagire quando le banche centrali toccano il freno monetario. I nuovi tassi dei mutui, significativamente più elevati, comprimono

la domanda di nuove abitazioni e riteniamo che le ripercussioni dell'indebolimento dell'attività immobiliare si faranno sentire sull'economia globale nel 2023. Il segmento delle costruzioni si indebolirà, le spese in mobili e altri beni durevoli per la casa diminuiranno e il calo dei prezzi delle abitazioni potrebbe gravare sulla spesa al consumo nei prossimi trimestri. Secondo le previsioni, la flessione dell'attività dovrebbe domare l'inflazione. Per fortuna, i rischi di una recessione profonda causata dal settore immobiliare, analoga a quella registrata nel 2008, sono bassi.

## **L'EUROPA SUPERA BENE LA CRISI ENERGETICA**

Per l'Europa, il rischio principale non scaturisce tanto da una crisi immobiliare, quanto dall'offerta energetica dato che la Russia, che in precedenza forniva il 40% del gas europeo, ha cessato gran parte delle forniture quest'estate.

Per il prossimo inverno, almeno, il rischio per le forniture di gas è in effetti in via di diminuzione grazie alla combinazione di decisioni appropriate e fortuna. L'Europa è riuscita a ricostituire le riserve di gas nel corso dell'estate, principalmente sostituendo il gas russo con gas naturale liquefatto statunitense.

In seguito, l'Europa ha avuto la fortuna di un autunno molto mite e inizia quindi i tre mesi invernali con serbatoi di stoccaggio quasi pieni. Salvo in caso di cambiamento delle temperature e di un clima molto rigido nei primi mesi del 2023, l'Europa sembra avere crescenti probabilità di superare quest'inverno senza dover ricorrere al razionamento dell'energia.

### **APERTURA DELLA CINA POST-COVID E ATTENUAZIONE DELLE PRESSIONI SULLE FILIERE GLOBALI**

L'economia cinese ha affrontato una serie di problematiche completamente diverse da quelle del mondo sviluppato a causa dei lockdown ancora in atto per contenere la pandemia di Covid-19. Alla luce dei bassi livelli di vaccinazione, soprattutto tra gli anziani, in combinazione con una rete ospedaliera meno capillare rispetto all'Occidente, le autorità cinesi sono state riluttanti a convergere verso una politica di convivenza con il Covid.

Un periodo prolungato di lockdown appare tuttavia insostenibile e ci aspettiamo che la Cina registri un'accelerazione dell'attività man mano che riemerge la domanda repressa. Benché la tempistica dei cambiamenti a livello di politiche sia ancora incerta, la performance del mercato ha evidenziato la sensibilità degli investitori ai segnali di cambio di approccio.

Il dato importante è che la normalizzazione dell'economia cinese potrebbe attirare significativamente le turbative nelle filiere che hanno contribuito al rapido aumento dell'inflazione dei beni. A nostro avviso un rimbalzo della crescita in Cina, oltre a rafforzare la domanda di materie prime globali, potrebbe nel complesso costituire un altro propulsore di flessione dell'inflazione nel 2023.

### **CALA IL PANICO DA INFLAZIONE E LE BANCHE CENTRALI SI FERMANO**

I segnali di rallentamento dell'attività in Occidente e il ritorno alla produzione su ampia scala in Cina dovrebbero attenuare l'inflazione nel corso del 2023; in particolare, i contributi alla contrazione apportati dai settori di

energia e beni dovrebbero moderare le pressioni sui prezzi nei prossimi mesi. Tuttavia, anche le pressioni salariali devono diminuire, per essere certi di avere superato il contesto inflazionistico. Le banche centrali hanno pertanto sbagliato a presumere che l'inflazione si sarebbe dimostrata "transitoria", perché hanno sottovalutato il fatto che la rigidità del mercato del lavoro sarebbe stata tale da indurre i lavoratori a richiedere aumenti salariali.

Nell'ipotesi di un allentamento dell'inflazione primaria e salariale, ci aspettiamo che i tassi d'interesse statunitensi salgano intorno al 4,5%-5,0% nel primo trimestre del 2023 e si assestino a tale livello. Anche per la Bce si prevede una pausa, al 2,5%-3,0%, nel primo trimestre.

Le banche centrali ambiscono anche a ridurre le dimensioni dei loro bilanci

*Nell'ipotesi di un allentamento dell'inflazione primaria e salariale, ci si aspetta che i tassi d'interesse Usa si assestino al 4,5-5% nel primo trimestre*

attuando una stretta quantitativa, ma non ci aspettiamo misure particolarmente coordinate, né turbative significative.

### **LE RECESSIONI SARANNO MODESTE**

In ultima analisi, siamo fondamentalmente del parere che nei prossimi mesi emergeranno segnali che l'inflazione reagisce all'indebolimento dell'attività. È possibile che l'inflazione non riscenda rapidamente al 2%, ma supponiamo che le banche centrali apprezzeranno una pausa, a condizione che l'inflazione proceda nella giusta direzione.

A fronte di tale contesto, vi sono due tipologie di previsori ribassisti. Alcuni sono ancora del parere che siamo tornati a un problema di inflazione stile anni Settanta, per superare il quale saranno necessari una recessione molto più pesante e un aumento della disoccupazione molto più elevato del previsto.

Altri sostengono che sia difficile predire un quadro di recessioni modera-

te perché i rallentamenti hanno una dinamica propria, tendente a una spirale. Questa situazione è stata osservata in passato, quando le recessioni profonde hanno coinciso con basse congiunture a seguito di un boom. Dopo un periodo di crescita eccessiva in una certa area – di norma investimenti delle imprese o edilizia – l'economia ha spesso avuto bisogno di un periodo prolungato per assestarsi e trovare fonti di crescita alternative. Tuttavia, questa volta la crescita degli investimenti e dell'edilizia è stata più modesta.

Inoltre, le impennate di entusiasmo esagerato sono state solitamente alimentate da finanziamenti bancari eccessivi, che si sono storicamente tradotti in un periodo di crescita debole del credito, aggravando ulteriormente la crisi. Questa volta, comunque, grazie a oltre un decennio di regolamenta-

zione post-crisi finanziaria globale le banche commerciali affrontano il rallentamento attuale con livelli di capitalizzazione ottimi e sono state sottoposte a stress test accurati allo scopo di verificare la capacità di assorbire perdite senza causare una crisi del credito. In sintesi, le basse congiunture seguono i boom. Ma i boom sono stati del tutto assenti nell'ultimo decennio nel corso del quale l'attività nei vari settori è stata semmai troppo stagnante. Benché l'attività economica non debba necessariamente indebolirsi per assicurare una flessione dell'inflazione, non ci aspettiamo un periodo di contrazione duraturo o intenso. Alla luce del calo già osservato dei prezzi di azioni e obbligazioni riteniamo che, per quanto il 2023 possa rivelarsi un anno difficile per le economie, la fase peggiore della volatilità di mercato sia stata superata e che azioni e obbligazioni appaiano sempre più interessanti.

*\*Global market strategist, J.P. Morgan Asset Management*

# DAL PIANO INDUSTRIALE PIÙ AIUTO ALLE **PMI**

di Riccardo Venturi

*INSIEME 2025, IL PIANO INDUSTRIALE DEL GRUPPO SACE PER IL PROSSIMO TRIENNIO, SOSTERRÀ ANCORA DI PIÙ IL PROCESSO DI CRESCITA DELLE IMPRESE. IN ARRIVO 111 MILIARDI DI EURO PER INVESTIMENTI, PROGETTI E LIQUIDITÀ GARANTITA, SERVENDO 65MILA PMI*

**S**ace, il gruppo assicurativo-finanziario italiano direttamente controllato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e specializzato nel sostegno alla competitività delle imprese e del tessuto economico nazionale in Italia e all'estero, ha presentato **Insieme 2025**, il Piano Industriale che guiderà le scelte strategiche e il modello di business nel triennio 2023-2025 con l'ambizioso obiettivo di accelerare l'evoluzione di imprese e Sistema Paese verso un paradigma di crescita più sostenibile. In uno scenario caratterizzato da una complessità in continuo divenire a seguito dello shock pandemico e delle conseguenze del conflitto russo-ucraino, Insieme 2025 rappresenta un nuovo cammino che il **Gruppo Sace** costruirà per e con le aziende. Partendo dal loro ascolto, Sace risponderà alle loro esigenze di evoluzione con lo sviluppo di soluzioni agili e di un network di relazioni, conoscenze e servizi assicurativo-finanziari in grado di accompagnarle verso un orizzonte sostenibile, contribuendo al tempo stesso al benessere della comunità. In questo modo il Gruppo punta ad aprire nuove strade per le imprese e per il Paese, ispirando un'evoluzione basata sulla centralità delle persone, nuovi valori, tecnologie e competenze condivise all'interno di Sace e con le aziende.

L'impegno di Sace per le imprese italiane si rifletterà a fine 2025 in 111 miliardi di euro di investimenti sostenuti, progetti supportati e liquidità garantita, con un incremento annuo atteso del 5%, e un rendimento medio per il Paese sulle risorse allocate nel triennio superiore al 5%. Questi numeri sottolineano da un lato l'ampiezza dell'intervento di Sace - che punta a servire 65.000 Pmi nell'arco di Piano - e dall'altro la sostenibilità e la responsabilità nella gestione di risorse pubbliche.

«Tempi nuovi e di inedita complessità richiedono modalità nuove di sostegno al tessuto imprenditoriale nazionale. Con questo obiettivo abbiamo scritto Insieme 2025, il Piano Industriale del Gruppo Sace per il prossimo triennio, che guiderà il nostro im-

pegno, al fianco delle imprese, verso una crescita sostenibile che crei valore duraturo per l'Italia» ha dichiarato **Filippo Giannante**, presidente di Sace. «Un percorso che passa da un consolidamento dell'attuale missione a sostegno della competitività del Sistema Paese e da una sostanziale evoluzione del modello di business per aiutare le aziende italiane a costruire e rafforzare la propria resilienza, indirizzandole verso strategie e investimenti sostenibili e innovativi».

«Il Piano Industriale 2023-2025 ci pone degli obiettivi sfidanti, ambiziosi e di grande responsabilità, che sentiamo nostri perché frutto della partecipazione e del coinvolgimento dei colleghi del Gruppo Sace nella definizione di Insieme 2025 perché tutti noi di Sace siamo convinti che incentivare e sostenere la crescita delle imprese verso orizzonti sostenibili contribuisca al benessere della società» ha dichiarato **Alessandra Ricci**, amministratore Delegato di Sace. «Immaginiamo e realizzeremo un Gruppo Sace riconosciuto in Italia e all'estero per il suo impatto concreto allo sviluppo sostenibile non solo delle imprese italiane, ma anche dei mercati in cui opera. E raggiungeremo tutto questo grazie a una squadra unita, ricca di talento e competenze, alla ricerca di un'innovazione continua a supporto del Paese, Insieme all'ascolto e al dialogo



Nella foto Alessandra Ricci, amministratore delegato di Sace

costante con le aziende, di cui vogliamo essere i partner indispensabili».

Il Gruppo Sace consoliderà il suo ruolo di supporto all'internazionalizzazione e agli investimenti domestici delle aziende, garantendo un adeguato presidio dei rischi. Un impegno che si rifletterà a fine 2025 in 111 miliardi di euro di investimenti sostenuti, progetti supportati e liquidità garantita alle imprese italiane, con un incremento annuo atteso del 5%, servendo 65mila Pmi. Il sostegno all'export e internazionalizzazione, l'operatività che da ormai quarantacinque anni è il cuore della missione di Sace, sarà rafforzato. I target del Piano Industriale puntano a una crescita nel triennio 2023-2025 di oltre il 30% dei volumi di contratti assicurati e investimenti garantiti in questo ambito, pari a circa 49 miliardi di euro.

Un aumento che sarà Insieme quantitativo e qualitativo, con l'obiettivo di rafforzare la resistenza del tessuto imprenditoriale italiano a impatti esogeni, ormai sempre più frequenti e spesso imprevedibili. In questa direzione, il Piano Insieme 2025 prevede un maggior sostegno alle imprese italiane sia nella diversificazione dei mercati di riferimento, sia nella messa in sicurezza della supply chain. Particolare attenzione è data all'accompagnamento in geografie non tradizionali ma ad elevato potenziale per l'export italiano come, ad esempio, Sud-Est Asiatico, America Latina e Africa Sub-Sahariana, e al sostegno a settori innovativi e sostenibili. Altro focus importante è posto nel supporto alle filiere italiane, per migliorare il posizionamento

nelle catene di fornitura dei grandi contractor internazionali, anche in una logica di re-shoring e near-shoring.

Insieme 2025 individua nella sostenibilità il principio fondante dell'azione del Gruppo Sace, introducendo valutazioni e misurazioni di impatto in tutte le decisioni e i processi aziendali, e sostenendo con tutte le proprie attività l'accelerazione dell'evoluzione sostenibile delle imprese. Tutto questo si tradurrà in un approccio più premiante verso settori e geografie virtuosi, con un'attenzione all'impatto nei mercati dove Sace opera; un impegno in ambito ESG che si affermerà anche nella gestione interna dell'azienda, con un'attenzione al benessere della comunità (dal

*Tanto sostegno all'export: i target del piano industriale 2023-2025 puntano a una crescita di oltre il 30% di contratti e investimenti pari a 49 miliardi*

work life balance, alla diversity&inclusion) e agli impatti socio-ambientali connessi al lavoro (dal risparmio energetico al mobility management).

Insieme 2025 trova nelle tecnologie avanzate la chiave abilitante di una diversa modalità di crescita, più sostenibile ed efficiente. Per questo il Gruppo Sace si focalizzerà nello sviluppo di soluzioni e applicativi per migliorare la consapevolezza e

la fruizione di prodotti e servizi, e rendere più efficienti i processi interni, basandosi anche su tecnologie che comprenderanno blockchain e intelligenza artificiale.

Tecnologie e innovazione saranno messe al servizio dell'ascolto delle imprese, che il Gruppo Sace porterà avanti in una logica di partnership e co-design, per intercettare e anticipare le esigenze delle aziende e progettare Insieme le soluzioni più idonee per la loro crescita e competitività. Insieme 2025 vede nel coinvolgimento delle Pmi un asse portante della missione di Sace per garantire una crescita e transizione sostenibile, duratura del Paese. Il Gruppo Sace si prefigge di raddoppiare a 65mila il numero di Pmi servite in tre anni, coinvolgendole in un nuovo ecosistema digitale. Si tratterà di una open platform, costruita sulla loro user experience e partecipata da tutti gli attori del Sistema Paese, che consentirà l'accesso non solo a prodotti e servizi, ma anche a tutti gli strumenti di Business Promotion offerti dal Gruppo che comprendono lo sviluppo di opportunità commerciali con iniziative di business matching, accompagnamento e formazione.

Insieme 2025 ha visto, grazie all'attivazione di cantieri e gruppi di lavoro trasversali, la grande partecipazione e il coinvolgimento delle persone del Gruppo Sace. Parte fondamentale del Piano è rendere coerenti la cultura aziendale e i comportamenti interni con gli obiettivi di sostenibilità. Orgoglio, spirito di servizio e valore del fare Insieme sono stati indentificati come gli elementi chiave che renderan-

no possibile la transizione verso la Sace del futuro: una squadra unita, guidata da un nuovo modello di valori ego-less, in cui il contributo dei singoli professionisti confluirà e sarà valorizzato in un grande progetto comune di servizio al Paese da realizzare con responsabilità, coraggio, competenza e passione in un ambiente dinamico, fondato su una skill-driven organization, formativo e innovativo.

# LA RIDUZIONE DELLA CO<sub>2</sub> UNA SFIDA POSSIBILE

di Victor De Crunari

## UN MODELLO OLISTICO E TECNOLOGICAMENTE NEUTRO PER RIDURRE LE EMISSIONI E ACCELERARE IL PROCESSO DI DECARBONIZZAZIONE

**U**n modello olistico e tecnologicamente neutro, con il quale si punta a ridurre le emissioni generate lungo l'intero ciclo di vita dei prodotti. È quello scelto e adottato da **Eni** per accelerare il processo di carbonizzazione e raggiungere la carbon neutrality al 2050, in linea con l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite e gli obiettivi dell'Accordo di Parigi sul clima. È un obiettivo sfidante che Eni si impegnerà a raggiungere, ricorrendo allo sfruttamento di tutte le possibili sinergie derivanti dalle tecnologie, alcune immediatamente disponibili e altre frutto di una continua spinta all'innovazione tecnologica. Eni considera l'elettrificazione una modalità di decarbonizzazione solo se proveniente da fonti rinnovabili. Eni ha istituito il **Sustainable B2B** per essere di supporto con prodotti, servizi e soluzioni per la decarbonizzazione di diversi cluster industriali, attraverso un approccio trasversale di tecnologie, esperienza, attività di ricerca e sviluppo e una rete di collaborazioni che alimentano un ecosistema virtuoso, partendo dalle esigenze dei partner e costruendo soluzioni ad hoc. Inoltre, Eni è pronta a sostenere lo sviluppo delle comunità energetiche

**Sustainable B2B** individua e sviluppa le opportunità di sviluppo con terze parti al fine di favorire:

- l'analisi e la comprensione dei fabbisogni dei clienti;
- il disegno di curve "net zero" ottimizzando il fattore costi e il fattore tempo;

- la definizione di partnership e/o accordi commerciali per la fornitura di soluzioni integrate low carbon, sulla base del portafoglio prodotti, servizi e soluzioni delle linee di business di Eni;

- la valorizzazione di tecnologie di lungo termine abilitanti per una più efficiente e efficace transizione energetica;

- l'individuazione di nuovi potenziali canali commerciali "business to business" - anche con gli enti locali e la pubblica amministrazione - da implementare nell'ambito di programmi che accelerino progetti più sostenibili dal punto vista economico, ambientale e sociale.

Il portafoglio Eni contempla, tra gli altri, i nuovi biocarburanti e prodotti di origine biogenica - ottenuti da scarti e rifiuti o da materie prime vegetali non in competizione con la filiera alimentare - la fornitura di

energia elettrica prodotta da fonti rinnovabili in particolare HVO (Hydrogenated vegetal Oil), nonché soluzioni per bonifiche sostenibili e per la gestione dell'acqua e la rigenerazione dei territori in ottica di economia circolare. Eni sta sviluppando tecnologie breakthrough come la cattura della CO<sub>2</sub> (CCUS) e la fusione nucleare a confinamento magnetico, nonché nuovi vettori energetici alternativi come l'idrogeno. La sostenibilità è al centro degli obiettivi Eni, con prodotti e servizi con focus principalmente su persone e vetture volti a fornire un contributo sempre più concreto alla decarbonizzazione. Tra i valori aggiunti alla transizione energetica dei biofuel Eni è la loro immediata disponibilità in un'ottica breve-medio termine, tenendo conto dei settori dove il ruolo è strategico anche in ottica di so-





stenibilità economica, come per esempio il trasporto pesante. Eni ha lanciato il prodotto **HVOevolution**, prodotto biogenico 100 in purezza. Eni inoltre propone un modello che rafforza l'integrazione verticale lungo l'intera catena del valore; ne è un esempio virtuoso la produzione degli agri-feedstock in Africa che da una parte assicura investimenti per la produzione di low ILUC (Indirect Land Use Change) e al contempo consente di costruire partnership di lungo termine con le comunità locali, garantendo la protezione della biodiversità e lo sviluppare le filiere produttive nazionali. Insieme alle comunità e ai propri partner, Eni sta accelerando i processi di decarbonizzazione puntando a valorizzare le vocazioni locali e il benessere sociale ed economico, in un'ottica di Just Transition. Nell'ambito dell'e-mobility, Eni opera in maniera integrata. Nei centri urbani in cui è presente il servizio di car sharing Enjoy, la cui flotta è stata ampliata con l'introduzione dei veicoli elettrici Xev Yoyo. Inoltre, Plenitude, società controllata di Eni, a seguito dell'acquisizione di **Be Charge**, è il secondo maggiore operatore nell'ambito della mobilità elettrica in Italia. **Plenitude** ha una rete capillare di oltre 10.000 punti di ricarica sul territorio nazionale e un obiettivo di espandere la rete a oltre 30.000 punti di ricarica entro il 2025. Inoltre, le **Eni Live Station**, si stanno trasformando in "mobi-

lity point" e sono in grado di offrire vettori energetici alternativi e servizi pensati per utilizzare al meglio la sosta per il rifornimento. In queste aree è a disposizione dei clienti una rete di colonnine HPC (High Power Charger) di Plenitude + Be Charge, i cui punti di ricarica possono essere visualizzati, prenotati e pagati dall'app Eni Live. Eni prevede di avere colonnine HPC in 1.000 stazioni di servizio in Italia e 500 della rete estera (Germania, Austria, Svizzera, Francia e Spagna) entro il 2025.

A proposito di e-mobility, esiste un gap nella penetrazione dell'elettrico dell'Italia rispetto ai Paesi del Nord Europa. In media vi è un numero maggiore di punti di ricarica pro capite nelle regioni del centro e Nord Europa, mentre nell'Est e nel Sud Europa (con l'eccezione del Nord Italia e di alcune aree del Portogallo) si ha un numero inferiore di punti di ricarica accessibili al pubblico per i veicoli elettrici. Le differenze tra Paesi Ue sono in buona parte ascrivibili alla notevole variabilità degli incentivi dedicati. La Norvegia mantiene il primato nel rapporto veicoli elettrici per abitante o per veicolo di qualsiasi tipologia, con Germania e Olanda che hanno incrementato le vendite negli ultimi 3 anni. Il divario verso il target posto dal green deal al 2025 è molto ampio, o meglio dire – con poco ottimismo – quasi incolumabile.

Eni è il maggiore produttore e utilizzatore di idrogeno in Italia e avrà un ruolo centrale nella decarbonizzazione dei settori industriali che già oggi lo utilizzano nei propri processi, come la chimica e la raffinazione, e in quelli di difficile elettrificazione, cosiddetti *hard-to-abate* (per esempio acciaierie, cartiere, produzione della ceramica e del vetro). L'idrogeno low carbon rappresenta una valida opzione per una mobilità sostenibile nel medio termine avendo un grande potenziale di sviluppo per le automobili ma, soprattutto, in settori dei trasporti *hard-to-abate* come il trasporto stradale pesante e a lun-

go raggio, dove la soluzione elettrica non è tecnologicamente percorribile. A Mestre Venezia Eni ha aperto la prima stazione per il rifornimento delle vetture a idrogeno, a cui si aggiungerà una seconda a San Donato Milanese e altre a venire. Sono in programma anche progetti per produrre idrogeno verde in JV con Enel greenPower a Gela e Taranto. Il regolamento approvato dalla Commissione per i trasporti e il turismo del Parlamento Europeo stabilisce nuove regole per l'installazione di nuovi distributori di idrogeno, ogni 100 km entro il 2028. Le Eni live station sono un esempio di stazioni di servizi trasformate in hub di servizi: non più soltanto il luogo dove fare rifornimento di carburante, ma un "mondo" aperto 24 ore su 24, sette giorni alla settimana, con un'offerta completa di prodotti, servizi e soluzioni pensate per semplificare la vita dei clienti e soddisfarne le diverse esigenze in un'ottica decarbonizzata. Eni sta puntando sulla fusione nucleare e per arrivare a controllare la continuità della fusione in un impianto per la produzione di energia si sta studiando la tecnologia del confinamento magnetico che impiega campi magnetici potentissimi per gestire il plasma in cui avviene la fusione. Per accelerare il processo di maturazione di questa tecnologia Eni collabora con i principali centri di ricerca al fine di disporre di una tecnologia per alimentare centrali elettriche che potranno soddisfare la crescente richiesta di energia di grandi insediamenti produttivi e urbani, mantenendo una elevata sostenibilità. Impianti di dimensioni più piccole, integrati con le fonti rinnovabili, potranno al tempo stesso facilitare l'alimentazione energetica di piccole comunità e realtà off-grid.

Eni, attraverso Plenitude, offre oltre 10.000 punti di ricarica per la mobilità elettrica su tutto il territorio nazionale

Eni ha anche lanciato a Mestre la prima stazione di rifornimento delle vetture a idrogeno



# LE SCOMMESSE VINCENTI DEL 2023? PIÙ BOND (A 10 ANNI) CHE AZIONI

di Ugo Bertone

IL 2023 POTREBBE ESSERE L'ANNO DEL RITORNO ALLE OBBLIGAZIONI DOPO UN PERIODO BUIO. PROMETTENTI LE EMISSIONI GOVERNATIVE DECENNALI. PER L'AZIONARIO QUESTO È UN ANNO DI SEMINA, LA VENDEMMIA ARRIVERÀ SOLO NEL 2024

«**F**are business non consiste più nel fare business e basta. Devi tener conto della componente politica. Specie quella geopolitica. È molto diverso dal passato e questo aggiunge una dose rischio ad ogni decisione di business». Parole di **Morris Chang**, il leggendario fondatore di Tmsc, il gigante dei chips di Taiwan, pronunciate a Phoenix, Arizona, in occasione dell'annuncio dell'investimento da 40 miliardi di dollari del gruppo sul territorio americano già scartato per la minor efficienza del personale ed il maggior costo del lavoro. Altri tempi. Oggi, davanti al presidente **Joe Biden** e a **Tim Cook**, ceo di Apple, Chang dichiara: "la globalizzazione è quasi morta". D'ora in poi non basterà più produrre ai costi minori la merce di miglior qualità, ma sarà necessario tener conto di altri fattori a partire dalla sicurezza e dagli schieramenti delle potenze. Può apparire bizzarro, ed in parte lo è, descrivere la congiuntura finanziaria partendo da qui, cioè dalla decisione di creare da zero una fabbrica di chips, lavorazione



Nella foto a sinistra Morris Chang, fondatore di Tmsc e Alessandro Fugnoli, strategist di Kairos



che richiede molta acqua, ai confini del deserto. Ma serve a spiegare la svolta delle banche centrali. Dopo 14 anni di tassi al ribasso e di costante sostegno ai mercati finanziari, le banche centrali hanno cambiato registro. E se la stagione dell'economia globale è stata caratterizzata dai flussi di capitali a basso prezzo, necessari per alimentare la crescita ad ogni latitudine, oggi entrano in gioco altri fattori. Ed il denaro già elargito a piene mani nell'età del boom (chi si ricorda ancora la Modern Monetary Theory che predicava l'emissione di soldi a gratis?) oggi diventa di nuovo la merce strategica per eccellenza, da distribuire con parsimonia tra i competitor, sfiancati dai debiti accumulati tra pandemia e guerre.

I quattrini, invece di prendere la strada di Wall Street, confluiscono negli investimenti pubblici che l'amministrazione Usa sta riversando nell'industria Usa, sostenuta da aiuti generosi come dimostrano i 376 miliardi di dollari in dieci anni per accelerare la transizione energetica, in buona parte elargizioni a vantaggio dell'industria dell'auto "verde" che tanto fanno arrabbiare gli alleati europei. In sintesi, l'emergenza di un mondo "no global" giustifica una gestione del denaro in funzione più strategica, a vantaggio delle grandi strutture, a danno dei consumatori e dei mercati.

Gli operatori che si erano illusi che, dopo i forti rialzi dei tassi del 2022, la svolta fosse vicina, si sono dovuti ricredere. Non è bastata la ritirata dei titoli tech, a partire da **Tesla** e **Facebook**, così come la batosta della piattaforma **Ftx** di **Sam Bankman Fried**, passato nel giro di pochi giorni dalle spiagge delle Bahamas alla prigione. La Fed non si è fatta impietosire non solo ha ribadito che "per l'anno nuovo restano tante cose da fare" ma ha aggiunto che non scherzerà nemmeno nel 2024 e nel 2025, dal momen-

to che i tassi reali rimarranno positivi. Un bluff? Difficile pensarlo, anche perché la Casa Bianca, una volta superato lo scoglio delle elezioni di Mid Term, ha tutto l'interesse a favorire la grande pulizia per raccogliere nel 2024 i frutti della stretta. Anche la Bce ha deciso di seguire la linea dura. Anzi. **Christine Lagarde**, anche per cancellare la sua immagine di "colomba", si è dimostrata più "falchetta" dei colleghi americani. L'Europa, peraltro, ha spazi di manovra assai più limitati: la necessità di sostenere in tempo di guerra le bollette energetiche di imprese e privati ha fortemente limitato la battaglia anti-inflazione che, ammette Francoforte, non potrà essere vinta prima del 2025. Un quadro nero ed inedito, dunque, che richiede risposte nuove alle domande da sempre.

#### A SUON DI BTP, CON PAZIENZA

Che fare dei propri denari? Riscoprire le obbligazioni, come predica **Angelo Drusiani**, da sempre uno dei commentatori più affidabili in materia di obbligazioni. La stretta non è destinata a durare per sempre e «I risparmiatori che avranno la pazienza di attendere la discesa dei tassi, diciamo entro un paio d'anni», dice, «potranno realizzare cospicue plusvalenze». La pensa così anche **Alessandro Fugnoli**, strategist di **Kairos**: «A vincere la sfida del 2023 saranno gli investitori pazienti, quelli che non si spaventeranno troppo quando vedranno l'economia indebolirsi e non si faranno prendere dall'entusiasmo vedendo l'inflazione scendere. Questi investitori accumuleranno gradualmente, senza usare subito tutta la loro liquidità perché non sappiamo se il rallentamento sarà nel primo o nel secondo semestre».



Nella foto Christine Lagarde, presidente Bce

#### CHE AFFARE I DECENNALI. MA NON SOLO BTP

«Crediamo che stia iniziando a emergere valore nelle emissioni societarie "investment grade"», aggiunge convinto il responsabile fixed income di **Janus Henderson**, **Jim Cielinsky**. «I bond nel 2023 torneranno a giocare il proprio ruolo tradizionale di diversificazione dei portafogli» Ma è già arrivato il momento di entrare? Probabilmente sì. Almeno per l'area dollaro. «I tassi nominali al 4% sul governativo Usa a dieci anni sono oggi abbastanza elevati da essere sufficientemente interessanti per quegli investitori interessati a un reddito e offrono un certo apprezzamento del capitale in contesti di avversione al rischio». Ancora più importante, sottolinea Cielinsky, è che i rendimenti reali. Accanto ai governativi meritano un occhio di riguardo le obbligazioni societarie.

#### AZIONI, UN ANNO DI SEMINA. LA VENDEMMIA NEL 2024

Il 2023 si profila insomma come un anno interessante per la parte obbligazionaria dei portafogli. Ma che dire delle Borse? Negli Usa la riscossa potrebbe arrivare a fine primavera, quando la recessione, pur lieve, spingerà la banca centrale a cambiar politica. Ma c'è chi, come **Mike Mayo** di **Wells Fargo**, la banca americana più forte sul mercato interno, suggerisce di muoversi subito, almeno per quel che riguarda le banche Usa. «Situazioni così -dice- si verificano una volta ogni trent'anni. I tassi favoriscono guadagni eccellenti a fronte di rischi che sono molto meno pericolosi del 2007/08».

Ma se si guarda agli indici Usa, non è facile individuare una linea di tendenza ben definita. LSP 500 ha oscillato quest'anno tra 4300 e 3600, è sceso dopo le decisioni della Fed attorno a quota 3.800/3.900 nella parte bassa della forchetta di variazione. Non è esclusa peraltro una nuova correzione sotto i 3,500 punti, ai livelli di settembre.

#### EUROPA, PAGA LA STRATEGIA DELLA CEDOLA

Ma non è lo scenario più probabile nemmeno per l'Europa che si avvia a vivere un anno difficile all'insegna della recessione, in un clima di economia di guerra che comporta disavanzi pubblici elevati, forti spese per il riarmo e per una transizione energetica complicata, costosa e in buona



Nella foto il patron di Ftx Sam Bankman-Fried

parte da inventare. Una situazione complicata che potrebbe riservare buone sorprese sia in un'ottica di volatilità, per i più abili o di semina in vista della vendemmia 2024 che potrebbe rivelarsi un'ottima annata.

Lo stock picking a breve potrebbe limitarsi in un giardinetto di titoli petroliferi e/o in titoli delle materie prime. Non a caso è un questo settore che la famiglia **Tohir**, già proprietaria dell'**Inter**, ha messo a segno il rialzo più sensazionale del 2021: +1.595 % davanti a **Turkish Airlines** +600% drogata dalla svalutazione della lira turca. Ma più che correre dietro alle fantasie, merita guardare al futuro. Alle energie rinnovabili o addirittura all'idrogeno, possibile carta vincente del 2024. Ma più che la scelta di un settore, conta individuare una strategia coerente, da seguire fino all'uscita dal tunnel della recessione. Perché non puntare sui dividendi? Piazza Affari conta una robusta schiera di titoli bancari che promettono di tener fede alle promesse in merito, nonché l'ammiraglia **Enel** ed **Eni** in grado di fornire cedole adeguate anche in tempi di inflazione a doppia cifra.

#### INDIA, LA CARTA A SORPRESA

Infine, perché non puntare un chip su un mercato promettente? Mica la solita Cina, bensì la Borsa indiana. L'India potrebbe diventare nel giro di poco anni la terza economia del pianeta, superando Germania e Giappone. A dirlo sono S&P Global e Morgan Stanley. La società dei rating in particolare si aspetta una crescita media del Pil indiano del +6,3% tra 2023 e 2030. La Borsa indiana è avviata a chiudere l'anno con un +6,50% in euro. Quasi un miracolo in un anno avaro di guadagni.

# SGR, IL MERCATO CAMBIA MA LA LISTA D'ATTESA RIMANE LUNGA

di Nicola Ronchetti\*

IL NUMERO DELLE SGR CON ACCORDI DI DISTRIBUZIONE DIRETTA È CALATO DI UN TERZO IN MENO DI 10 ANNI. CRESCONO INVECE LE GESTIONI IN DELEGA. E LE SGR PRESENTI IN ITALIA CONTINUANO AD AUMENTARE



**N**egli ultimi quattro anni le relazioni tra le Società di gestione del risparmio (Sgr) e i loro distributori, in particolare le reti dei consulenti finanziari, i private banker e i gestori bancari, sono cambiate radicalmente. Dall'iniziale amore forse, a volte, anche un po' troppo incondizionato, che ha portato nel giro di poco più di quindici anni a passare da due o tre Sgr terze in portafoglio a decine di società, si è arrivati oggi a una sorta di resa dei conti.

Il numero delle Sgr accreditate e con accordi di distribuzione diretta è calato mediamente di un terzo in meno di dieci anni. Molti distributori hanno ceduto alla tentazione di fare da sé ovvero di valorizzare le Sgr cosiddette di casa, ove già presenti, oppure di crearsi delle società di gestione del risparmio interne.

Le gestioni in delega, cioè quelle in cui l'asset manager terzo gestisce non in proprio ma per conto del proprio distributore un fondo di investimento, spesso il clone di un altro venduto alla carta, sono aumentate a dismisura.

Il vantaggio per i distributori è evidente e, quantomeno, triplice.

Innanzitutto si contengono i costi spuntando condizioni migliori dalle stesse Sgr. Secondo si semplificano i processi interni (meno accordi attivi meno com-

plexità). Terzo si "blindano" i consulenti finanziari rendendo più complesso il trasferimento di fondi in caso di un eventuale passaggio a un'altra rete o banca.

In questo contesto ci si aspetterebbe una sorta di ritirata silenziosa da parte delle molte Sgr che operano sul mercato italiano, chi da decenni e chi da pochi anni. E invece sta succedendo esattamente l'opposto: il numero di Sgr presenti in Italia invece di diminuire aumenta.

A sottolineare la reattività del settore stiamo assistendo a un'impennata delle spese di comunicazione e marketing, non legate al pay to play, soprattutto per le società con minori Aum che mirano a crescere in termini di brand awareness. Dall'altro lato le grandi Sgr consolidano le loro posizioni, rafforzando il patto di fiducia direttamente con i singoli professionisti attraverso la gestione di community, App, webinar e occasioni di confronto a frequenza periodica, settimanale e in alcuni casi quotidiana.

Certo non è tutto oro quello che luccica, si riduce il numero dei top manager all'interno delle Sgr, preferendo puntare su figure più orientate alla vendita piuttosto che alla rappresentanza istituzionale, prediligendo risultati nel breve medio termine e contando su relazioni apparentemente già consolidate.

Sembra esserci una ratio in tutto questo.

L'Italia è un paese ricco di opportunità per le Sgr estere, duemila miliardi di liquidità e un tasso di risparmio che, pur subendo un rallentamento, è ancora solido e poi - fondamentale - un sistema di distribuzione che rappresenta un unicum nel contesto internazionale.

Il fatto che si riducano le possibilità di stabilire accordi di distribuzione, ma aumentino i pretendenti, causa un aumento della competizione con una conseguente riduzione dei margini per le Sgr e un aumento del potere negoziale da parte dei distributori.

Come uscire da questo circolo vizioso? Gli ingredienti sono tanto semplici quanto difficili da realizzare: qualità dei prodotti di investimento (rapporto costi/rendimenti) ma soprattutto la unicità degli stessi.

In un settore maturo che tende a omologare l'offerta, diventa fondamentale dare un'identità al proprio brand e alle proprie soluzioni di investimento, valorizzando le attività dei team commerciali e di marketing a supporto dei distributori. Tutto ciò è una condizione necessaria per non essere percepiti come una commodity e quindi essere costretti a lavorare solo sulla riduzione dei costi a volte a scapito della qualità.

\*Ceo e fondatore di Finer



# FOREVER BAMBÙ LA SOLUZIONE SEMPLICE PER LA **SOSTENIBILITÀ** DELLA TUA AZIENDA



COMPENSAZIONE CERTIFICATA  
DA ENTE INTERNAZIONALE  
ABILITATO



FORESTE 100% IN ITALIA DA  
RECUPERO DI TERRENI  
ABBANDONATI



VALIDAZIONE SCIENTIFICA DEL  
METODO DI CALCOLO



GARANZIA UNIVOCA  
NOTARIZZATA CON TECNOLOGIA  
BLOCKCHAIN



FORESTE VISITABILI: TOCCA CON  
MANO LA TUA STRATEGIA PER LA  
SOSTENIBILITÀ

## FAI IL PRIMO PASSO CON NOI! PROGETTA ORA IL FUTURO GREEN DELLA TUA AZIENDA!

CON FOREVER ZERO CO2 MIGLIORI IL TUO RATING ESG.  
SCOPRI DI PIÙ SU [FOREVERZEROCO2.IT](https://foreverzeroco2.it)



# CON PIÙ EQUITY LA PMI VOLA

di Sergio Luciano

## PROGETTI E STRUMENTI DI INNEXTA PER AGEVOLARE LA CAPITALIZZAZIONE DELLE PICCOLE IMPRESE CON LA FINANZA ALTERNATIVA. PARLA MAIOCCHI

**F**innexa, la piattaforma del Sistema nazionale delle Camere di Commercio dedicata alla finanza alternativa per le piccole e medie imprese (non solo per loro, in verità, ma soprattutto) creata da **Innexa**, società del sistema camerale presieduta da **Giovanni Dal Pozzo** e diretta da **Daniilo Maiocchi**. «Crediamo molto nella nostra nuova piattaforma, che diventa operativa nei primi mesi del 2023, e per questo l'abbiamo fortemente voluta» spiega Maiocchi in questa conversazione con Investire, «ma ora ci crediamo più che mai, perché i dati che ha presentato il professor **Giudici** del **Politecnico di Milano** in occasione della recente giornata Alt-Finance dedicata alla finanza alternativa ci dicono che l'accesso al capitale di rischio da parte delle Pmi ha vissuto nel 2022 una seppur limitata contrazione. A maggior ragione si avverte perciò la necessità di uno strumento agile ed efficiente che incrementi la raccolta di capitale di rischio attraverso i canali alternativi come il crowdfunding. E non certo con la logica di entrare anche noi in una "torta" di mercato che si è ristretta per prendercene una fetta, al contrario: ci muoviamo nell'intento di amplificare la conoscenza e la confidenza di questa opportunità di nuova finanza per le pmi, in definitiva allargando la "torta" di cui sopra. Intendiamo aggiungere trasparenza e affidabilità al prodotto, offrendo una maggior liquidabilità agli investimenti, in un sistema dove chi investe possa, volendo, smobilizzare il suo asset anche prima di obiettivi di exit a medio-lungo. Stiamo proponendo e conti-



Nella foto Danilo Maiocchi, direttore generale di Innexa

nueremo a proporre a tutti gli operatori di questo mondo dell'equity crowdfunding - piattaforme, advisor, investitori - occasioni di sinergia, collaborazione e condivisione proprio al fine di incrementare per tutti le opportunità di business».

La vocazione di supporto al consolidamento finanziario delle imprese è forte, nel dna di Innexa. Ma la società sta crescendo molto anche lungo le direttrici storiche della sua attività che - per dare qualche cifra - nel 2022 ha coinvolto 42 Camere di commercio in tutta Italia. Con 194 tra webinar, laboratori e convegni in presenza che hanno aggregato ben 13.650 partecipanti ed oltre 150 speaker.

«Sì, ci siamo dati da fare, ma c'è da fare ancora di più: la strada dell'accesso al capitale di rischio per le piccole e medie impre-

se è ancora lunga e ripida», dice Maiocchi, «ed è per questo che Innexa sta raddoppiando il suo impegno nell'avvicinare l'imprenditoria agli strumenti innovativi». In questo senso va appunto la scelta di lanciare Finnexa, che collaborerà con tutte le piattaforme più qualificate per i vari round di finanziamenti, aprendo la raccolta diretta appena sarà operativa.

Ma chi saranno gli investitori-tipo della nuova piattaforma targata Sistema Camerale? «Auspichiamo che siano risparmiatori piccoli o medi, cui riserveremo una soglia di accesso sufficientemente bassa, diciamo nell'ordine dei 1500 euro. Poi ci vorrà, naturalmente, un investitore istituzionale, o anche più d'uno, per aggiungere forza all'iniziativa. Quanto ai progetti che preferenzialmente finzieremo», aggiunge Maiocchi, «li selezioneremo nei mondi del real estate, delle nuove tecnologie digitali, compresi Nft, blockchain e Intelligenza artificiale, come anche delle tecnologie per l'ambiente e delle smart cities, senza dimenticare le imprese che operano nei settori tradizionali. Una vocazione trasversale, insomma, purchè gli interventi siano attrattivi, profittevoli e ispirati all'innovazione». Quanto all'offerta di prodotti finanziari digitali, la strategia Innexa si ispira al regolamento europeo che prevede la possibilità di avere l'autorizzazione contemporanea, dall'equity al lending, ai minibond: «Il nostro percorso di sviluppo si muove in un'ottica collaborativa per un'offerta integrata».

Dunque, Innexa si propone di lanciare una propria offerta "collaborativa" con Finnexa, ma è proprio del suo Dna cercare di favorire nessi e sinergie. Il Crowdfunding hub, ad esempio, è ad oggi l'unica piattaforma che, oltre a raccogliere tutte le campagne di equity crowdfunding lanciate in Italia, comprende anche i dati di fondo di bilancio e il management, e con un totale 650 campagne mappate: perché «per invogliare gli investitori a puntare sugli strumenti finanziari innovativi», spiega Maiocchi, «è indispensabile rendere più liquido il mercato secondario, oggi un po' stretto, nelle bacheche dove le piattaforme espongono le proposte di disinvestimento. Se daremo la possibilità agli investitori di far vedere le loro offerte al maggior numero possibile di potenziali interessati, si rende più efficiente il mercato».

Poi c'è il Fintech Digital Index, la banca dati degli operatori del Fintech per le Pmi,

divisi in categorie di attività, con tutte le 74 imprese attive nella nuova finanza, anche qui con i relativi bilanci e il ruolo del management. Eliminando, rispetto al passato, tutto il fintech non rivolto alla finanza d'impresa, come i sistemi di pagamento o i robo-advisor. «Accanto a questi strumenti, ricordo la Suite Finanziaria», aggiunge Maiocchi, «cioè il primo tool integrato finalizzato alla valutazione dell'equilibrio finanziario dell'impresa e alla anticipazione dei segnali di crisi, con 1,327 imprese già attive sul sistema. Questa piattaforma si raccorda con la verticalizzazione che abbiamo voluto dare sul fronte della sostenibilità dell'impresa: e

nel corso del 2023 verrà integrata con uno scoring Essg, dove stiamo valutando collaborazioni di primo livello».

Qui la strategia di Innexa si salda con un altro fronte di impegno, del tutto coerente: la promozione del mercato secondario del capitale di rischio innovativo e la promozione delle quotazioni in Borsa. «Voglio ricordare che nel corso dell'ultima giornata Alt-Finance abbiamo dedicato un tavolo di lavoro specifico al raccordo tra equity crowdfunding e quotazione in Borsa», sottolinea Maiocchi, «che ha portato a un'interpellanza dell'onorevole **Centemero** al ministro dell'Economia **Giorgetti**, sul tema degli strumenti di in-

centivazione delle quotazioni delle Pmi, tanto più importante visto il momento molto critico del listino azionario, ridotto dai tanti delisting. Una delle nostre ipotesi è che venga incentivato lo scale up delle imprese dal crowdfunding alla quotazione, facilitando ad esempio il passaggio di chi abbia già ottenuto capitale 'crowd' alla quotazione sull'Egm, visto che si tratta di aziende già preparate al maggior grado di trasparenza richiesto appunto dall'apertura al capitale di rischio». Una proposta appunto coerente con la scelta del governo di rifinanziare il credito d'imposta alle imprese che si quotano per le spese di istruttoria.

## E DIRECTA LANCIA «LIBERA» TRADING ON-LINE SEMPLICE

di Angelo Curiosi

La metafora calcistica è efficace: così come nel football ci sono i calciatori professionisti - da quelli nostrani di serie A ai mostri sacri come Messi o Ronaldo - e poi i calciatori nelle squadre di prima serie e di calcetto, così anche negli investimenti finanziari ci sono i trader professionali o quasi e gli investitori fai-da-te che si accontentano di scendere in campo una volta alla settimana. E **Directa Sim**, azienda leader (e pioniera in Italia) nelle piattaforme di trading, gettonatissima dai trader borsistici attivisti (i Messi della situazione...) ha deciso di offrire anche agli investitori appassionati ma meno dediti un luogo appropriato dove esercitare al meglio la propria passione ma appunto in una forma meno intensiva: ed ha creato la piattaforma "Libera". «Che poi è di fatto un sito web, non una piattaforma di trading complessa, ma un sito per investire, che si rivolge al nuovo pubblico cui stiamo guardando con attenzione crescente perché ci chiede appunto servizi semiprofessionali ma accessibili, friendly ed efficienti», spiega **Vincenzo Tedeschi**, amministratore delegato di Directa Sim, al termine di un anno che - a dispetto della crisi dei mercati e della successiva stagione di turbolenze - ha portato l'azienda a

nuovi record di clientela e di risultati. «Abbiamo deciso di aggiungere Libera alla nostra offerta», sottolinea Tedeschi, «perché abbiamo constatato che ci sono tantissimi clienti, che chiamiamo Investor, i quali vogliono far da sé nella gestione dei loro investimenti ma con l'obiettivo di preservare e incrementare il capitale nel tempo, e non di speculare col trading quotidiano, rispettabilissima attività che però si attaglia bene solo ai veri trader». Così il pubblico di Directa si fa in due: da una parte i trader che a volte fanno di professione gli investitori attivi, si collegano

ogni giorno ai sistemi e spesso trascorrono ore di fronte al monitor; puntano sui derivati, chiedono servizi evoluti, usano la leva finanziaria, assumono posizioni short e long, comprano cds, insomma sanno speculare; e dall'altra parte, i padri di famiglia, che gestiscono i loro risparmi accumulati negli anni, e che però sempre più spesso preferiscono non affidarsi al gestore del borsino bancario e al promotore finanziario ma far da sé, cercando però una continuità del rendimento nel tempo. Investono quindi su prodotti meno speculativi - azioni value, titoli di Stato, Etf - ed eseguono i loro investimenti ricalibrando il portafoglio nel tempo. «Una tipologia di investitori di solito più patrimonializzati, perché gestiscono i risparmi di una vita... ed hanno portafogli più prudenti», spiega Tedeschi, «E' una nuova categoria di popolazione che, anche spinta da internet e dalla consapevolezza di poter far da sé acquisendo facilmente tantissime informazioni, con un grado di competenza sempre più evoluto, arriva a maturare un atteggiamento nuovo: così com'è diventato nor-

Nella foto Vincenzo Tedeschi, amministratore delegato di Directa



Continua a leggere



# MACCHÈ DELISTING QUOTARSI CONVIENE

di Luigi Orescano

NONOSTANTE LE CRONACHE AVVERSE, OGGI ENTRARE  
IN BORSA RAPPRESENTA UN SICURO PROGRESSO PER  
QUALSIASI TIPOLOGIA DI IMPRESA, ANCHE MEDIO-PICCOLA

**L'**anno 2022 ha caratterizzato Piazza Affari per l'ingresso di 28 nuove matricole, che hanno debuttato su **Euronext Milan** e **Euronext Growth Milan**, ma anche per le 22 società che hanno lasciato i listini attraverso delisting.

## **È un segnale che la Borsa non è più ritenuto uno strumento utile per la crescita e lo sviluppo delle società?**

**Nicola Tufo**, Equity partner e head of Ipo, capital market & fas di **Rsm Italy**, è fermamente convinto del contrario: per le aziende che vogliono entrare nei mercati internazionali e vogliono crescere – giura – la Borsa rappresenta una vetrina importante e uno strumento poderoso. I mercati azionari permettono alle aziende, che siano grandi o piccole, di poter raccogliere risorse finanziarie per aumentare la competitività nel mercato in cui le stesse operano e consolidarne la crescita. Quotarsi in Borsa rappresenta e rappresenterà un'opportunità di assoluta importanza e permette di beneficiare di importanti vantaggi.

Non solo per le grandi imprese: anche per quelle medie e piccole. Vediamo quali sono questi vantaggi, nella visione di un professionista delle Ipo.

- 1) raccogliere denaro e risorse da investire in azienda attraverso fonti di finanziamento alternative al classico canale bancario, ottimizzandone la struttura del capitale per accelerare lo sviluppo dell'azienda e competere in un contesto globale;
- 2) avere maggiore visibilità e credibilità. Quotarsi in borsa comporta il rispetto di una regolamentazione e di alcuni requisiti di trasparenza, che sul mercato sono sinonimo di affidabilità, nonché di sana gestione dell'impresa. La quotazione è un biglietto da visita eccellente per accrescere la propria credibilità e reputazione a livello nazionale e internazionale;
- 3) la capacità di attrarre talenti. Con la quotazione in Borsa è più facile attrarre in azienda risorse professionali altamente qualificate e fornire metodi alternativi di remunerazione (stock option, stock grant ecc);
- 4) liquidabilità dell'investimento. La quotazione offre agli

azionisti esistenti la possibilità di liquidare in tutto o in parte l'investimento per agevolare la gestione di eventuali passaggi generazionali.

Questi sono alcuni dei solidi motivi – secondo Tufo – per cui la Borsa rappresenta, ancora oggi, un solido strumento di crescita e sono anche la spiegazione del perché negli ultimi tre anni oltre 100 aziende italiane, tra piccole, medie e grandi hanno deciso di quotarsi a Piazza Affari.

## **Allora qual è la causa di tutti questi delisting in questi anni?**

Analizzando gli "in" & "out" si ci renderà certamente conto che quello dei delisting non è un fenomeno nuovo. Anzi: come rappresentato in uno studio del Politecnico di Milano, negli ultimi 20 anni ('01-'21) le ammissioni a Piazza Affari sono state 448, mentre i delisting sono stati 336, di cui ben 268 sul listino principale (Exm, già Mta), che ne ha guadagnate "solo" 185; per contro il mercato non regolamentato delle Pmi (Egm, già Aim Italia, che conta oggi quasi 185 società quotate) ha attratto 263 imprese quotate e ha visto solo 68 cancellazioni. Uno degli effetti più negativi dei delisting è quello di aver causato un'importante perdita di capitalizzazione per Piazza Affari, superiore, negli ultimi 5 anni, a 55 miliardi di euro, erodendo quasi un quarto della crescita dei corsi azionari dello stesso periodo. Mentre gli addii di quest'anno, da **Exor** e **Atlantia**, valgono già 46 miliardi. La Borsa Italiana rischia di di-

Nella foto Nicola Tufo,  
partner di Rsm



ventare sempre di più una piazza per società di dimensioni medio-piccole, che al momento attrae solo cinque società fra le 500 più grandi al mondo secondo Fortune: **Intesa Sanpaolo, Eni, Enel, Poste e Assicurazioni Generali**. I dati provenienti dalle altre principali borse mondiali, però, non sembrano mostrare “performance” migliori. Infatti, nel 2001 a New York erano quotate 5.685 società, a fine 2021 sono scese a 3.784; a Londra da 2.355 si è passati a 1.654; a Francoforte da 867 a 630; a Parigi da 983 a 737. Calo medio del -28%.

### **Quali sono le cause di questa emorragia?**

La motivazione principale che sta alla base della decisione, da parte di un operatore di private equity (per esempio, ma non solo), di delistare una società è riferita alla sistematica sottovalutazione del titolo da parte del mercato.

Questa diffusa sottovalutazione dei titoli può essere dovuta a situazioni di possibile crisi nella società oppure, nel caso di un’azienda che non presenta problemi di conti, può essere legata a difficoltà di operatività del mercato e alla presenza di una proprietà cosiddetta “dormiente”.

Per quanto riguarda i problemi legati al mercato, questi possono essere ricon-



Un’immagine di Palazzo Mezzanotte, sede di Borsa Italia Spa, oggi Euronext Milan

nali, dirigono la loro attenzione verso le imprese a grande capitalizzazione perché avendo titoli più liquidi, permettono un facile smobilizzo.

Si ricorda come anche il Financial Times - perché il tema si discute anche a livello internazionale, con tutti gli effetti negativi per gli “esteri” che volessero investire sull’ecosistema italiano - ha recentemente riportato uno studio che rivela come la regolamentazione della

zione, e rendono possibile l’attuazione di operazioni di delisting da parte di operatori, in particolare, di private equity.

### **Quali i rimedi possibile alla deriva dei delisting?**

Per rispondere al calo di attrattiva di Piazza Affari c’è la necessità di trovare soluzioni, concrete, fattibili rapide e strutturali, ricordando in maniera chiara a tutti gli stakeholder attivi sul mercato finanziario, che gli aumenti di capitale derivanti dai proceeds dell’Ipo sono delle iniezioni dirette di valore nell’economia reale del paese. Borsa italiana, quindi, deve ricoprire un ruolo di “asset” strategico, tra gli altri, del sistema macroeconomico italiano. Inoltre, deve essere “acceso” quel meccanismo che tutti si aspettavano dall’ingresso di Borsa Italiana in Euronext, che nelle intenzioni di chi l’ha “pensato”, avrebbe dovuto avvicinare al mercato azionario le imprese italiane medio-grandi.

Per ora, semmai, è avvenuto il contrario: solo Egm, il mercato delle “piccole” società, ha un saldo positivo. Exm, il mercato principale, al contrario continua a perdere pezzi. Inoltre, lo scorso luglio il Mef ha pubblicato l’esito della consultazione sul cosiddetto Libro Verde sulla competitività dei mercati dei capitali, informando che Borsa Italiana è “poco attrattiva” sia per le società quotate sia per quelle “quotan-

*Per rispondere al calo di attrattiva di Piazza Affari c’è la necessità di soluzioni, concrete e strutturali. Gli aumenti di capitale dovuti alle Ipo, alle offerte pubbliche iniziali, sono iniezioni dirette di valore*

dotti principalmente a:

- 1) dimensione e movimentazione del flottante: in questo caso, le azioni della società sono penalizzate, sotto il profilo del prezzo, in quanto poco liquide a causa di un ridotto flottante;
- 2) carenza informativa: è dovuta principalmente al fatto che gli analisti finanziari generalmente non monitorano le piccole e medie imprese poiché gli investitori a cui sarebbe diretto il servizio di research (e dunque il relativo costo) costituirebbero una ridotta fetta di mercato;
- 3) politiche di investimento: in questo ambito, i principali investitori istituzio-

Borsa Italiana sia una delle cause principali della sua perdita di attrattiva per le grandi aziende.

Senza tener conto un altro fattore, che non sfugge agli addetti ai lavori: che cioè in molti casi è l’opportunità una delle ragioni principali dei casi di delisting voluti dal management. Non in pochi casi, l’abbandono del listino sembra infatti una scelta opportunistica, per riacquistare le proprie azioni dal mercato a buon prezzo.

Nel loro insieme, tutti i fattori suddetti portano a una situazione di underperformance di alcune società, generalmente di media e piccola capitalizza-

de” a causa della “maggiore onerosità del processo di quotazione, dei costi di permanenza sui mercati, nonché la minore flessibilità del sistema societario rispetto alle esperienze di altri mercati europei”.

E dunque? Cosa suggeriscono gli operatori più attenti e “positivi”, validamente rappresentati in questo caso da Nicola Tufo di Rsm, per mitigare i casi di delisting?

1) Snellimento delle procedure di quotazione;

2) introduzione di una leva fiscale (un’ipotesi potrebbe essere un’aliquota Ires differenziata più bassa per le aziende che si approssimano alla quotazione) che incentivi l’equity in tutte le sue componenti, incluse le quotazioni in Borsa;

3) introduzione di un meccanismo che dia liquidità al mercato, in particolare per Egm, coinvolgendo alcune categorie di investitori, per esempio gli investitori di lungo termine (come assicurazioni e fondi pensione, oggi assenti) che garantirebbero liquidità e conseguente mantenimento dei valori, vero nodo cruciale da sciogliere;

4) strutturalizzazione del credito di imposta per le spese di quotazione attualmente in vigore (fino a 500k cadauno), auspicando per il futuro l’innalzamento del “cap” di 10 milioni destinato per questa misura, così come previsto dalla finanziaria per l’anno 2023.

«Ricordo che una ricerca del 2021 di Banca d’Italia» conclude Tufo «san-civa che ci sono attualmente in Italia circa 2.800 aziende eligibili a “quotabili”, dunque un patrimonio di valore incredibile prima per il nostro sistema Paese, poi per le stesse aziende, auspicando che la prima caratteristica che dovrebbe avere un imprenditore è la voglia di crescere ed innovare ed il percorso di quotazione, se assistito da validi professionisti, può rappresentare un’opportunità unica per chi vuole intraprendere un percorso di sviluppo sia in Italia sia all’estero. **RSM Italy**, con molte operazioni di successo nel 2022 sul mercato Egm, nonostante gli scenari macroeconomici, può rappresentare la società di consulenza giusta per illustrare e dar vita ad un processo di quotazione avvincente e sempre più apprezzato dagli imprenditori italiani».

## ECCO CHI È USCITO:

DELISTING	MOTIVO
Cerved Group	OPA
Energetica Motor Company	OPA
SITI B&T Group	OPA
Banca Investis	OPA
TAS	OPA
Falck Renewables	OPA
La Doria	OPA
Assiteca	OPA
Giorgio Fedon & Figli	OPA
Costamp Group	Decisione società
Cattolica Assicurazioni	OPA
Coima RES	OPA
Piteco	OPA
A.S. Roma	OPA
Banca Carige	OPA
Banca Carige risp.	OPA
EXOR	Passaggio quotazione ad Amsterdam
Sourcesense	OPA
ROSSS	OPA
REVO	Fusione con ELBA Assicurazioni
Banca Finnat	OPA
Atlantia	OPA

FONTE: RSM ITALY



## LA DIGITALIZZAZIONE IN ENI

Ricerca, sviluppo e tecnologia: tre elementi che per Eni sono sempre stati prioritari nella propria crescita come azienda energetica e che oggi più che mai si rendono necessari nel percorso di transizione energetica. La trasformazione digitale è la forza motrice che permette all'azienda di perseguire gli obiettivi strategici e di sostenibilità, accrescendo la sicurezza delle persone, contribuendo ad aumentare l'efficienza energetica e operativa con un approccio trasversale ed integrato. Protagonista di questo percorso è il supercomputer HPC5, che dal Green Data Center di Ferrera Erbognone supporta Eni con 52 milioni di miliardi di operazioni matematiche in un secondo, permettendo un'espansione dell'esplorazione e lo sviluppo delle attività di ricerca sulla fusione a confinamento magnetico e su altre tecnologie innovative [...]



Continua a leggere su  
**eni.com**

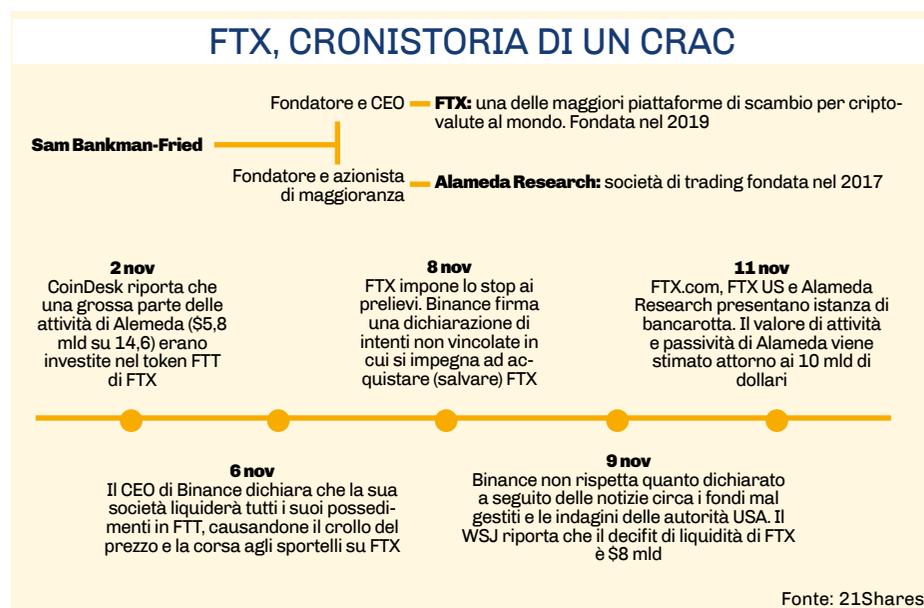
# LA DEBACLE DI FTX: COSA È SUCCESSO E COSA DOVREMO ASPETTARCI

a cura del Research Team di 21Shares

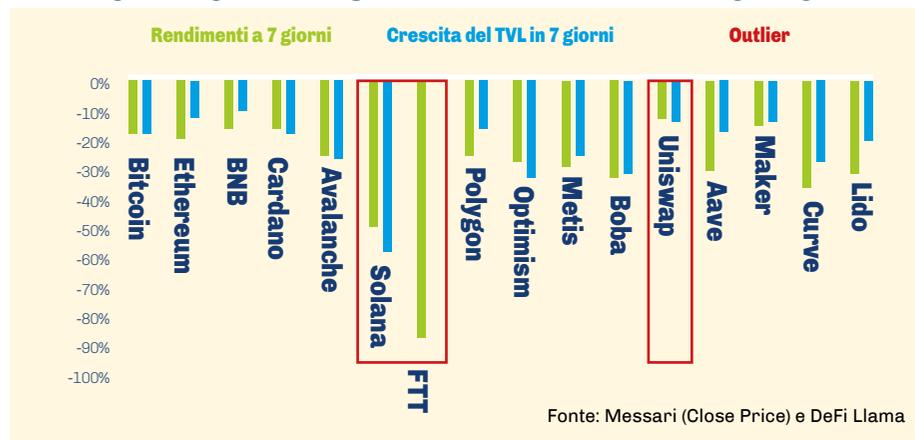
**P**er avere ben chiari gli eventi che si sono susseguiti dal 2 novembre in poi e che hanno portato alla bancarotta di FTX, una delle piattaforme di scambio per le criptovalute più grandi al mondo, è necessario fare un salto di alcuni anni nel passato, fino al 2017, anno della fondazione di Alameda Research, prima venture di successo di Sam Bankman-Fried, la stessa persona che due anni più tardi, nel 2019, avrebbe lanciato proprio FTX. Dopo sette round di investimenti, questa compagnia è riuscita a raccogliere 1,8 miliardi di dollari, annoverando tra gli investitori player del calibro di Sequoia, Temasek e Softbank, e raggiungendo una valutazione di mercato di 32 miliardi nel gennaio di quest'anno. Poi qualcosa è andato storto e per capire cosa bisogna partire proprio da Alameda, in quanto è stato il primo market maker per FTX, concedendo alla piattaforma la liquidità necessaria per avviare la sua attività. Tuttavia, data la crescente pressione mediatica su Bankman-Fried per il potenziale conflitto di interessi che questa operazione poteva comportare, quest'ultimo ha dichiarato la sua intenzione di

stabilire delle divisioni chiare tra le due società, le quali avrebbero operato come due entità distinte in due ambiti diversi. A questo ha fatto seguito la decisione di Bankman-Fried di mantenere la carica di CEO solamente per FTX, mentre, per quanto riguarda Alameda, sarebbe rimasto l'azionista di maggioranza di Alameda, senza però ricoprire incarichi dirigenziali. Ciò che CoinDesk ha pubblicato lo scorso 2 novembre ha dimostrato che questa divisione tra Alameda e FTX non era poi così netta, almeno per un aspetto tutt'altro che secondario: i bilanci. Infatti, è emerso che 5,8 miliardi di dollari in asset di Alameda, su un totale di 14,6 miliardi, erano investiti nel token emesso da FTX, FTT, creato per dare accesso agli investitori che lo acquistano ad alcuni benefici come commissioni sul trading più basse. Un secondo punto critico legato a questo token era che un terzo degli introiti di FTX generati dal trading veniva usato per acquistare e poi bruciare FTT, un'operazione che nella finanza tradizionale corrisponde al ritirare delle azioni per aumentare il valore di quelle che rimangono sul mercato. Ma perché le scoperte di CoinDesk sono così scottanti? Per rispondere a questo

interrogativo, si considerino nuovamente i 5,8 miliardi di dollari investiti in FTT; questi, al 30 giugno 2022, rappresentavano quasi il doppio del circolante (1,75 volte di più, per la precisione). Pertanto, quando lo scorso 6 novembre Changpeng Zhao (CZ), presidente di Binance, ha annunciato di voler liquidare la sua intera quota di FTT, si è innescato un brusco calo del prezzo del token, portando a una corsa agli sportelli e a un forte del rischio di insolvenza. Per capire come mai Binance da sola sia stata in grado di innescare una tale reazione, basti sapere che la società di CZ è stata una dei primi investitori di FTX, ricevendo come contropartita un ammontare di BUSD e FTT per 2,1 miliardi di dollari. La liquidazione di Binance e la corsa agli sportelli hanno fatto capire ben presto che le preoccupazioni circa la solvibilità di FTX erano fondate, dato che, appena 2 giorni dopo, c'è stato lo stop ai prelievi. A peggiorare ulteriormente il quadro è stata la stessa Binance, la quale aveva firmato una dichiarazione d'intenti (LOI) non vincolante nella quale affermava di impegnarsi ad acquistare (e quindi a salvare) la piattaforma di Bankman-Fried. Tuttavia, dopo aver condotto la sua due diligence, Binance ha deciso di non rispettare quanto aveva affermato, comunicandolo attraverso una nota datata 9 novembre e citando come motivazioni "le recenti notizie riguardanti i fondi dei clienti mal gestiti e le presunte indagini delle autorità statunitensi". Lo stesso giorno, il Wall Street Journal ha pubblicato la notizia che il deficit di liquidità della piattaforma ammontava a 8 miliardi di dollari. Infine, lo scorso 11 novembre, dopo non essere riuscita a raccogliere nuovo capitale, FTX.com, FTX US e Alameda Research hanno presentato istanza di bancarotta, trascinando con sé oltre 130 enti a loro connessi. Al centro delle problematiche di FTX c'erano delle perdite di Alameda di cui i dipendenti della prima erano all'oscuro e stando a una notizia diffusa da Reuters, il giorno in cui CZ ha annunciato



## LE CRIPTO NELLA SETTIMANA DELLA BANCAROTTA



che Binance avrebbe liquidato la sua posizione in FTT “Bankman-Fried ha indetto un meeting con diversi top manager per calcolare l’ammontare di finanziamenti che sarebbero stati necessari per coprire le perdite di FTX”.

### Cosa dovremmo aspettarci per il futuro

Il tracollo di FTX/Alameda avrà ripercussioni su tutto l’universo crypto; effetti che si ripercuoteranno innanzitutto a livello di perdita di valore degli asset, come si può vedere dal grafico sottostante che riporta come Bitcoin ed Ethereum abbiano ceduto rispettivamente il 19.42% e il 20.85% nella settimana della bancarotta.

Tuttavia, tutta la questione porterà anche secondari e persino terziari non soltanto a livello di prezzi, ma anche in molti altri comparti e tutto ciò obbligherà tutti gli stakeholder, inclusi noi di 21Shares, a dover monitorare attentamente alcune aree di interesse per le prossime settimane o mesi. A seguire riportiamo le principali

### Investitori istituzionali

Nel corso degli anni, FTX ha raccolto, attraverso vari round di investimento, 1,8

miliardi di dollari da oltre 80 investitori. Tra questi, Sequoia ha già ridotto a zero il valore delle sue quote di FTT e molti altri sono attualmente sotto indagine da parte delle autorità con l’accusa di non aver attuato dei controlli autentici. Da un lato, questo può far capire a numerosi investitori diffidenti che il crollo di una piattaforma non comporta il fallimento dei protocolli decentralizzati o della tecnologia blockchain; ma, dall’altro, la dura realtà è che Bankman-Fried era diventato col tempo il volto pulito del settore ed è molto difficile che nuovi investitori istituzionali entreranno nel comparto nei prossimi mesi, anche per evitare rischi reputazionali.

### Piattaforme di scambio centralizzate

Uno dei pochissimi lati positivi del crollo di FTX è che accelererà l’autoregolamentazione delle criptovalute. Le piattaforme di scambio centralizzate e, più in generale, i provider di servizi per la custodia dovranno fare sempre maggiore ricorso a programmi detti “Proof of Reserve”, che li obbliga a dover ottenere un attestato

dalle autorità competenti che dimostri che l’ammontare di riserve è in linea con i bilanci degli utenti. Questo è forse l’unico modo per potersi conquistare la fiducia dei clienti. Non è un caso che, subito dopo il caso FTX, grandi piattaforme come Binance, Crypto.com, OKX e altre abbiano annunciato che si sottoporranno (o intendono sottoporsi) periodicamente a programmi di Proof of Reserve.

### Regolamentazione

Questa è probabilmente l’ambito circondato dal più alto grado di incertezza. Prima della bancarotta, Bankman-Fried aveva pubblicamente fatto attività di lobbying a Washington, pubblicando il suo DCCPA, un regolamento presentante degli standard che il mercato delle criptovalute dovrebbe rispettare in modo da creare maggiore chiarezza e proteggere gli investitori in attesa di una vera e propria normativa federale. In realtà, il DCCPA è stato fortemente criticato in quanto metteva in dubbio lo status stesso della finanza decentralizzata in qualità di sistema aperto e resistente alle censure. Pertanto, è molto probabile che la fine di FTX rappresenti la pietra tombale anche della DCCPA, anche se non sappiamo come verrà sostituita. Possiamo solo augurarci che i legislatori capiscano che FTX e Alameda erano entità centralizzate, fondate sulla fiducia degli utenti e con dinamiche interne quantomeno oscure. A nostro avviso, sarebbe auspicabile che le autorità statunitensi adottassero finalmente delle linee guida chiare, che non puniscano la DeFi per gli errori della finanza centralizzata e che spingano gli smart contract a rafforzarsi autonomamente attraverso una blockchain accessibile a tutti, che assicuri un sistema più trasparente e sostenibile.

## FOCUS CRYPTO: L'ECOSISTEMA SOLANA

Un'altra delle rivelazioni più scottanti venute alla luce lo scorso 2 novembre riguarda Solana e il suo token nativo SOL. Infatti, CoinDesk ha rivelato che Alameda possedeva nei suoi libri contabili circa 1,2 miliardi di dollari in SOL, ovvero circa il 10% dell'offerta totale circolante. Questo ha causato non poche problematiche a Solana, in quanto la società di trading che oggi è in bancarotta aveva venduto una grande quota di SOL nel tentativo di raccogliere liquidità dal sistema. Tentativo rivelatosi comunque fallimentare. Questa operazione ha innescato un'ulteriore ondata di vendite, causando problemi di liquidità a cascata, con i validator che avevano iniziato a rimuovere le loro quote di

staking in SOL, prosciugando il sistema di milioni di token e mettendo a repentaglio la tenuta stessa della catena. Alla fine, la fondazione Solana ha reimmesso nel sistema un grande ammontare di SOL e questo ha impedito che si verificasse il peggio, ma è comunque probabile che tutto l'ecosistema dovrà affrontare tempi difficili, visto che molte delle sue dApp saranno sottoposte a stress test nei prossimi mesi. Nonostante tutto, la nostra opinione è che questo crypto asset abbia superato la crisi FTX/Alameda, grazie alla sua capacità di attirare una comunità di sviluppatori fedeli e vivaci, interessati maggiormente al successo nel lungo periodo.

A uso esclusivo di investitori professionali e qualificati

# Perché gli investitori ricorrono agli Etf sostenibili a reddito fisso

Capitale a rischio. Il valore degli investimenti e il loro reddito possono diminuire o aumentare e non sono garantiti. Gli investitori potrebbero non recuperare l'importo inizialmente versato

**L'**investimento sostenibile è presente da anni nei mercati azionari, ma per il reddito fisso è un'aggiunta più recente. I fondi sostenibili indicizzati a reddito fisso (ETF) hanno un fascino particolare: sono a basso costo e liquidi, e forniscono visibilità su quali obbligazioni sono idonee in base a criteri come i rating ESG, l'esposizione ad attività controverse e l'intensità di carbonio.

In breve tempo, l'investimento responsabile è diventato una pratica popolare nel settore del reddito fisso, come dimostra la crescita fenomenale che ha avuto questa classe di attivi. Le statistiche mostrano che il numero di asset globali investiti in ETF a reddito fisso sostenibili è aumentato in modo significativo di anno in anno. Infatti, nei sette anni che vanno da gennaio 2015 a dicembre 2021, gli investimenti in questi strumenti più sostenibili sono aumentati del 3.682% (da 1,4 miliardi di dollari nel gennaio 2015 a 50 miliardi di dollari nel dicembre 2021). Questo dato si confronta con un aumento del 403% degli ETF tradizionali a reddito fisso (da 436 miliardi di dollari nel gennaio 2015 a 1.800 miliardi di dollari nel dicembre 2021).<sup>1</sup>

***Come possono gli ETF aiutare gli investitori a reddito fisso a raggiungere i loro obiettivi sostenibili?***

**Hanno dimostrato la loro resilienza**

Gli ETF a reddito fisso sostenibili hanno ottenuto un punteggio superiore rispetto ai loro omologhi convenzionali per quanto riguarda la capacità di resilienza in un contesto di mercato difficile. È dimostrato che gli indici a reddito fisso sostenibili hanno reagito meglio durante i periodi di "risk-off" (periodi economici difficili durante i quali gli investitori cercano di ridurre il rischio). Durante il periodo di risk-off causato dall'inizio della pandemia di Covid-19 nel febbraio e marzo 2020, gli indici ESG hanno sovraperformato in diverse classi di attività a reddito fisso, tra cui i mercati

emergenti, US investment grade ed US high yield.<sup>2</sup>

"Gli indici Climate Fixed Income di MSCI e Bloomberg consentono agli investitori di utilizzare i dati climatici leader del settore di MSCI e di allinearsi alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. Gli investitori sono sempre più alla ricerca di un'integrazione ESG e climatica in tutte le asset class, compreso il reddito fisso, e con questi indici possono sfruttare i quattro decenni di esperienza, i dati, la ricerca e le intuizioni di MSCI per portare maggiore chiarezza nella tradizionale e opaca asset class del reddito fisso." George Harrington, Managing Director & Global Head of Fixed Income & Derivatives di MSCI

I rendimenti degli indici non riflettono le commissioni di gestione, i costi di transazione o le spese. Gli indici non sono gestiti e non si può investire direttamente in essi.

Vantano un miglior profilo di sostenibilità

Gli ETF a reddito fisso consentono agli investitori di incorporare la sostenibilità nei portafogli esistenti o di crearne di nuovi con obiettivi sostenibili specifici. Ad esempio, gli in-



investitori possono sostituire il loro fondo obbligazionario investment-grade con un'opzione sostenibile. Questa modifica potrebbe avere un effetto notevole sul punteggio ESG complessivo del portafoglio di un investitore. Supponiamo, ad esempio, che un investitore abbia allocato risorse in un'obbligazione investment-grade con un punteggio di intensità di carbonio relativamente alto (310). Sostituire questa partecipazione con una equivalente sostenibile con un punteggio di intensità di carbonio pari a 95 potrebbe aumentare il punteggio ESG complessivo del fondo dell'investitore di circa il 10%.<sup>3</sup> L'opzione sostenibile ha un'intensità di emissioni di carbonio molto più bassa e un punteggio ESG migliore.

### Sono convenienti

A livello di investimento individuale, gli ETF possono offrire un accesso conveniente ed efficiente ai mercati sostenibili del reddito fisso. Consentono agli operatori di mercato di incorporare sempre più spesso gli aspetti ESG nei loro investimenti, garantendo la resilienza del portafoglio. Sono trasparenti, accessibili, liquidi ed efficienti e rendono questi strumenti sempre più utili per migliorare la sostenibilità dei portafogli a reddito fisso.

Queste informazioni non devono essere considerate come una ricerca, un consiglio di investimento o una raccomandazione relativa a prodotti, strategie o titoli in particolare. Le informazioni sono a scopo illustrativo e informativo e sono soggette a modifiche. Non è stato approvato da alcuna autorità di regolamentazione o di vigilanza sui titoli.

Le considerazioni ambientali, sociali e di governance ("ESG") discusse nel presente documento possono influenzare la decisione di un team di investimento di investire in determinate società o settori di volta in volta. I risultati possono differire da quelli di portafogli che non applicano considerazioni ESG simili al loro processo di investimento.

1 Fonte: BlackRock e Morningstar al 31/12/2021.

2 Fonte: BlackRock al 31/12/2021. Questo statement si basa sui risultati degli stress test effettuati dal team di analisi quantitativa e di rischio su diversi scenari ipotetici di mercato - confrontando la performance dell'indice ESG con quella del suo indice madre. Il campione testato comprende USD IG ESG

rappresentato dall'indice Bloomberg MSCI US Corporate Sustainable SRI, USD IG Parent rappresentato dall'indice Bloomberg US Corporate Index, EUR IG ESG rappresentato dall'indice Bloomberg MSCI Euro Corporate Sustainable SRI, EUR IG Parent rappresentato dall'indice Bloomberg Euro Corporate Index, USD HY ESG rappresentato dall'indice Bloomberg MSCI US Corporate High Yield Sustainable BB+ SRI, USD HY Capogruppo rappresentato dall'indice Bloomberg US High Yield Index, EUR HY ESG rappresentato dall'indice Bloomberg MSCI Euro Corporate High Yield Sustainable BB+ SRI Index, EUR HY Capogruppo rappresentato dall'indice Bloomberg Euro High Yield Index, EM ESG rappresentato dall'indice JP Morgan ESG EMBI Global Diversified, EM Capogruppo rappresentato dall'indice JP Morgan EMBI Global Diversified.

3 Fonte: Bloomberg MSCI index al 30/12/2021. Questo statement si basa sui risultati del confronto tra Bloomberg MSCI US Corporate Sustainable SRI Index (indice sostenibile) e Bloomberg US Aggregate Corporate Bond Index (indice principale). Messaggio promozionale: Prima dell'adesione leggere il Prospetto e il KIID disponibili su [www.blackrock.com/it](http://www.blackrock.com/it) che contengono una sintesi dei diritti degli investitori.

### Rischi

Capitale a rischio. Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante sono soggetti a oscillazioni al rialzo o al ribasso e non sono garantiti. L'investitore potrebbe non recuperare l'importo inizialmente investito.

La performance passata non è un indicatore affidabile dei risultati presenti o futuri e non dovrebbe essere l'unico fattore da considerare quando si seleziona un prodotto o una strategia.

Eventuali variazioni dei tassi di cambio possono causare la diminuzione o l'aumento del valore dell'investimento. Le oscillazioni possono essere particolarmente marcate nel caso di un fondo ad alta volatilità e il valore dell'investimento potrebbe registrare ribassi improvvisi e importanti. I livelli e le basi di imposizione possono di volta in volta subire variazioni.



### Informativa di Legge

Il presente materiale è destinato a essere distribuito esclusivamente ai Clienti professionali (ai sensi delle norme della Financial Conduct Authority o della MiFID) e non dovrebbe essere preso come riferimento da qualsiasi altra persona.

Pubblicato da BlackRock (Netherlands) B.V. BlackRock (Netherlands) B.V. è autorizzata e disciplinata dall'Autorità per i mercati finanziari olandese. Sede legale: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam - Tel.: 020 - 549 5200 - Tel.: 31-20-549-5200. Iscrizione al Registro delle Imprese n. 17068311. A tutela dell'utente le telefonate potranno essere registrate. Per informazioni sui diritti degli investitori e su come presentare reclami, visitare <https://www.blackrock.com/corporate/compliance/investor-right> disponibile in italiano.

# FOTOREPORTAGE DAL FRONTE DELL'INQUINAMENTO

di Angelo Curiosi

UN'INIZIATIVA DELL'ISTITUTO GUIDATO DA GIAN MARIA MOSSA RACCONTA PER IMMAGINI LO STATO DI AVANZAMENTO DEI 17 OBIETTIVI CHE COMPONGONO L'AGENDA ONU AL 2030



Una volpe artica in un ecosistema dove il suo manto bianco non la mimetizza più. Nella pagina accanto, una tartaruga mutilata dalle reti

**Q**uanto impatta la mano dell'uomo sul pianeta e a che punto siamo con lo stato di avanzamento dell'Agenda Onu 2030? Quali sono le azioni concrete che si stanno mettendo in atto per un futuro che sia davvero sostenibile? E' una domanda che le imprese più illuminate, e dunque attente alla sostenibilità, si pongono da tempo. E si mobilitano secondo la propria sensibilità e disponibilità.

**Banca Generali**, intercettando l'urgenza di riportare al centro il messaggio sostenibile, ha scelto di raccontare per immagini lo stato di avanzamento dei 17 obiettivi che compongono l'Agenda Onu 2030 con l'innovativo reportage fotografico BG4SDGs - Time to Change

nato in collaborazione con il noto fotografo **Stefano Guindani**. Inaugurato nel settembre 2021, il progetto va ad indagare ciascuno dei 17 sdgs. E per ciascuno di essi, la chiave narrativa è duplice: si punta ad evidenziare l'azione negativa dell'uomo sull'ambiente e sulla comunità ma, allo stesso tempo, come il genere umano abbia invece una straordinaria capacità di recupero attraverso soluzioni innovative e sostenibili.

Del resto, se da un lato negli ultimi mesi il tema della sostenibilità sembra essere passato in secondo piano a causa delle tensioni geopolitiche, della pandemia e dell'inflazione galoppante, dall'altro, oggi più che mai, risulta chiaro come il futuro non possa prescindere da scelte orientate verso una crescita sostenibile

attraverso le componenti ambientali, economiche e sociali.

«Il nostro pianeta ha oggi un bisogno impellente di azioni virtuose sia da parte delle imprese che da parte dei singoli abitanti attraverso piccoli gesti quotidiani. Ed è proprio questo l'obiettivo che mi unisce a Banca Generali e a questo progetto, ovvero non solo l'interesse di puntare i riflettori sulle ben note problematiche che affliggono il nostro pianeta ma, soprattutto, quello di suggerire possibili soluzioni attive volte al cambiamento», commenta Stefano Guindani, fotografo e curatore del progetto.

Il racconto è partito da Milano per inquadrare l'Sdg numero 12 ("Consumo e produzione responsabili") attraverso il lavoro del **consorzio Ecopneus** che

## GUINDANI: «UN PROGETTO UTILE, SOPRATTUTTO A CHI LO GUARDERÀ IN FUTURO»

“**E'** un progetto spero utile, soprattutto a chi lo vedrà in futuro”, dice **Stefano Guindani**, fotografo internazionale, tra i più apprezzati fotoreporter non solo italiani, che ha girato il mondo per raccontare l'ambiente violato e l'impegno di tanti per salvarlo: “Abbiamo incontrato tante realtà, nel nostro viaggio - prosegue - e molte non le abbiamo ancora pubblicate perché lanceremo il tutto con la mostra...”.  
**Come mai questa vostra iniziativa?**



L'idea di base è sempre quella di far vedere sia la parte negativa che positiva dei fenomeni. Per esempio, nel fotografare il disgelo, lo scioglimento dei ghiacci, abbiamo cercato di far vedere sia la bellezza del pianeta sia quel che è l'effetto negativo del surriscaldamento climatico. E abbiamo trovato questa straordinaria immagine della volpe artica che era lì nel nulla, sulla roccia nera, trasformatasi

trasforma i pneumatici dismessi in campi di calcetto nelle periferie, per arrivare fino all'estremo nord delle Svalbard dove lo scioglimento dei ghiacci rappresenta un allarme climatico che non si può più ignorare (Sdg 13). L'obiettivo del fotografo arriva quindi in Arabia Saudita per raccontare le storie di alcune giovani donne che imparano per la prima volta, dopo la caduta del divieto nel 2018, a guidare un'automobile (Sdg numero 5), per fermarsi poi in Turchia dove un 97enne maestro di yoga presta il proprio volto per raffigurare l'obiettivo di una vita sana e longeva (Sdg 3). In Norvegia, i 18 piani del grattacielo in legno più alto del mondo aprono una finestra su un futuro sempre più sostenibile anche per l'edilizia (Sdg 11), mentre in Kenya un progetto di cooperazione internazionale aiuta le popolazioni di pastori nomadi del deserto di North Horr a prevedere le carestie in anticipo (Sdg 17). La lotta alla povertà e alla fame (Sdgs 1 e 2) sono invece raffigurati dai progetti di recupero sociale delle comunità che vivono nei basureros del Nicaragua e dall'innovativo progetto israeliano degli alveari robot per la preservazione di una specie a rischio come le api che è determinante per la catena alimentare. Il più recente obiettivo preso in oggetto riguarda invece la vita sotto i mari (Sdg 14) e per l'occasione il fotografo è stato alle Maldive per inquadrare gli effetti del turismo intensivo sulla vita sottomarina.

“Già dieci paesi visitati, oltre centoventimila chilometri percorsi e più di mille persone intervistate per scattare le pri-

*Il reportage fotografico BG4SDGs – Time to Change, nato in collaborazione con il noto fotografo Stefano Guindani, è partito nel settembre del '21*

me 150 fotografie ufficiali: grazie a questo progetto sto avendo modo di scoprire e approfondire la conoscenza di realtà virtuose che con impegno perseguono obiettivi comuni come rendere la vita umana più rispettosa del nostro pianeta e assicurarci un futuro; perché le azioni che compiamo oggi a favore della sostenibilità, garantiranno il perpetrarsi della vita umana e un futuro migliore per tutti – aggiunge Guindani.

Banca Generali è in prima linea negli investimenti sostenibili già dal 2019, anno in cui grazie alla collaborazione con **Main-Street Partners** ha lanciato una piattaforma proprietaria Esg in grado di fornire una valutazione approfondita del livello di sostenibilità dei singoli prodotti d'investimento e di calcolare il loro impatto sui singoli **Sustainable Development Goals (SDGs)** promossi dalle Nazioni Unite, “fiscizzandone” il con-



da perfetta protagonista del mimetismo a preda evidentissima per qualsiasi predatore perché non c'è più la neve...

**Il cromatismo come spia del disagio del pianeta!** E' così! Un altro esempio è quel che sta accadendo nei mari tropicali. Avevamo pensato, inizialmente, di lavorare in Australia, per raccontare le migrazioni degli squali balena e della mantre. Poi però abbiamo dovuto cambiare quadrante, perché la barriera corallina è diventata tutta bianca, anzi il corallo stava morendo... adesso anzi è quasi ricoperta da colonie quasi fosforescenti, che probabilmente esistevano già ma erano coperti

dalle altre specie. Adesso hanno avuto libero sfogo e spadroneggiano su tutta la barriera corallina...

**E cosa avete fatto?**

Un grande fotoreportage sulle tartarughe, sulle loro nidiate. E anche fotografando le tartarughe abbiamo documentato gli effetti negativi dell'inquinamento, con tanti animali amputati perché nuotando finiscono imbrigliate nelle reti da pesca abbandonate e dopo aver lottato invano per disimpigliarsi pur di sopravvivere si auto-amputano... Curate in modo appropriato, riescono a reimparare a nuotare anche con una pinna di meno e dopo qualche mese possono essere

tributo positivo attraverso opportune metriche. La clientela della banca private si è dimostrata particolarmente sensibile alle tematiche relative alla salute e al benessere, la crescita economica associata alle innovazioni infrastrutturali e la disposizione di nuovi sistemi per sfruttare al meglio le risorse rinnovabili in un'ottica di transizione ecologica.

«L'Agenda Onu 2030 rappresenta una bussola imprescindibile per Banca Generali, tanto che siamo stati tra i primi operatori a credere nel modello di consulenza Esg all'interno della nostra rosa d'offerta per consentire ai nostri private banker di costruire portafogli declinati secondo gli Sdgs che stanno maggiormente a cuore ai clienti», commenta **Gian Maria Mossa**, amministratore delegato di Banca Generali, che aggiunge: «Siamo entusiasti del percorso condotto fin qui insieme a Stefano e ci auguriamo di avvicinare e sensibilizzare sempre più persone sull'importanza che ogni singolo SDGs può avere per guidare la



Nella foto sopra un alveare robotizzato israeliano. Sotto, una fase del riciclo di pneumatici esausti fatto dal consorzio Ecopneus



ripresa verso un futuro più sostenibile».

Approccio green quindi non solo nella gamma d'offerta dove le masse interessate hanno raggiunto i 6 miliardi, pari al 15% del gestito complessivo, ma anche negli obiettivi legati all'ambizioso piano triennale e i progressi che non sono passati inosservati, come dimostrano i giudizi positivi e i numerosi riconoscimenti delle agenzie di rating come Sustainalytics, Msci che ha recentemente promosso la private bank da BBB ad A, su livelli di assoluta eccellenza.

Degna di nota anche l'introduzione della banca nel 2021 all'interno del Mib Esg, l'indice di Borsa Italiana ed Euronext che individua le società quotate che presentano le migliori pratiche sostenibili.

L'impegno alla diversificazione, protezione e pianificazione dei progetti di vita si rivela quindi fulcro centrale della strategia messa in campo dalla banca del Leone come stampella sociale importante per la costruzione di un futuro sostenibile. Una direzione che traccia un nuovo percorso nell'industry e pone attenzione per tutti gli stakeholders con una spinta al progresso attraverso modelli inclusivi.

per disimpigliarsi pur di sopravvivere si auto-amputano... Curate in modo appropriato, riescono a reimparare a nuotare anche con una pinna di meno e dopo qualche mese possono essere nuovamente rilasciate in mare...

### **Abbiamo visto una stranissima foto di api su una grande cassetta di plastica viola...**

E' un affascinante progetto di una start-up israeliana partita 4 anni fa che oggi ha oltre 100 dipendenti. Sono un team di ingegneri ed entomologi che hanno studiato le straordinarie abitudini di questi insetti... Ebbene questa start-up ha inventato degli speciali alveari robotizzati, grandi scatole di 20 metri quadrati, ognuna delle quali è gestita

da app su smartphone, con cui si monitorizza il comportamento degli insetti agevolandone in la prosperità. E questi alveari stanno crescendo benissimo, e producendo un miele eccezionale.

### **Altri esempi edificanti?**

Per fortuna ce ne sono molti. Penso ad esempio ad Ecopneus, un consorzio che recupera pneumatici esausti, li ricicla separando la gomma dal ferro e usandola per fare pavimenti di palestre e campi sportivi. Nell'insieme, ho avuto l'impressione che ci sono tante start-up interessantissime che però sono ancora piccole, mentre le imprese più grosse vorrei capire quanto realmente siano finalizzate solo al bene e non principalmente al business...

# MOSSA: «NOI, SOSTENIBILI A 360 GRADI»

PARLA L'AMMINISTRATORE DELEGATO DI BANCA GENERALI:  
«HO SEMPRE NEGLI OCCHI LA VOLPE BIANCA PRIVATA DALLO  
SCIOGLIMENTO DEI GHIACCI DEL SUO MIMETISMO NATURALE»

**D**all'impegno per la trasparenza all'evoluzione della preposizione commerciale fino all'ambizione di perseguire una crescita sostenibile a 360 gradi. In questo percorso si riassume la parabola di **Banca Generali** che da realtà di riferimento nel mondo private per la protezione dei patrimoni, quotata in Borsa e controllata da un Gruppo come **Generali** che sull'Esg è una best practice internazionale, ha saputo sviluppare un modello distintivo di narrativa e di business sulla sostenibilità. "Le nostre radici sono sostenibili nelle modalità di offrire consulenza senza conflitti di interessi e nell'orientamento alla salvaguardia e protezione nel tempo dei patrimoni dei clienti" spiega l'amministratore delegato **Gian Maria Mossa**.

**Certo per servire la vostra clientela, perlopiù nella fascia private, serve un approccio aperto e competitivo ma soprattutto che porti ritorni; non temete il green washing e l'omologazione delle proposte?**

Siamo stati i primi a creare un modello d'offerta capace di far dialogare le sensibilità personali dei clienti con le differenti gestioni proposte dagli asset manager in linea agli obiettivi dell'Onu. Per rafforzare questa preposizione abbiamo chiesto ad una società indipendente e innovativa nella sostenibilità, come la londinese Mainstreet -oggi nell'orbita di All Funds- di analizzare i rating delle società e dei fondi aiutandoci a concretizzare il ritorno dell'impatto ambientale di ogni investimento. Questa modalità aiuta ad avvicinare il risparmio agli sdg's, fermo restando la diversificazione e opportunità di ritorno

della gestione selezionata. Nel 2022 i fondi Esg hanno scontato lo storno del tech e dei direzionali, ma ci sono trend che sono ineluttabili e aziende che hanno fatto notevoli passi avanti nella reportistica. Aumentando gli strumenti e le possibilità di screening in un settore che mostra molta più resilienza dell'industria tradizionale delle gestioni.

**Crede che la crisi da guerra e inflazione possa impattare i vostri obiettivi triennali, anche in ottica di crescita sostenibile?**

Assolutamente no. Abbiamo confermato i nostri target e nonostante tutte le complessità del 2022, caro energia, guerra e geopolitica, stretta dalle ban-

che centrali e inflazione, ci avviamo a registrare una raccolta molto solida superiore ai 5 miliardi e mezzo. E guardando ai dati assoreti emerge come Banca Generali sia stata tra le realtà meglio capaci di contenere l'impatto dei mercati sulle proprie masse, a conferma delle nostre competenze nella protezione. Ribadiamo gli obiettivi sfidando sul clima, con una riduzione del 25% del carbon footprint al 2025 rispetto al 2019 e le iniziative per le persone. Vogliamo una crescita sostenibile per tutti gli stakeholders che gravitano intorno alla banca.

**Anche la comunicazione ha un'impronta sempre più orientata all'impegno sociale, penso al progetto con Montemagno sull'Educazione Finanziaria che sta avendo grande successo, o ai digital talk sulla sostenibilità, fino agli scatti di Guindani. Cosa l'ha colpita di più di questo progetto?**

Si stiamo cercando di costruire percorsi unici e innovativi in grado di restituire messaggi chiari e costruttivi non solo ai clienti e agli azionisti, ma a tutti coloro che vogliono approfondire e sviluppare le tematiche del risparmio. Di Stefano abbiamo apprezzato non solo i lavori nella moda ma soprattutto i reportage sociali in Centro-America e la sua dedizione nel raccontare le diseguaglianze. Ogni scatto ha una genesi importante nello studio della preposizione, dell'azione dell'uomo e dell'orientamento costruttivo che si vuole evidenziare. Nelle nostre mani abbiamo gli strumenti per andare incontro alle grandi sfide degli Sdg's. Spetta solo a noi. Ogni foto ha una sua bellezza, ma se dovessi sceglierne una penso all'Sdg 13 (lotta al cambiamento climatico) ho sempre negli occhi la volpe bianca ritratta nelle isole Svalbard che ha perso la sua particolarità di mimetizzarsi nel paesaggio sempre più impattato dal global warming.



# CROWDFUNDING & REAL ESTATE, UN MATRIMONIO BENEDETTO DA MAMACROWD

di Francesco Condoluci

DAVIDE GROSSI, HEAD OF REAL ESTATE DELLA PIATTAFORMA, SPIEGA PERCHÉ CONVIENE APRIRE AL COLLETTIVO IL MERCATO IMMOBILIARE. L'EQUITY CROWDFUNDING APPLICATO A PROGETTI REAL ESTATE CONSENTE DI DIVERSIFICARE IL PORTAFOGLIO E DI REMUNERARE VELOCEMENTE IL CAPITALE

**P**rendete un fenomeno finanziario in forte espansione come l'**equity crowdfunding** e riversatelo dentro un **mercato "resiliente"**, a basso rischio e buoni rendimenti come il **real estate**. Quel che ne scaturirà è un mix in grado di ingolosire sia investitori desiderosi di **diversificare il portafoglio e remunerare velocemente il capitale**, sia **sviluppatori** a caccia delle risorse necessarie a portare avanti **progetti immobiliari** ad alto impatto tecnologico.

È il **crowdfunding immobiliare**, signori. Una tipologia di **crowdinvesting** che apre al collettivo il mercato del real estate e **permette di acquisire quote di partecipazione** che fruttificano molto prima degli investimenti tradizionali in **startup** o **Pmi**.

Come spesso accade in materia di tecnologia applicata alla finanza, questa nuova opportunità di business nasce negli Sta-



Nella foto Davide Grossi, head of Real Estate di Mamacrowd

**ti Uniti**. Dove il **crowdinvesting** è una modalità innovativa di investimento che cresce a vista d'occhio già da qualche anno e che, per **"l'investitore crowd"**, può rappresentare una porta di accesso ai cosiddetti **"alternatives"**, quegli asset class complessi cioè nei quali rientrano venture capital, private equity e – appunto – real estate.

Si tratta di un nuovo mercato dalle enormi potenzialità che, per ovvie ragioni, ha ancora dimensioni di nicchia. Le università americane – considerate storicamente vere e proprie "best practices" nella gestione dei portafogli – in realtà, su questa asset class, puntano da sempre, allocando fino al **30%** del proprio portafoglio per generare rendimenti superiori. Ma, stando a uno studio di **PwC**, al di fuori degli investitori istituzionali che allocano, in media, il **25%** del portafoglio negli **alternative asset**, gli **"High Net Worth Individual"** – i cosiddetti **Hnwi**, ovvero gli individui ad alto patrimonio netto – destinano solo il **5%** del proprio portafoglio mentre i **mass affluent** appena il **3%**. In Europa il gap è ancora più marcato, il che, da un'altra prospettiva però, vuol dire che ci sono grandissimi margini di manovra.

È l'intuizione che ha portato **Mamacrowd** – la più **importante piattaforma italiana per investimenti in equity crowdfunding** – a gettarsi a capofitto nel crowdfunding immobiliare. «Mamacrowd è da sempre protagonista negli alternatives, pro-

ponendo investimenti nelle asset class del venture capital, del private equity e del real estate – spiega **Davide Grossi**, da circa un anno head of Real Estate di **Mamacrowd** – e real estate e crowdinvesting rappresentano un connubio assolutamente vincente».

La ragione principale è, come detto, nel rischio assai contenuto in forza del **sottostante immobiliare**, l'investimento cioè su un bene reale, tangibile e talmente "resiliente" da registrare, oggi in Italia, transazioni per un valore di 10 miliardi di euro, a dimostrazione che nemmeno il **Covid** è riuscito a incidere negativamente sul comparto.

«Si tratta di un asset class che ha una bassa correlazione con l'andamento dei mercati finanziari e, a differenza di altre tipologie di investimento, un sottostante reale che rappresenta un elemento di protezione alla volatilità dei mercati ed una copertura verso l'inflazione», puntualizza Grossi, «e poi è una tipologia di investimento che offre rendimenti molto interessanti, nelle operazioni di sviluppo fra il **10 ed il 15% annuo**, a fronte di rischi contenuti anche in virtù della **liquidation preference** che attribuisce agli investitori crowd una seniority superiore rispetto all'equity del promotore». In buona sostanza, gli investitori che aderiscono a una campagna immobiliare su Mamacrowd, in fase di liquidazione, vengono rimborsati per primi, rispetto ad altri investitori.

La rapidità di **remunerazione del capitale investito** è un altro atout dell'equity crowdfunding che, di norma, secondo i canoni del modello "**Buy to sell**", serve a finanziare la costruzione, l'acquisto o la ristrutturazione di un immobile, con l'obiettivo finale di venderlo e trarne un profitto. È lo stesso **Report italiano sul Crowdinvesting**, il settimo realizzato dall'**Osservatorio della School of Management del Politecnico di Milano**, a ribadire che i progetti real estate che scelgono l'equity crowdfunding come strumento di finanziamento sono progetti di breve-medio termine che mirano alla riqualficazione o alla realizzazione ex novo di proprietà immobiliari, con successiva cessione.

«Le opportunità di investimento che attualmente stiamo proponendo in piattaforma sono relative a **progetti di svilup-**

**po** che hanno una **durata breve, 18-36 mesi**, rendendo l'investimento velocemente **liquidabile**», aggiunge ancora il capo del Real Estate di Mamacrowd, «e tramite questo tipo di **crowdinvesting** si apre a tutti la possibilità di partecipare a grosse operazioni, pur investendo cifre contenute. Gli investitori retail possono accedere a progetti non accessibili direttamente che vengono selezionati anche attraverso **valutatori terzi e indipendenti**. Per ogni opportunità, peraltro, tutte le informazioni sono riportate fin dall'inizio in modo **trasparente** sulla piattaforma. L'investitore può valutare autonomamente le opportunità di investimento e scegliere in quali investire. Mamacrowd per questo seleziona progetti di professionisti del settore immobiliare con un comprovato track record».

Stando ai numeri di Mamacrowd, l'equity crowdfunding sta dimostrando di essere sempre più uno **strumento di investimento alternativo** per operazioni inferiori ai 20 milioni di euro che, per taglia, come annota il responsabile del Real Estate «sono poco presidiate dai fondi d'investimento e dai veicoli di cartolarizzazione ma troppo grandi per investitori privati».

Ma i **rischi**? Possibile che non ce ne siano davvero, rispetto a un progetto di sviluppo immobiliare? «Anche se decisamente più contenuti rispetto agli investimenti in aziende, ce ne sono eccome», ammette Grossi che però poi spiega: «Il primo è sicuramente il **rischio urbanistico**, cioè la possibilità che la **P.A.** non autorizzi il progetto o richieda modifiche tali da compromettere l'operazione. Mamacrowd per questo seleziona progetti con iter avanzati e percorsi urbanistici chiari nei tempi e nei modi».

«Altro **fattore di rischio è il mercato** ma noi valutiamo sempre la corretta **stima dei prezzi** anche attraverso la **broker opinion** ed il report valutativo dell'esperto indipendente – prosegue – e anche nel caso di una contrazione dei prezzi di vendita, la liquidazione preferenziale protegge il capitale e il rendimento degli investitori crowd anche di fronte a una, improbabile, diminuzione media del 20%, oltre che dal rischio ritardo dei cantieri. In ultimo, c'è il rischio aumento dei tassi di interesse ma per questo, nell'analisi del business plan

valutiamo con attenzione l'Iscri, l'**Interest Service Cover Ratio**, ossia che i flussi di cassa a copertura del pagamento degli interessi siano sempre capienti anche in condizioni di stress finanziario».

Non è un caso, del resto, che oggi Mamacrowd, con 170 milioni di euro raccolti e più di 184 aziende finanziate, si stia confermando come la piattaforma di crowdfunding immobiliare più affidabile, il partner in grado di mettere in contatto i **promotori immobiliari** con una community di **investitori istituzionali e privati**, di supportarli nella **campagna marketing** e di agire in rapidità nella ricerca di capitali operando in un contesto sicuro vigilato, peraltro, è bene ricordarlo, da **Consob**.

Alla domanda su quali siano le prospettive future per il settore immobiliare, Grossi ricorda sornione che «il 2021 ha chiuso con **750mila** unità transate, per un valore di circa **120 miliardi di euro**, di cui **10 miliardi** relativi al **capital market** e rappresenta una grandissima opportunità per gli investitori crowd. In Italia – continua – sono 2.000 miliardi le giacenze sui conti correnti che, con l'inflazione ai tassi odierni, significa una perdita di valore di 200 miliardi all'anno, ben oltre il valore annuo dell'intero mercato immobiliare. Se una parte di questi risparmi fosse allocato negli alternatives, ed in particolare nell'immobiliare, attraverso le piattaforme di crowdfunding, si andrebbe verso una gestione attiva e proficua dei propri risparmi».

Qual è dunque la sfida da affrontare nei prossimi anni? «Far conoscere lo strumento del crowdinvesting educando gli investitori ad una più efficiente gestione dei propri soldi» conclude il responsabile Real Estate di Mamacrowd Grossi.



# BANCA GENERALI ALZA LA SFIDA ALL'INFLAZIONE E ALLE GIACENZE INFRUTTIFERE

di Mario Romano

IL CAROVITA CORRE VERSO L'ALTO E I RISPARMIATORI GUARDANO ALLA LIQUIDITÀ COME RIFUGIO: LA BANCA GUIDATA DALL'AD GIAN MARIA MOSSA CORRE IN AIUTO CON UNA SERIE DI NUOVE SOLUZIONI PER TUTELARE IL PATRIMONIO DI FAMIGLIE E IMPRESE

**B**anca Generali lancia una nuova gamma di nuove soluzioni all'avanguardia nelle gestioni e nella protezione dei risparmi dalla trappola dell'inflazione e dalla paura delle famiglie che, considerato il forte momento di incertezza, cercano rifugio nella liquidità. La banca private ha infatti alzato il sipario su una serie di iniziative pensate per mostrare vicinanza ai propri clienti aiutandoli a gestire la liquidità parcheggiata sui conti in una situazione di mercato difficile per diverse ragioni quali per esempio la corsa dei prezzi e la stretta dalle banche centrali, la guerra in Ucraina, il conseguente caro energia e la difficoltà di approvvigionamento per diverse materie prime. «Il 2022 è stato un anno difficile e anche l'ultima parte dell'anno, sebbene con sprazzi di breve ottimismo sulle scommesse legate ai tassi, sconta la paura della recessione e un contesto geopolitico che insieme all'inflazione rappresentano una scure per il risparmio», commenta Gianluca Vallosio, responsabile prodotti di Banca Generali, nella direzione coordinata dal vice direttore generale Andrea Ragaini, che aggiunge, «per cercare di accompagnare i nostri clienti in queste sfide stiamo sviluppando soluzioni che siano in grado da un lato di proteggere i patrimoni della nostra clientela e dall'altro di intercettare quelle finestre di opportunità che si stanno aprendo in alcuni

ambiti come per esempio nel credito». Le novità più significative riguardano il mondo delle gestioni patrimoniali arricchirsi con sei nuove linee di investimento create ad hoc per rispondere alle diverse esigenze della clientela private. Di queste, ben tre linee sfruttano la rinnovata attrattività del segmento obbligazionario per provare a generare valore nel medio periodo. Altre due, invece, sono rappresentate da linee a gestione attiva e dinamica per navigare i mercati in questa fase di incertezza sfruttando sia un approccio 'buy&hold' per cogliere il potenziale recupero di valore dei mercati nel medio periodo, che un innovativo modello quantitativo per individuare le migliori opportunità anche attraverso il ricorso a strumenti passivi. Infine, la nuovissima "Smart Target III" si propone come soluzione pensata per chi ha l'obiettivo di conservare il capitale investito in un orizzonte temporale di 10 anni mixando l'acquisto di titoli obbligazionari e zero coupon bond in quantità sufficiente a ricostruire alla data di scadenza il patrimonio iniziale e delegando la parte rimanente del portafoglio a cogliere le occasioni sui mercati azionari. «Oltre ad aver ampliato la gamma di soluzioni disponibili nel campo delle gestioni, dallo scorso ottobre abbiamo aperto ad una maggiore fles-

sibilità verso quella fascia di clientela interessata a questo tipo di strumenti abbassando la soglia di accesso. Il nostro obiettivo è prima di tutto quello di far sentire la nostra vicinanza a famiglie e imprese rispondendo alla forte domanda di protezione», aggiunge ancora Vallosio che sottolinea l'opportunità e il vantaggio degli investimenti progressivi con i piani di accumulo. «Rappresentano una occasione interessante perché il cliente può decidere la frequenza e l'importo, sulla base delle proprie disponibilità. Inoltre, questi prodotti eliminano il problema di sbagliare la tempistica di ingresso nell'investimento, mitigando il prezzo di acquisto e consentendo di massimizzare il ritorno in un'ottica di medio-lungo periodo».

La ricerca di stabilità e tutela per i portafogli della clientela si allarga anche alla sfera dei fondi, con un nuovo comparto interno alla sicav Lux Im. La nuova strategia – denominata Lux Im Euro Short Term Bond – punta a realizzare una strategia obbligazionaria attiva con una maturity che potrà variare da 0,5 a 2 anni. Il fondo realizzerà un portafoglio Investment Grade, con un'elevata diversificazione degli emittenti prevalentemente Corporate, sia finanziari che non finanziari. Il tutto con un unico obiettivo, ovvero quello di minimizzare le oscillazioni di valore del portafoglio, modulando in modo dinamico il rischio complessivo del portafoglio stesso.

Le novità in casa Banca Generali non potevano infine non riguardare anche il campo dell'amministrato. Il team di advisory della banca private ha infatti sviluppato ben 7 nuovi portafogli modello pensati per aumentare il valore del servizio alla clientela della rete di private banker e wealth advisor. Di questi, quattro sono costruiti con titoli obbligazionari e con diversi obiettivi di rendimento dedicati a clientela retail e professionale. Gli altri, invece, puntano su tre macrotrend di lungo periodo che vengono declinati in chiave 100% azionaria per intercettare i vantaggi che nel lungo periodo saranno portati dalla trasformazione ambientale, sociale e di digital transformation in chiave sostenibile.

Nella foto  
Gianluca Vallosio,  
responsabile  
prodotti di Banca  
Generali



# IL MERCATO IMMOBILIARE ALLA PROVA DEI FINANZIAMENTI

di Vincenzo De Tommaso\*



Nella foto Vincenzo De Tommaso, responsabile ufficio studi di Idealista

L'AGENDA DEL MERCATO DELLE  
COMPRAVENDITE SARÀ DETTATA  
DAL TRIPLICE RIALZO DEI TASSI  
DELLA BCE, DAL RAPIDO RIALZO  
DEL PREZZO DELL'EURIBOR,  
DAL COSTO DEI MUTUI BANCARI

**N**onostante il 2022 avesse tutti gli elementi per proseguire con l'andamento euforico iniziato l'anno precedente, l'inizio della guerra tra Russia e Ucraina, la crisi energetica, l'aumento del prezzo delle materie prime e l'inflazione galoppante hanno segnato certamente un cambio di ciclo nel mercato immobiliare. Nonostante i dati di fine anno siano positivi, si comincia già a intravedere una certa propensione al rallentamento di alcuni trend che portano a farci prevedere un 2023 più contrastato per il settore.

## COMPRARE E VENDERE

L'agenda del mercato delle compravendite nel 2023 sarà dettata dai finanziamenti e sarà al centro del dibattito di settore, mediatico e probabilmente politico. Il rialzo dei tassi Bce, che ha inanellato 3 forti rialzi consecutivi, il rapido rialzo del prezzo dell'Euribor, il costo del finanziamento bancario a lungo termine degli ultimi mesi e il suo impatto sui nuovi e vecchi mutuatari influiranno in modo decisivo sul comportamento del settore nel corso del prossimo anno.

- Per il 2023 stimiamo un calo del volume delle operazioni di mutuo per l'acquisto della casa rispetto a quest'anno, anche se

sicuramente continueremo a vedere un forte dinamismo nel passaggio da mutui variabili a fissi (tramite surroga o cancellazione e apertura di un nuovo mutuo), che ne attutirà l'impatto. E sebbene le condizioni dei mutui fissi siano diventate molto meno favorevoli, stiamo vedendo anche un aumento dei mutui misti, quale risposta per limitare l'impatto dei recenti – e probabilmente ancora futuri – rialzi dei tassi. Questi costituiranno una valida alternativa per i consumatori anche nel corso del prossimo anno.

- Con queste premesse il 2023 sarà caratterizzato da un calo delle transazioni immobiliari residenziali. Dopo l'eccezionale performance del 2021, si prevede un calo già alla fine di quest'anno con una diminuzione degli scambi che dovrebbero attestarsi intorno alle 700mila unità per calare di altri 9-10 punti percentuali e attestarsi intorno alle 650mila compravendite. L'offerta disponibile di case in vendita sul mercato si stabilizzerà, dopo essere scesa del 10% nell'ultimo anno. I tempi di commercializzazione saranno probabilmente più lunghi e gli acquirenti avranno ancora una volta più opzioni tra cui scegliere. Non sarà un processo omogeneo e le aree con meno domanda se ne accorgeranno prima e con più forza.

- I prezzi delle case hanno registrato una crescita moderata nel 2022 (1,2%), più accentuata nei grandi mercati del nord, come Milano (7,6%) e Bologna (6,9%) ma l'anno si chiuderà positivamente in quasi tutti i grandi centri italiani. Alla luce dell'andamento positivo dei valori dell'ultimo trimestre è improbabile che nei prossimi mesi assisteremo a diffusi ribassi dei prezzi nei grandi mercati. Più probabilmente i prezzi si raffredderanno e prenderanno un percorso stabile.

## MERCATO DEGLI AFFITTI

Il fattore che segnerà l'evoluzione del mer-

cato degli affitti nel corso del 2023 sarà la mancanza di offerta disponibile.

- Lo stock di alloggi in affitto non ha smesso di diminuire dalla fine della pandemia. Nell'ultimo anno l'offerta è stata ridotta del 43% in Italia, con percentuali più alte nei mercati più dinamici. Mentre la domanda non smette di crescere, l'offerta di alloggi si sta esaurendo senza che ci sia una sostituzione delle case i cui contratti di locazione vanno a scadenza.

- Le ragioni di questa mancata sostituzione si trovano principalmente nell'insicurezza. Da un lato la difficoltà di recuperare velocemente l'abitazione in caso di mancato pagamento o di occupazione, dall'altra parte la tendenza degli affitti brevi o di medio termine per un numero sempre maggiore di famiglie e professionisti alle prese con nuovi stili di vita e un mondo del lavoro sempre più flessibile (smart working; trasferte di lavoro di qualche mese; coppie che cercano un posto dove stare prima di trovare una nuova casa; altre situazioni contingenti).

- Il progressivo restringimento dell'offerta ha provocato tensioni sui prezzi con crescite a doppia cifra nei principali mercati del centro-nord, dove l'alloggio è diventato spesso inaccessibile per le categorie che ne hanno più bisogno come le famiglie più svantaggiate, lavoratori autonomi o single. L'attuale livello dei prezzi insieme all'inflazione riduce le possibilità di pagamento degli inquilini, il che potrebbe congelare i prezzi degli affitti in alcune zone.

- L'aumento dei prezzi ha un effetto diretto sul reddito familiare. La percentuale del reddito familiare necessaria per pagare l'affitto di un'abitazione si è attestata al 27,7% quest'anno. In 15 province italiane la locazione richiede uno sforzo superiore a un terzo del reddito per pagare l'affitto.

\*Responsabile ufficio studi di Idealista

# IL SENSO DI LENDLEASE PER UN'ITALIA BELLISSIMA

di Sergio Luciano

PARLA FABRIZIO ZICHICHI, PROJECT DIRECTOR DI LENDLEASE, COLOSSO AUSTRALIANO DEL REAL ESTATE: «L'ITALIA VANTA UN FRAMEWORK NORMATIVO AVANZATISSIMO SU QUESTI TEMI. ABBIAMO IL DOVERE DI STABILIRE DEGLI STANDARD PIÙ ALTI»

«**P**erché un gruppo globale come il nostro si sta impegnando così tanto in Italia, e in particolare a Milano? Perché riteniamo che a livello globale sia una realtà molto dinamica, in cui è possibile innovare e mettere a terra quella che è la nostra visione di realizzare luoghi migliori, e quindi di creare delle comunità che possano prosperare e dare un contributo non solo su scala nazionale, ma anche internazionale»: ha idee molto chiare **Fabrizio Zichichi**, project director a **Lendlease**, colosso australiano focalizzato nell'investimento, nello sviluppo e nella rigenerazione di aree urbane, con forti investimenti anche in Asia, Gran Bretagna e Stati Uniti, che ha preso parte all'evento di Economy Group dedicato all'immobiliare innovativo. «Abbiamo idee chiare perché è chiara la nostra vocazione industriale. Per esempio, se non siamo ancora presenti in certi Paesi evoluti è perché scegliamo di operare solo in quelli dove possiamo garantire elevati standard di sicurezza, prevenzione dagli infortuni sui luoghi di lavoro e di sostenibilità in termini di impatti ambientali. L'Italia, per esempio, vanta un framework normativo avanzatissimo su questi temi. Le grandi realtà come la nostra hanno il dovere di stabilire degli standard più alti, solo così le cose potranno migliorare anche in quei Paesi dove non esistono ancora certe sensibilità».

**Torniamo all'Italia: siete presenti dal 2000 sul nostro territorio, ma da poco tempo con progetti di grande respiro come Santa Giulia e Mind...**

Sì, e dopo un approfondimento nel settore del project financing e nel settore ospedaliero, a partire dal 2015, ci siamo lanciati in una visione più ampia e globale anche in Italia nel settore del real estate nella parte di investimento e di sviluppo. E ora da Milano riusciamo anche noi a portare innovazione anche verso quelli che sono gli altri nostri progetti di sviluppo in giro per il mondo. Penso ad esempio al progetto Mind, ormai modello per tutti gli altri ecosistemi a livello globale.

**Ci spieghi meglio...**



Nella foto Fabrizio Zichichi, project director a Lendlease

Il progetto Mind è già un'esperienza pilota da sfoggiare nel mondo tant'è che all'interno del nostro gruppo è preso come riferimento. Grazie anche agli altri investitori che collaborano partecipano con noi al progetto e al modello pubblico privato che consente un allineamento degli interessi a lungo termine, stiamo creando un'ecosistema di innovazione, per la promozione del trasferimento tecnologico nel settore delle scienze della vita e della città del futuro unico che coinvolge aziende, start up, centri di ricerca e di formazione favorendo lo scambio e l'incrocio delle competenze.

**E il progetto Santa Giulia?**

Mentre Mind rappresenta l'anima un po' più blu e quindi tecnologica e futuribile, Santa Giulia ci piace classificarla come una città più verde, con un'anima sostenibile, che ha a cuore l'integrazione e la resilienza delle nuove comunità. E' un

progetto che ha una storia abbastanza lunga, dove noi - arrivando nel 2017 - abbiamo già iniziato a reinvestire in una grande visione di rigenerazione urbana partendo dalla parte sud, a ridosso della stazione ferroviaria di Rogoredo, con il nuovo business-district chiamato 'Spark' che letteralmente significa scintilla, e fa pensare alla rinascita urbana che a noi è tanto cara. A Santa Giulia stiamo cercando di intraprendere un percorso che metta a terra il processo di rigenerazione urbana legata ai nostri principi: combattere l'innalzamento della temperatura globale oltre al grado e mezzo, investire nel valore sociale che prevede per noi un traguardo di 250 milioni investiti entro il 2025 in iniziative di carattere sociale riscontrabili in maniera oggettiva, e realizzare uno sviluppo di quartiere che abbia come caratteristiche e come ambizione quello di avere un equilibrio di carbonio netto zero entro il 2025 e di absolute zero entro il 2040.

### **Tutto da soli?**

Ovviamente no, non possiamo fare tutto da soli ed è qui che tutta la filiera di consulenti, progettisti, sub-appaltatori e appaltatori, tutti quanti insieme, deve lavorare in team per far sì che tutti questi importanti obiettivi e grandi ambizioni possano concretizzarsi. La riqualificazione ambientale, non solo ecologica ma anche sociale, economica e finanziaria dell'intero territorio, è un tassello fondamentale per quello che ci vedrà coinvolti dopo nei prossimi anni su quest'area.

### **Che sarà anche sede di una fondamentale struttura sportiva, l'Arena...**

Sì, e il Comitato Olimpico Internazionale considera il progetto Arena Santa Giulia tra i pochi in sviluppo nel mondo che viene al momento considerato nei tempi. Noi come Lendlease non siamo direttamente coinvolti nella realizzazione e nello sviluppo dell'Arena, ma sicuramente faremo sì che tutte le infrastrutture e tutta la messa a terra del quartiere Santa Giulia sia sintonizzata nei tempi al traguardo ambizioso dell'Arena. Ovviamente il sistema pubblico privato è quello che deve funzionare nei grandi eventi, così come era successo all'Expo 2015. Ma stiamo riscontrando che questo sta appunto accadendo con la collaborazione del Comune, della Regione e della Città Metropolitana, nonché della

Fondazione di Milano Cortina. Quello che tutti gli investitori temono in questi processi di rigenerazione urbana è l'imprecisione dei tempi di realizzazione, quindi il loro rispetto è un fattore critico.

### **Quanti siete, in Italia, voi di Lendlease?**

Più di 100 persone che lavorano come Lendlease su questi progetti, suddivise grosso modo tra il progetto Mind, Santa Giulia e la cittadella della salute in costruzione a Treviso. I progetti superano il valore complessivo di 5 miliardi, quindi comunque la sfida per i prossimi due anni è quella di dedicarci al meglio allo sviluppo dei due progetti che riteniamo siano importanti tanto per noi quanto per l'Italia, intesa come sistema Paese. Anche a livello internazionale si guarda al Mind con le sue start-up e a Santa Giulia con la sua Arena e l'ecosistema circostante come a due esempi di scuola. E a proposito di scuole, a Santa Giulia troverà sede il nuovo Conservatorio della Musica di Milano piuttosto che altre realtà internazionali che già ci hanno chiesto di far parte di questo importante progetto.

### **Mind funziona già, invece...**

Perché siamo partiti prima. Al di là delle àncore pubbliche già presenti dopo l'Expo - quindi l'ospedale IRCCS Galeazzi Sant'Ambrogio, l'Human Technopole e la Fondazione Triulza - anche noi come Lendlease abbiamo già lanciato il Village, che ha portato alla riqualificazione degli asset lasciati in eredità da Expo 2015 accogliendo aziende molto innovative come

Astrazeneca, Bio4Dreams, Rold, Illumina, Designtech, Fadoi, Diesse Diagnostica Senese, EON, l'acceleratore di Berkeley Skydeck Europe, Valore Italia con la Scuola di Botticino e CIMA il principale polo lombardo di ITS, il polo di CDP Venture Capital Extend: tutte realtà che stanno già operando nel Village e altre ancora che entro giugno 2023 arriveranno per far sì che questo humus di startup possa consolidarsi per favorire l'innovazione.

### **Insomma, possiamo dire - ed è confortante - che nel vostro caso il "fattore campo" italiano non vi ha danneggiati...**

Il fatto di essere presenti in Italia già dal 2000 e avere quindi un team con un forte Dna italiano ci ha aiutato a capire le dinamiche del contesto e ad accrescere le conoscenze che già avevamo all'interno della nostra società. A livello globale anche Lendlease, essendo un investitore di lungo termine, ha tra le sue policy quella di innestarsi nel territorio creando legami, relazioni pubblico-privato che sono per noi indispensabili per poter lavorare in sinergia. Il nostro obiettivo, in primis, è mappare e lavorare con vari stakeholders che guardano tutti i progetti e partire dal rapporto con le comunità locali, di quartiere, con le associazioni sportive, religiose, scolastiche: molto lavoro sul campo, insomma, poiché riteniamo che da lì si deve partire senza cercare scappatoie. E' un beneficio per tutti lavorare sentendo le esigenze del territorio, per lasciare in eredità qualcosa davvero porti valore a tutti.





## Sostenibilità e innovazione per le sfide di oggi

Cerchi il partner con cui pianificare  
la crescita solida e sostenibile  
della tua azienda?

I team multidisciplinari Assurance  
e Consulting RSM sono al tuo fianco  
con soluzioni e tecnologie innovative  
per un modello di business aperto  
alle nuove sfide.

Experience The Power of Being  
Understood

Experience RSM

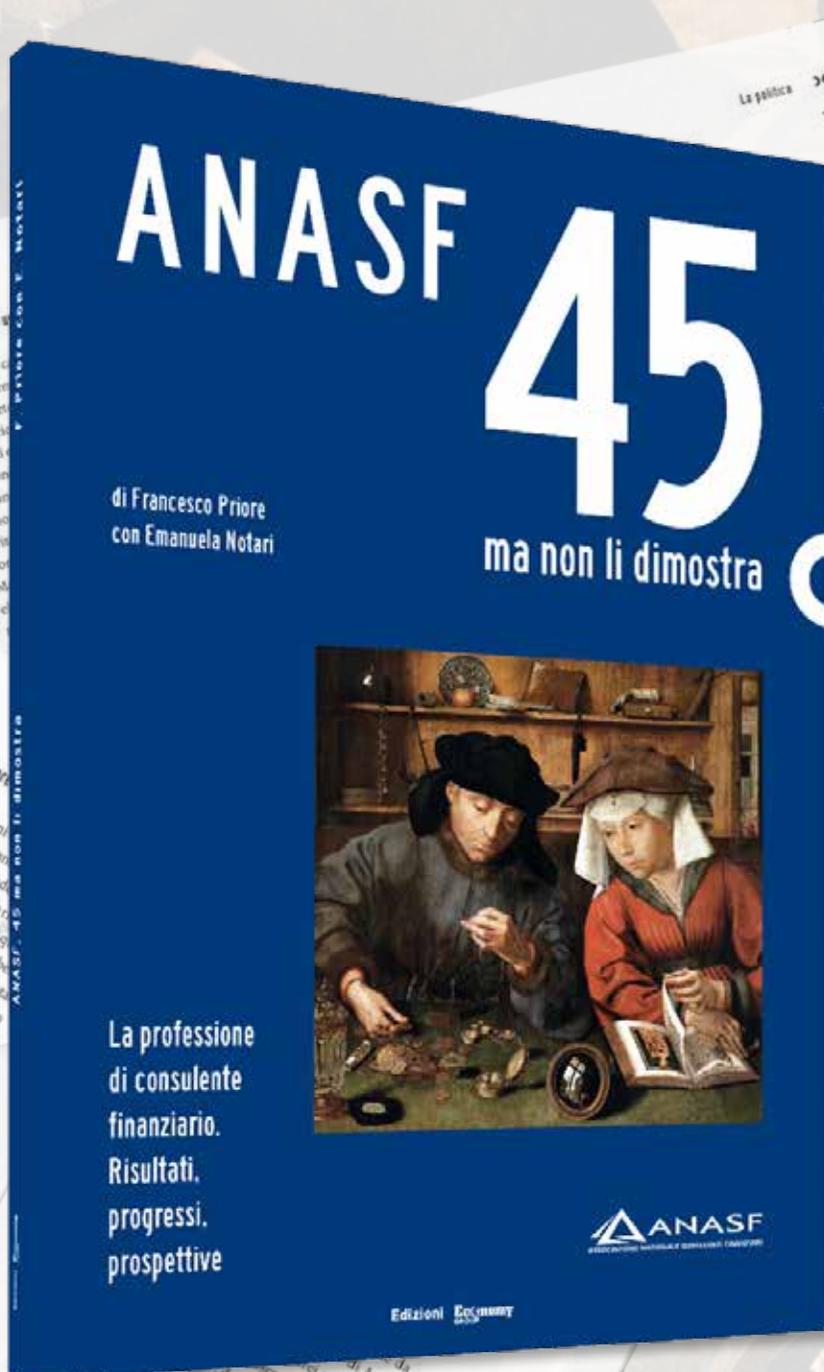
[www.rsm.global/italy](http://www.rsm.global/italy)

**THE POWER OF BEING UNDERSTOOD**  
AUDIT | TAX | CONSULTING



RSM Società di Revisione e Organizzazione Contabile S.p.A. with its subsidiary RSM Italy Corporate Finance S.r.l. is a member of the RSM network and trades as RSM. RSM is the trading name used by the members of the RSM network. Each member of the RSM network is an independent accounting and consulting firm each of which practices in its own right. The RSM network is not itself a separate legal entity of any description in any jurisdiction. The RSM network is administered by RSM International Limited, a company registered in England and Wales (company number 4040598) whose registered office is at 50 Cannon Street, London, EC4N 6JJ, United Kingdom. The brand and trademark RSM and other intellectual property rights used by members of the network are owned by RSM International Association, an association governed by article 60 et seq of the Civil Code of Switzerland whose seat is in Zug. © RSM International Association, 2021

# Un passato forte che legittima



## Basi solide per piani ambiziosi

Il senso profondo di un libro di storia associativa come questo che gli iscritti Anasf stanno ricevendo ai loro indirizzi in questi giorni è mettere in sintonia passato e futuro. Un passato forte che dà basi solide su cui l'Anasf di Luigi Conte saprà attuare ulteriori ambiziosi sviluppi. Come le prime mosse (vedi intervista) hanno già ampiamente dimostrato.

## “45 ma non li dimostra”, vi spiego perché Anasf porta bene i suoi anni

Il mio libro serve a far conoscere come e cosa è stato fatto per raggiungere i tantissimi obiettivi che l'associazione si è posta nel corso degli anni. Ecco perché ho raccolto le testimonianze individuali di chi personalmente ha rappresentato, gestito, raccontato, legiferato e verificato il flusso degli eventi di questi 45 anni di attività

di Francesco Priore

**I** consulenti finanziari e l'Anasf hanno il merito di aver creato il mercato italiano del risparmio gestito, un merito acquisito attraverso decenni di lavoro e di impegno. Questo mercato si sarebbe sviluppato in Italia anche senza i consulenti finanziari e senza l'Anasf? Certamente sì, ma la storia certifica che prima dello sviluppo di questa attività il mercato non c'era e da quell'attività è stato generato. La storia si basa sui reperti e sulle testimonianze scritte, che consentono di risalire alle origini, anche se in questo caso è solo poco più di mezzo secolo. Questa la ragione che ha ispirato la scrittura del libro “45 ma... non li dimostra”. Un riconoscimento ai consulenti e ad Anasf di Axa I.M., Banca Mediolanum, BlackRock, Capital Group, J.P. Morgan A.M., Pictet A.M., Pimco, Zurich Bank. La nascita di questo mercato ha modificato, in pochi decenni, i secolari costumi economici degli italiani, oggi metà della ricchezza italiana è finanziaria e i due terzi della stessa sono nel risparmio gestito, buona parte di questo patrimonio delle famiglie italiane gode delle cure professionali dei consulenti finanziari. È l'aver aggiunto l'aggettivo professionale all'attività dei consulenti finanziari il merito più importante, tre i tanti, dell'Anasf. L'attività, sostanzialmente mercantile, la vendita dello strumento principe del mercato finanziario, il fondo comune d'investimento, parte in Italia negli anni '66-'67 del secolo scorso. L'Anasf si costituisce dieci anni dopo, e l'acronimo, ancora attuale, sta per Associazione Nazionale Agenti Servizi Finanziari. Anasf nasce con uno scopo preciso trasformare l'attività mercantile in una vera professione, sin dal primo giorno

l'obiettivo è ottenere, attraverso un riconoscimento legale, la realizzazione di un albo professionale dei consulenti finanziari. Obiettivo raggiunto nel 1991, dopo solo quattordici anni.

La motivazione nacque dalla constatazione, dopo le crisi degli anni centrali del '70, che la professione aveva resistito alla crisi, ma una nuova crisi avrebbe potuto spazzarci via e privare i cittadini di un'opportunità esiziale per una gestione diversificata dei risparmi, non più solo cartelle fondiarie e BTP, ma anche fondi e gestioni.

Il libro serve a far conoscere come e cosa è stato fatto per raggiungere i tantissimi obiettivi. Il modo: raccogliere le testimonianze individuali di chi personalmente ha rappresentato, gestito, raccontato, legiferato e verificato il flusso di eventi di questi 45 anni di attività. Gli stessi, se non avessero riscosso la fiducia, il consenso e l'adesione di oltre la metà dei consulenti attivi, non avrebbero avuto la forza di esercitare la moral suasion nei confronti dei legislatori, dei politici, delle istituzioni e soprattutto dei media.

I media sono stati i migliori supporter della categoria, sostenendo l'Anasf quando presentava delle istanze non corporative ma socialmente corrette ed esercitando poi un controllo sullo svolgimento dell'attività. La crescita del mercato promosse, a sua volta, la nascita di numerosi settimanali, mensili e dell'attività accademica. Le cattedre universitarie, relative al mercato finanziario, sono state istituite oltre vent'anni dopo; nasce prima la lingua e poi la grammatica! Quello che Anasf ha fatto lo si

potrà leggere nel libro, ma è importante ancor più quello che potrà fare.

È con profonda riconoscenza che cito i soci, che io definisco i costituenti dell'Anasf: G. Baracchi, S. Bassini, F. Francesconi, N. Minghetti, P.D. Pedrini, R. Santoro Bisio, A. Siviero, R. Stanzani, G. Tomasello, con cui ci riunimmo in un pomeriggio del settembre del '77. Decidemmo di far vivere l'Anasf, in maniera concreta, anche tassandosi. Purtroppo, molti di loro non sono più con noi, come tanti altri “soci fondatori”, cioè quei colleghi che si iscrissero entro la fine del '77.

Quello che l'Anasf potrà fare per il mercato e per i consulenti finanziari, dipenderà dall'adesione e dalla partecipazione del maggior numero dei colleghi. Se tanti obiettivi sono stati raggiunti partendo da una cellula, cosa potrà realizzare un organismo?

Nella foto  
Francesco  
Priore, autore  
di “Anasf 45  
ma non li  
dimostra”



# Perché è bello che l'anniversario di Anasf sia festeggiato dai consulenti finanziari

Il libro di Francesco Priore, pubblicato dalla nostra casa editrice, ha il merito di rimarcare quanto questa categoria professionale sia stata capace, in 45 anni di vita, di restare giovane. In più, in "Anasf 45 ma non li dimostra" c'è anche l'idea di una proiezione professionale e culturale. Perché oggi i consulenti finanziari hanno sul piede una palla gol: quella di accelerare la loro crescita

di Sergio Luciano

**C'**è un titolo di una "piece" teatrale scritta nel 1933 da Peppino e Tina De Filippo che regala alla categoria dei consulenti finanziari, quest'anno - nel 45° anniversario della fondazione della loro associazione professionale, l'Anasf - un'affettuosità sincera e forte una proiezione professionale e culturale. Il titolo è "45, ma non li dimostra" (è parafrasato, perché l'originale era "40 ma non li dimostra"...), ed è stato scelto da Francesco Priore per il suo libro storico sull'associazione che ha contribuito a fondare, di cui è stato primo segretario generale e secondo presidente. L'affettuosità è costituita dalla scelta di rimarcare quanto questa categoria professionale sia stata a oggi capace, pur in quasi mezzo secolo di vita, di restare giovane. Ma nel titolo c'è anche l'idea di una proiezione professionale e culturale, perché i consulenti finanziari hanno oggi sul piede una palla-gol: quella di accelerare la loro crescita con un salto qualitativo e quantitativo che il contesto richiede e abilita più che mai, pur non semplificandolo.

Già: in quale contesto si muovono oggi i consulenti finanziari italiani?

Quello di una digitalizzazione senza precedenti che semplifica le relazioni interpersonali e ridimensiona - ancor più di quanto non sia già avvenuto - la necessità che queste relazioni abbiamo una sede fisica. Per cui quanto mai appropriata suona oggi la specificazione dell'attività del consulente "abilitato all'offerta fuori sede": ormai le offerte sono quasi sempre e quasi tutte "fuori sede"!

L'altro elemento nuovo di contesto è la



La copertina di "Anasf 45 ma non li dimostra"

concentrazione dei cambiamenti (le famose "transizioni": ecologica, digitale eccetera) e della loro complessità in quest'epoca convulsa: il che rende più ovvia, quasi naturale e dunque spontanea, la scelta dei risparmiatori più sensibili, prudenti e ambiziosi di rivolgersi a un consulente finanziario e archiviare la modalità classica di investire per delega in bianco, capendo il minimo, a volte capendo nulla, e spesso lasciando in banca giacenze ingestite.

Se però digitalizzazione e complessità spingono e potranno spingere sempre più clienti a rivolgersi ai consulenti, a questi ultimi viene proposto un carico di responsabilità aggiuntiva molto pesante e una soglia di complessità molto elevata da superare. Le domande che i clienti pongono sono sempre più impegnative e inducono risposte complesse. Le competenze evol-

vono sempre più rapidamente. La formazione dev'essere permanente e non limitarsi soltanto alla profonda conoscenza dei prodotti "di casa".

Nelle pagine dell'opera scritta da Francesco Priore con Emanuela Notari che *Economy Group*, attraverso la propria testata *Investire*, ha avuto l'onore di pubblicare e che sta arrivando in questi giorni nelle case di tutti gli iscritti Anasf, si leggono in embrione tutte le premesse perché questa sfida sia vinta e queste opportunità portate dai tempi nuovi siano perfettamente colte dalla categoria.

Categoria che non a caso, anche e soprattutto attraverso l'Anasf - al cui vertice *Investire* dedica la copertina di questo numero - sta vivendo una fase di grande crescita nella consapevolezza, nella preparazione (grazie anche all'Efpa) e nelle ambizioni.

I consulenti, infine, sono i principali attori - per non dire gli unici - di quella tanto invocata e così poco praticata educazione finanziaria che dovrebbe accompagnare i giovani fin dalle scuole primarie affinché siano risparmiatori consapevoli domani, e che intanto va indirizzata con urgenza agli adulti che detengono oggi redditi e risparmi adeguati affinché indirizzino al meglio e riqualifichino al massimo le loro scelte.

## Albo di categoria, un percorso di consapevolezza

“45 ma non li dimostra” racconta attraverso testimonianze dei protagonisti dell’epoca anche l’esperienza dell’autodisciplina negli anni ’80, poi l’Albo pubblico sotto la gestione Consob e infine l’Albo privatistico attraverso l’esperienza di Apf prima e Ocf poi. Con una costante: l’Anasf protagonista di tutti i processi di organizzazione e di crescita della categoria

di Marco Muffato

**E**conomy Group, nella sua qualità di editore, presenta una iniziativa celebrativa di Anasf, l’associazione di categoria di riferimento dei consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede, realizzata da uno dei suoi storici soci fondatori nel 1977 nonché tra le voci più autorevoli di questo mercato: **Francesco Priore**. “Anasf 45 ma non li dimostra” è infatti il titolo dell’opera che Priore ha realizzato con **Emanuela Notari**, che ha come sottotitolo “La professione di consulente finanziario. Risultati, progressi, prospettive”. Priore, nei primi ruggenti di vita di Anasf, ne è stato segretario generale (con presidente l’indimenticabile **Roberto Tenani**) prima e presidente poi. E anche al termine dei suoi mandati non ha mai rotto il cordone ombelicale con l’associazione tanto da essere stato insignito del rango di presidente emerito. Non è la prima fatica letteraria di Priore che è anche stato autore di: “Il Mercato che non c’era” (2012), “25 da Consulente a... Consulente” (2017), “Cliente Riassegnato” (2018), tutti volumi preziosi che raccontano storia, evoluzioni e caratteristiche della consulenza finanziaria in Italia nonché quella dei consulenti finanziari, anche nel passaggio di denominazione a promotori finanziari e alla ridenominazione recente in consulenti finanziari.

I 12.500 consulenti finanziari associati Anasf riceveranno gratuitamente al proprio indirizzo il libro “Anasf 45 ma

non li dimostra”. Un libro che gli iscritti Anasf riceveranno grazie al contributo di sponsor prestigiosi che hanno aderito a questa iniziativa celebrativa: **Axa Investment Managers, Banca Mediolanum, BlackRock, Capital Group, J.P. Morgan Asset Management, Pictet Am, Pimco, Zurich Bank**.

### LE RAGIONI DELL’OPERA

Come raccontare questa ultima fatica di Francesco Priore? Con le sue stesse parole in apertura di “Anasf 45 ma non li dimostra”: “2027, giubileo dell’Anasf: l’Associazione provvederà a celebrare adeguatamente quell’importante data, così come ha fatto in passato per le principali ricorrenze. In un’occasione come quella, penso che bisognerà comunicare al mercato, alle istituzioni e ai colleghi i risultati conseguiti e gli obiettivi che si propone per i futuri... anni. Ho ritenuto che l’occasione dei primi 45 anni fosse quella giusta per raccontarci, tra noi associati, che cosa Anasf ha fatto in questo periodo. Mi sono “arrogato” il diritto di prendere questa iniziativa perché mi ritengo una memoria preistorica dell’associazione. Perdere la memoria delle origini, spesso modeste, non aiuta a capire quanto impegno - e di quante persone - ci sia voluto per arrivare fino a oggi. Chi poteva raccontarlo? Quelli che in prima persona hanno gestito politicamente e organizzativamente l’associazione”, scrive Priore in apertura del suo libro.

Anasf aveva appena 4 anni ma era molto attiva nell’interesse dei cf. Nella foto del 18 novembre 1981 ha organizzato un convegno sulla protezione del risparmio presso la Ccfaa di Milano



### PROTAGONISTI PER TUTTE LE STAGIONI

L’opera di Priore è anche un prezioso scrigno delle memorie associative riportate dai protagonisti di tante stagio-



Un giorno storico per l'Anasf quel 7 ottobre 1988 con il Congresso straordinario Anasf per l'istituzione dell'Albo di autodisciplina dei consulenti finanziari, che porrà le basi del futuro Albo pubblico

ni importanti vissute dall'associazione di categoria dei consulenti finanziari (per lunghi conosciuti al grande pubblico come promotori finanziari): Chi poteva raccontarlo? "I presidenti emeriti, tutti ancora in Anasf, Carlo Bagnasco, Elio Conti Nibali, Maurizio Bufi e, in carica, Luigi Conte; i direttori, anzi le direttrici generali dei tempi precedenti: Lidia Lommi, Daniela Stigliano e l'attuale Germana Martano; chi ha comunicato, Marco Muffato e Stefania Ballauco. Poi chi ci ha fatto conoscere, cioè i giornalisti che ci hanno seguito dalla prima ora: Gian Guido Oliva e Giacomo Ferrari che ci hanno fatto conoscere al mercato e alle istituzioni; una rappresentante delle istituzioni che ci segue da quasi quarant'anni, la dottoressa Giovanna Trazza. Ultimi ma non ultimi, due luminari: il professor Vincenzo Roppo, da sempre "il legislatore" dell'Anasf, e il professor Renzo Costi, che insieme ai professori Roppo e Velo costituì la "Cassazione" dell'Albo di Autodisciplina", come ricorda Priore a inizio del suo libro.

### LA PREFAZIONE DI COSTI

Un ruolo quello dell'Anasf fondamentale per l'affermazione della consulenza finanziaria in Italia e per la tutela del mercato finanziario e dei risparmiatori come sottolinea il professor Renzo Costi (che è stato uno degli ispiratori della riforma del diritto bancario italiano configurata dal decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385 e della riforma del diritto del mercato finanziario italiano prevista dal decre-

to legislativo 24 febbraio 1998 n. 58) nella prefazione all'opera di Priore. "L'Anasf, l'Associazione nazionale servizi finanziari, nasce nel 1977, ossia in un momento in cui l'Italia, a differenza di altri Paesi con un'economia capitalista avanzata, non ha un ordinamento del mercato mobiliare adeguato all'importanza della sua economia (...). Da questo punto di vista la costituzione di Anasf, da parte dei consulenti finanziari, fu un atto antesignano e che contribuì a mettere in luce le carenze dell'ordinamento italiano del mercato mobiliare. Il mercato finanziario italiano, sostanzialmente dominato dal sistema bancario, non prevedeva una disciplina generale delle negoziazioni di valori mobiliari che si svolgevano al di fuori della Borsa (e del Mercato

ristretto) e non prevedeva una disciplina degli investitori istituzionali (fondi comuni). Fu solo all'inizio degli anni '80 (legge 23 marzo 1983, n. 77) che si pose, almeno in parte, rimedio a queste lacune clamorose prevedendo una disciplina generale dell'appello al pubblico risparmio e la disciplina dei fondi comuni di investimento aperti. Ed è negli anni '80 che Anasf conosce un forte sviluppo e, soprattutto, si dota di un codice di Autodisciplina che disegna un particolare statuto convenzionale dei consulenti finanziari".

### LA STORIA LEGALE E POLITICA

Un capitolo importante del libro è affidato all'analisi di un giurista e docente universitario del calibro di Vincenzo Roppo, che ricorda l'evoluzione dell'associazione sul fronte dell'azione legale e politica nell'interesse della professione. "Trovo molto appropriata la coppia di aggettivi versata nel titolo, perché la storia di Anasf si svolge proprio su questi due terreni connessi tra loro: il terreno legale, nel senso che tutto l'itinerario dell'associazione procede essenzialmente per i canali della regolazione legislativa; e il terreno politico, nel doppio senso di politica associativa e di politica istituzionale. Politica associativa significa elaborazione degli obiettivi strategici (dunque in senso lato "politici") capaci di garantire alla professione di consulente finanziario prospettive sicure di consolidamento e sviluppo: obiettivi che la governance dell'associazione ha

Nella foto Albino Esposito, Francesco Priore e Renato Mannheimer





saputo, fin dall'inizio, mettere a punto lucidamente. Politica istituzionale significa che per raggiungere quegli obiettivi è stato indispensabile che Anasf entrasse in rapporto e confronto con le istituzioni pubbliche di matrice inevitabilmente "politica" (Parlamento e Governo) che hanno competenza per la disciplina delle attività finanziarie. Una formula buona per sintetizzare questa storia potrebbe essere: 'La lunga marcia dal mercato alle istituzioni, per poi tornare in qualche modo al mercato'".

## DALL'ALBO DI AUTODISCIPLINA A QUELLO PUBBLICO

Per Roppo "lo sviluppo della professione di consulente finanziario (di cui Anasf è stata ed è sicuramente il protagonista più rappresentativo) può scandirsi per grandissime linee in tre fasi principali. E per denominarle possiamo, anche qui, inventarci delle formule". "Chiamiamo allora la prima fase come fase del non governo", si legge nell'intervento dello storico consulente legale dell'Anasf. "Siamo negli anni settanta, quando nasce in Italia un mercato finanziario rivolto al grande pubblico retail, in cui si affacciano questi nuovi professionisti impegnati a contattare i risparmiatori, come allora usava dirsi, "porta a porta". Era la fase del mercato puro e nudo: all'inizio sguarnito di qualsiasi significativa regolamentazione legale sia sulle caratteristiche dei prodotti finanziari creati dagli emittenti, sia sulle modalità della loro distribuzione (...). "Ed è proprio la logica del Far West che Anasf vole-

va combattere, consapevole che solo in un mercato ordinato (e quindi regolato) i consulenti finanziari avrebbero potuto trovare le migliori prospettive di sviluppo della professione. In mancanza di regolazione legale, ecco allora l'iniziativa dell'autoregolazione: nella seconda metà degli anni ottanta Anasf elabora un codice di autodisciplina - fatto di regole di condotta, controlli, sanzioni - che tutti gli iscritti sono impegnati a osservare. È un passaggio fondamentale per l'apertura della fase successiva" (...). "Questa seconda fase può definirsi la fase del riconoscimento pubblico. Ci si arriva all'inizio degli anni '90 con la legge sulle sim (1/1991). Il disegno di legge originario non prevedeva nulla sui consulenti finanziari, ma l'azione di lobbying virtuosa svolta da Anasf nei confronti del Parlamento e del Governo duran-

Altra data cruciale per la categoria. Il 12 e 13 luglio 1991 si svolge a Milano il Congresso straordinario Anasf per celebrare l'istituzione dell'Albo dei promotori finanziari con la legge sulle Sim

*Roppo: «Il disegno di legge originario agli inizi degli anni '90 non prevedeva alcunchè sui consulenti finanziari. Fu l'azione di lobbying virtuosa di Anasf nei confronti di Governo e Parlamento a portare al riconoscimento della categoria»*

te l'iter della legge promuove e porta all'approvazione un emendamento che riconosce e regola la categoria professionale, dotandola di uno statuto legale ad hoc centrato sulla riserva dell'attività di collocamento fuori sede agli operatori iscritti in un apposito albo, cui si accede solo col possesso di rigorosi requisiti di onorabilità e professionalità". (...) La fase del riconoscimento pubblico coincide con la fase del governo pubblico. Nella previsione della legge sim l'albo dei consulenti (ma la legge allora preferiva chiamarli

Dal 23 al 26 novembre 2006 si svolge a Taormina il Congresso nazionale Anasf. Riconoscibile, in piedi sul palco, l'allora presidente Elio Conti Nibali, mentre nel tavolo di presidenza al centro è seduto Francesco Priore





Il Congresso Anasf di Ischia del 30 e 31 marzo 1990 con un panel internazionale. Il tavolo è presieduto da Francesco Priore, a destra R. M. Chipot (Francia), J.S. Ribera (Spagna). Sul podio c'è B. Glannon (Irlanda)

promotori) finanziari era infatti direttamente organizzato e gestito sotto l'ombrello di un organismo pubblicistico quale la Consob (anche se all'interno di esso erano rappresentati gli operatori del settore). È proprio su questo aspetto che si realizza il passaggio alla terza fase, quella attuale. Alla fase presente sembra attecchirsi la definizione di fase dell'autogoverno (...). "L'albo dei consulenti finanziari (nel frattempo il legislatore aveva ripristinato la vecchia denominazione delle origini) non fa più capo a un'entità pubblica, ma la sua organizzazione e gestione sono affidate a un soggetto privato - l'Organismo -, costituito in forma associativa dalle stesse categorie professionali interessate (consulenti e reti di distribuzione)".

## DALL'APF ALL'OCF

E questo soggetto privato, nelle sembianze dell'Apf prima e dell'Ocf poi, caratterizzerà una nuova fase di crescita della professione. Bella e importante in questo contesto anche la testimonianza di Giovanna Giurgola Trazza, che fu presidente di Apf, l'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari composto da Anasf, Abi e Assoreti, per sei anni dal 2007 al 2013. L'ex presidente ricorda in "45 ma non li dimostra che "L'esperienza maturata nel mio rapporto con la consulenza finanziaria e risalente a "tempi eroici", secondo la definizione di Elio Conti Nibali, mi porta a esprimere, in estrema sintesi, la favorevole sensazione di avere assistito e accompagnato le fasi di formazione e crescita professionale della categoria, proseguita poi nel tempo". "La pratica di mera vendita di prodotti finanziari si evolse gradualmente in una cura e assistenza del cliente per consentire allo stesso di effettuare scelte consapevoli ed appropriate" afferma la Giurgola Trazza a nel libro. "Una funzione così rilevante per un mercato che ne evidenziava la assoluta necessità, aveva bisogno di svilupparsi in modo concreto e razionale. La volontà congiunta dei soggetti operativi di Anasf, determinati e capaci, di Abi ed Assoreti e l'apporto istituzionale di una regolamentazione graduale e adeguata hanno consentito che ciò si realizzasse". Interessante l'osservazione finale di Roppo, l'esperienza dell'Apf e dell'Ocf poi "È, in un certo senso, un ritorno alle origini. Inizialmente l'unico "albo" dei consulenti finanziari era l'albo "privato" creato a fine anni

ottanta nell'ambito dell'operazione autodisciplina di cui Anasf si era fatta protagonista, ancor prima che la categoria ottenesse pieno riconoscimento e regolamentazione legale. Adesso, dopo l'intermezzo dell'albo totalmente pubblico creato e gestito dalla Consob, si è tornati a un albo in qualche senso "privato": previsto e regolato sì dalla legge, sottoposto sì a controlli e scrutini della Consob, ma intestato a un Organismo che ha natura privatistica e costituisce emanazione degli operatori del mercato. Una transizione dal governo pubblico all'autogoverno, che risulta enfatizzato dalla recente previsione di trasferire dalla Consob all'Organismo, oltre ai compiti di gestione dell'albo, anche la funzione di vigilanza sulla condotta dei consulenti finanziari e di applicazione delle relative sanzioni".

Il 26 e 27 ottobre 2001 (foto a destra) si svolgono al Palazzo dei Congressi di Roma la convention Anasf "Consulenza e servizi finanziari tra evoluzione informazione e tecnologia" e il Salone internazionale degli investimenti



Dall'11 al 13 ottobre 2007 (foto in basso) si festeggiano i 30 anni di Anasf al Parco della musica a Roma



## Come utilizzare l'impronta sociale per investire

Quando l'inflazione rischia di erodere il rendimento reale, l'integrazione di fattori Esg può aiutare a costruire portafogli d'investimento a lungo termine. Lo spiega Chris Iggo, cio Core Investments di Axa Investment Managers

di Rosaria Barrile

**Q**uando l'inflazione rischia di erodere il rendimento reale, l'integrazione di fattori Esg può venire in soccorso e aiutare a costruire portafogli d'investimento a lungo termine soprattutto nell'attuale contesto di mercato.

A spiegare come è **Chris Iggo**, cio Core Investments di **Axa Investment Managers**.

«Per valutare se un'impresa possa rappresentare o meno un buon investimento occorre comprendere la sua struttura di costo e conoscere i rischi ai quali è esposta. Attraverso un approccio Esg gli investitori possono individuare i principali rischi e i costi extrafinanziari associati alle attività dell'impresa. Occorre poi di capire se tali costi vengono internalizzati e se hanno un impatto significativo sui risultati finanziari. Vediamo già, per esempio, che le aziende internalizzano il costo delle emissioni di carbonio. Dato che le metodologie stanno migliorando, il quadro normativo offre una struttura solida per quantificare il valore in denaro di questi rischi», esordisce Iggo.

### **Dalla gestione delle risorse umane al tema dell'inclusione**

Anche se per gli investitori si conferma ancora oggi complesso "misurare" i rischi sociali e i loro potenziali costi finanziari, è possibile prendere in esame alcuni fattori specifici.

«Si può partire dal valutare come un'impresa gestisce i collaboratori – una risorsa chiave per qualsiasi azienda», sottolinea Iggo. «Aree quali le politiche retributive, l'attribuzione di benefit, le condizioni contrattuali e l'attività di sviluppo dei collaboratori ci dicono molto sulla qualità del management, ma anche sui potenziali rischi. Un'azienda che paga un salario minimo applica contratti "a zero ore" e offre scarsi benefit ai dipendenti, come l'indennità di malattia obbligatoria, avrà probabilmente una manodopera meno produttiva di un'azienda concorrente in grado di attribuire più valore al suo capitale umano. Le ripercussioni sui costi potrebbero essere de-

Nella foto Chris Iggo, cio Core Investments di Axa Investment Managers



terminate da livelli elevati di turnover, scioperi o vertenze sindacali. Nell'era post-Covid-19, inoltre, è probabile che i lavoratori apprezzino un approccio più flessibile in termini di numero di ore lavorate, di sede di lavoro e che attribuiscono grande importanza all'equità di trattamento».

Un altro aspetto sul quale è importante effettuare delle valutazioni accurate è il tema della salute, che va a comprendere a sua volta quello della sicurezza sul posto di lavoro. «Questo aspetto è più evidente nel settore manifatturiero, dove i lavoratori possono essere esposti a rischi fisici», aggiunge Iggo. «Ma in tutte le aziende, di qualunque settore, favorire la salute fisica e mentale dei dipendenti, oltre a migliorare la produttività, riduce il rischio di contenziosi. Oltre al personale che lavora direttamente in azienda, è importante anche capire se ci sono rischi per il capitale umano attivo lungo la filiera. Un problema storico, ad esempio, che affligge l'industria dell'abbigliamento è lo sfruttamento del lavoro minorile nelle aziende tessili fornitrici situate in Paesi in via di sviluppo».

Un tema oggetto di crescente attenzione è la diversità intesa come fattore in grado di fornire valore all'organizzazione, a tutti i livelli, non solo manageriale. «Gli investitori devono considerare quanto le aziende promuovono la diversità al loro interno, come incoraggiano l'innovazione e lo sviluppo di idee, quanto le loro strategie di gestione delle risorse

*«Aree quali le politiche retributive, l'attribuzione di benefit, le condizioni contrattuali e l'attività di sviluppo dei collaboratori ci dicono molto sulla qualità del management ma anche sui potenziali rischi»*

umane consentono di identificare eventuali forze contrarie all'inclusione e all'apertura», commenta Iggo. «Sono disponibili delle metriche per giudicare la qualità della gestione del capitale umano, ma è importante anche mantenere un dialogo diretto con le imprese sui temi della cultura aziendale. Un management team che dialoga costantemente con i dipendenti, che promuove la diversità a tutti i livelli e che incoraggia lo sviluppo delle risorse umane non solo corre meno rischi di chi presta meno attenzione a questi aspetti, ma potrebbe anche essere favorito da una maggiore capacità di attrazione e fidelizzazione dei talenti».

### **Un approccio attivo all'investimento responsabile**

Oltre a valutare il mondo in cui le società gestiscono i propri collaboratori, occorre poi prendere in esame l'impatto che i loro prodotti e le loro attività hanno sulla società civile. Gli investitori dovrebbero considerare anche fattori come la responsabilità di prodotto, i potenziali rischi per la salute, la riservatezza dei dati e la responsabilità finanziaria.

«Si tratta di questioni di ampio respiro che impongono un approccio attivo all'investimento responsabile. Solo così gli investitori potranno valutare l'impatto dei rischi cui è esposta l'impresa attraverso l'impatto sociale delle sue attività operative», prosegue Iggo. «Abbiamo già visto come le aziende del settore

del tabacco sono state per lo più escluse dall'universo del "responsible investing" a causa dell'enorme impatto dei loro prodotti sulla salute delle persone. Questo è senz'altro un esempio estremo, ma la performance di qualsiasi investimento può marginalmente migliorare grazie alla comprensione, a ogni livello, dei rischi connessi ai prodotti dell'azienda in cui investiamo e di potenziali esternalità negative. La sicurezza degli alimenti, i contenuti dei social media, gli standard edilizi, le politiche generali di prezzo e la qualità del servizio al cliente sono solo alcuni dei molti modi con cui prodotti, servizi e attività d'impresa possono influire sullo stato generale di benessere della società civile».

### **Crescita sostenibile e impact investing**

La comprensione dei rischi è importante, ma è altrettanto importante capire se la cultura aziendale favorisce una crescita sostenibile. Come selezionare quindi le società produttrici di beni e servizi in grado di produrre cambiamenti positivi nella società e nel contempo rendimenti a lungo termine?

«La sfida per gli investitori è lo sviluppo di sistemi di riferimento che consentano di comprendere i rischi sociali delle imprese, di individuare i leader che fanno dell'aspetto sociale un asset privilegiato nello sviluppo delle proprie attività aziendali e di comprendere la sostenibilità commerciale a lungo

termine dei prodotti che hanno un impatto positivo».

Secondo Iggo, un possibile approccio è dato dall'Impact investing. «Basandosi sugli obiettivi per lo sviluppo sostenibile (SDG) delle Nazioni Unite, gli asset manager possono proporre strategie d'investimento con chiari obiettivi sociali, facendo riferimento a un universo di società le cui attività possono contribuire al raggiungimento di tali scopi. Per esempio, la concentrazione sugli obiettivi "Salute e benessere" e "Città e comunità sostenibili" aiuta a identificare le imprese con prodotti potenzialmente rilevanti collegati a questi ambiti. Abbiamo a disposizione dati a supporto che consentono di valutare come prodotti e servizi siano resi accessibili a prezzi convenienti alle comunità che ne hanno più bisogno», conclude Iggo. «Le biotecnologie rappresentano un buon esempio di settore "misurabile" attraverso questa lente sociale: è evidente come questa tipologia di attività possa esercitare profondi effetti benefici connessi alla lotta contro le malattie e al possibile prolungamento della vita produttiva. La sfera medica è un'area in cui l'innovazione è palesemente orientata a produrre impatti sociali positivi. Nell'era della tecnologia, anche la fornitura di servizi di protezione dei dati costituisce un bene per la società, in quanto contrasta chi intende accedere a dati personali per fini illeciti e non autorizzati».



## «Consulenti finanziari, la scelta migliore per difendere i risparmi dal carovita»

Il direttore commerciale dell'istituto di Basiglio a tuttocampo, parla anche della crescita del ruolo dei consulenti finanziari e sottolinea che ormai svolgono "una funzione sociale"

di Sergio Luciano

**45** anni di **Anasf**, 40 anni di **Banca Mediolanum**, due protagonisti del mondo della consulenza finanziaria che hanno tracciato un solco in questo settore. Nata il 2 febbraio del 1982, **Programma Italia** corona il sogno di **Ennio Doris** e incontra l'interesse imprenditoriale di **Silvio Berlusconi**. L'idea su cui si fonda Programma Italia, oggi, può sembrare semplice, anzi scontata, ma 40 anni fa crea uno spartiacque nel settore e getta il seme di un cambiamento epocale. L'idea di Ennio Doris è di mettere il cliente e i suoi bisogni al centro della proposizione consulenziale. Cambia quindi la prospettiva con cui guardare al cliente, non settoriale, ma globale. Da questa considerazione nasce il Consulente Globale, oggi Family Banker, e si abbattano le barriere che separano le banche, dalle sim, dalle assicurazioni. Il cliente viene posto al centro e attorno a lui ruotano i servizi bancari, di investimento e assicurativi.

Oggi incontriamo un uomo, un manager, che ha contribuito alla crescita di Banca Mediolanum, **Stefano Volpato**, entrato in Programma Italia nel 1986, diventato direttore commerciale nel 2011.

**Dottor Volpato, lei oggi guida una squadra di oltre 4.200 Family Banker. Ma prima di parlare del ruolo del consulente finanziario, mi permetta di chiederle di condividere con noi un ricordo su Ennio Doris, che tanto ha fatto per la professione e per i risparmiatori.**

Ennio Doris era un profondo cono-



Nella foto Stefano Volpato, direttore commerciale di Banca Mediolanum

*«Il consulente finanziario oggi deve avere una preparazione ferrea e trasversale su tutti gli ambiti che toccano un patrimonio. Deve cogliere esigenze anche in aree non strettamente finanziarie»*

scitore dell'animo umano, sapeva comprendere l'altro da piccoli gesti, da uno sguardo. Inoltre nutriva un profondo rispetto per le persone e per il loro lavoro. Da un incontro con un falegname, che non poteva permettersi il lusso di ammalarsi, comprende la necessità di unire i servizi bancari, di investimento e assicurativi in un'unica realtà, tutti al servizio del cliente e dei suoi reali bisogni e progetti di vita. Per sviluppare la capacità di ascolto e l'empatia verso l'altro, Doris mi diceva spesso "osserva e osservati". Inoltre ripeteva con altrettanta frequenza che, qualunque fosse il tuo lavoro, andava svolto nel migliore modo possibile. Bis-

gna puntare all'eccellenza sempre, in ogni occasione.

**Torniamo al presente. Quali sono quindi i "ferri del mestiere" di un buon consulente finanziario?**

Sicuramente la preparazione, che deve essere ferrea e trasversale su tutti gli ambiti che toccano un patrimonio. Non occorre formare tuttologi, ma professionisti in grado di cogliere esigenze, magari inesprese, anche in aree non strettamente finanziarie. Il consulente finanziario, o meglio il consulente patrimoniale, resta il detentore della relazione e della fiducia del cliente, ma non può gestire ogni esigenza autonomamente. Deve dotarsi di un network di specialisti da attivare in base alla casistica che emerge dalla relazione. I professionisti che ruotano attorno al consulente completano la sua capacità propositiva e quindi la qualità e profondità del servizio che può essere offerto al cliente.

**Di questi tempi, però, formazione e network di specialisti non sono sufficienti. Cos'altro serve?**

Certamente questo è un momento storico particolare appesantito da una condizione di stanchezza accumulata durante il Covid. È naturale che le persone abbiano paura e si sentano disorientate. Sono tante le notizie negative che si rincorrono e rimbalzano da un mezzo all'altro, amplificando il messaggio di paura e pervadendo la nostra quotidianità attraverso un'informazione immersiva. Quando si vive un momento di forte discontinuità, si tende a pensare che questa crisi sia la prima e l'unica e che durerà per decenni. In realtà dagli anni '60 ad oggi abbiamo vissuto una trentina di crisi: le due crisi energetiche del '74 e dell'82, le Guerre del Golfo, quella dei Balcani, le crisi finanziarie in Russia, in Argentina, in Brasile, in Grecia, le Torri Gemelle, Lehman Brothers. Eppure, in questi 60 anni il Pil mondiale è cresciuto di 8 volte. Quindi il mondo progredisce sempre, nonostante le crisi. Anzi, questi momenti fungono da acceleratore per trovare soluzioni a ostacoli che l'uomo incontra. È insita nella natura umana la voglia di migliorarsi costan-

temente. E questa molla spinge il mondo a progredire.

**Tutto condivisibile, ma cosa c'entra questo discorso con l'attività del consulente?**

C'entra eccome! Anzi, se il consulente si dimostra veramente utile per una famiglia, il suo ruolo svolge una funzione sociale.

**Ci spieghi meglio?**

Torniamo al contesto attuale e alla paura che tiene fermi 2.000 miliardi di euro nei conti correnti bancari e postali nonostante un'inflazione all'11,8%. Sa quanto perdono gli italiani in un anno?

**Quanto?**

172 miliardi di euro! Una cifra vicina al PNRR. Secondo lei quanti italiani sono consapevoli che una sorta di patrimoniale sta lentamente erodendo i risparmi accumulati con tanto sacrificio?

**Pochi?**

Pochissimi. Siamo tutti concentrati a parlare del carovita, dell'aumento delle bollette, del latte e del pane, da dimenticarci dei risparmi che teniamo in conto. Ecco, qui entra in gioco la capacità del consulente di riportare l'attenzione sulle cose essenziali della vita. Nonostante la crisi, per tuo figlio dovrai pianificare un futuro di studio e di avvio all'attività lavorativa. Nonostante la crisi, dovrai provvedere ai tuoi genitori che avranno sempre più bisogno di un'assistenza socio-sanitaria. Nonostante la crisi, tu stesso andrai in pensione e, se non hai provveduto per tempo a una polizza integrativa, non riuscirai a mantenere lo stesso tenore di vita di oggi. Questi sono i bisogni su cui bisogna rimanere focalizzati. Non è cinismo, ma senso di responsabilità verso la propria famiglia e verso la comunità. Con una popolazione sempre più anziana, il welfare pubblico farà sempre più fatica a garantire tutti i servizi attuali. Spetta a ciascuno di noi fare la propria parte.

**E quale parte svolge il consulente?**

La parte della guida, del leader. In un'edizione del World Business Forum di qualche anno fa Rudolph Giuliani, sindaco di New York al tempo delle Torri

Gemelle, parlò di leadership in questi termini. Immaginate di trovarvi in una stanza con tante persone e che improvvisamente scoppi un incendio. In quel momento un uomo sale sulla sedia e grida "io conosco la via d'uscita!". Ebbene, tutti lo seguiranno, perché è l'unico in grado di offrire una soluzione in un momento di forte emotività. Oggi le persone sono disorientate, hanno bisogno di un leader che li aiuti a recuperare serenità e fiducia verso il futuro.

**Lei sta chiedendo un atto di fede...**

No, sto chiedendo di farsi guidare dallo studio delle crisi passate per recuperare una posizione di lucidità e quindi di visione prospettica verso il futuro.

**Ci spieghi meglio...**

Come le dicevo, quando si vive una crisi, sembra che sia la prima e la peggiore di tutte. Ma torniamo con la mente al 2008, al fallimento della banca americana Lehman Brothers. Se riguarda il film *Too big to fail*, si rende conto che il mondo è stato a un passo da una recessione economica globale. L'abbiamo scampata grazie all'intuizione di aggregare più soggetti finanziari per creare grandi colossi impossibili da far fallire. Noi abbiamo avuto solo una parziale percezione del pericolo, ma questo spettro ha fatto crollare gli indici Msci World e S&P500 del 45% in sei mesi. Ebbene, dal 9 marzo 2009, giorno del picco minimo, a gennaio di quest'anno, questi stessi indici hanno recuperato ampiamente, guadagnando rispettivamente il 550% e l'817%. Osserviamo un esempio più recente. Il Covid è stato definito un cigno nero per i mercati, ha causato crolli vertiginosi in pochi giorni. Eppure, è stato il periodo di contrazione borsistica più breve della storia, appena 32 giorni.

**Se volessimo ricapitolare...**

Il compito del consulente finanziario è fondamentale per una famiglia. Aiuta a dare il giusto peso agli appuntamenti che mano a mano si avvicindano nella nostra storia, con uno sguardo al passato per non perdere la bussola e uno al futuro per mantenere la barra dritta nella realizzazione dei bisogni e progetti di vita di una famiglia.

## Etf, cresce il gradimento tra i consulenti finanziari

I prodotti indicizzati compiono 20 anni in Italia, da prodotto di nicchia si stanno ritagliando uno spazio sempre più crescente nelle pianificazioni dei consulenti finanziari. Andrea Favero, head of digital distribution di BlackRock Italia, spiega a *Investire* le ragioni del successo straordinario degli Etf nel nostro Paese

di Marco Muffato

**È** tempo di anniversari importanti in uno dei comparti più importanti del mondo del risparmio gestito: gli Etf. Ne parliamo con **Andrea Favero**, head of digital distribution di **BlackRock Italia**.

**Favero, la grande avventura degli Etf in Italia ha compiuto 20 anni. Possiamo fare un bilancio dei traguardi via via raggiunti dai fondi passivi nel nostro Paese?**

Dalla prima quotazione del primo Etf in Italia, l'industria è stata in grado di raggiungere risultati molto significativi come attestano gli oltre 100 miliardi di euro di masse conseguiti secondo i dati di Borsa Italiana aggiornati a fine ottobre. È un mercato che ha impiegato 15 anni per raggiungere i primi 50 miliardi di euro di patrimonio e appena 5 per oltrepassare il traguardo dei 100 miliardi. E siamo tuttora in una fase di forte espansione. I risultati conseguiti sono stati diversi, innanzitutto nelle caratteristiche dei prodotti, siamo partiti da fondi basati su indici molto tradizionali, per passare ai fattoriali, ai prodotti Esg e infine agli Etf tematici, questi ultimi tra i prodotti più richiesti oggi dai consulenti finanziari. Oggi c'è inoltre la possibilità di collaborare con gli index provider per costruire nuovi indici non collegati alla capitalizzazione oppure costruiti con criteri, a seconda dei casi, di inclusione ed esclusione. Mi piace ricordare altri due importanti traguardi, in primo luogo l'ampliamento dei nuovi utilizzatori di Etf. Venti anni fa il pubblico era composto prevalentemente da investitori istituzionali e gestori patrimoniali. Adesso c'è un sempre maggiore interesse da parte dei consulenti finanziari e clienti finali. Il secondo traguardo, che è collegato al perimetro più ampio di prodotti, riguarda il tipo di utilizzo dell'Etf: prima era più tattico ora può essere utilizzato nella parte core di portafoglio oppure rappresentare il mezzo per cogliere le opportunità in un tema molto specifico, in altre parole per esporsi in maniera precisa a una determinata asset class. In tutti questi anni peraltro l'Etf non ha perso le sue prerogative migliori: il suo essere semplice e trasparente, fattori chiave che consentono anche oggi a una vasta tipologia di investitori di raggiungere obiettivi molto più ampi rispetto ai primi tempi pionieristici di questo strumento finanziario.

**Sempre a proposito di anniversari, ha compiuto 20 anni anche il vostro Etf sul fixed income. Parliamo proprio del percorso di questo primo fulgido esempio delle proposte di Blackrock negli strumenti passivi...**

Sì, venti anni fa nacquero i primi Etf obbligazionari, addirittura nel 2002 BlackRock ne lanciò ben quattro. È stata una rivoluzione per il mercato obbligazionario, basti ricordare che prima del 2002 i bond potevano essere com-

Nella foto  
Andrea Favero, head of  
digital distribution  
di BlackRock Italia



prati e venduti solo Otc e questo voleva dire che per prezzare anche un solo bond si doveva passare tanto tempo a telefono, si immagina in quel contesto storico cosa significasse acquistare un basket di prodotti, quale sforzo era necessario... con un singolo Etf, invece, è stato possibile acquistare un basket altamente diversificato di obbligazioni. Il che ha significato un fondamentale risparmio di tempo per gli investitori obbligazionari e soprattutto la possibilità di mettere a disposizione una soluzione meno costosa e più efficiente per l'investitore finale. Già perché gli Etf hanno ridotto le barriere d'accesso agli investitori che si sono accorti dei benefici che questa innovazione accordando tanta fiducia come dimostra il fatto che le masse degli Etf obbligazionari hanno raggiunto i 2mila miliardi di dollari a livello globale con la concreta possibilità che possano toccare i 5mila miliardi di dollari entro il 2030 (Fonte: dati BlackRock, All Systems Go Report, maggio 2022). Pensi che solo nel 2022 abbiamo visto entrare circa 80 miliardi di dollari nei nostri Etf obbligazionari. Nella prima parte dell'anno abbiamo visto anche aumentare i volumi di scambio a dimostrazione che gli investitori hanno utilizzato questi strumenti proprio per adattare l'asset allocation grazie ai loro requisiti di flessibilità.

### **Gli Etf come possono essere utilizzati in chiave anti volatilità?**

Certo. Venti anni fa compravo solo il mercato, il Beta, oggi posso prendere delle decisioni diverse proteggendomi dalla volatilità proprio perché la gamma si è evoluta. È possibile utilizzare gli Etf per proteggersi dalla volatilità dei mercati con gli Etf fattoriali che seguono particolari stili d'investimento: l'esempio tipico è il minimum volatility, utilizzato da moltissimi investitori per continuare a essere esposti sul mercato azionario contenendo la volatilità del mercato stesso. Gli Etf minimum volatility premiano infatti i titoli meno volatili.

**Quella tra Etf e consulenti finanziari è una relazione che ha faticato negli anni scorsi a sbocciare. Ma nei prossimi**

### **anni potrebbe farsi più intensa. Quali sono le vostre evidenze?**

È vero anni fa c'era molta titubanza tra i consulenti finanziari i quali vivevano molta la contrapposizione tra il fondo attivo e lo strumento indicizzato. Ma negli ultimi anni è cambiato qualcosa, si è affermata la volontà di informarsi di più sulle caratteristiche dello strumento e questa migliore disposizione è stata guidata da una maggiore attenzione alla trasparenza e ai costi, due elementi che hanno portato i consulenti finanziari a essere più riflessivi nello scegliere i prodotti da inserire nei portafogli dei clienti. Anche lo sviluppo della consulenza a pagamento e di veicoli wrapper come le unit linked e le gestioni patrimoniali hanno fatto sì che l'Etf diventasse una alternativa credibile e consolidata agli occhi dei cf. Naturalmente oggi il consulente deve accentuare la propria attenzione sui prodotti indicizzati proprio perché stanno diventando più sofisticati e per questa ragione BlackRock ha varato una nuova iniziativa sugli Etf di carattere educativo dedicata ai consulenti finanziari. Abbiamo lanciato un hub interattivo denominato Etf Academy che contiene un percorso formativo per i cf sul tema Exchange Traded Funds. Hub che ha già registrato risultati molto interessanti in termini di utilizzo, con tanti cf che accedono e portano a termine il percorso formativo.

*«Un portafoglio di Etf offre sicuramente molti vantaggi ed è del tutto paragonabile a uno costruito con fondi attivi, ma l'aspetto cruciale è il processo d'investimento, cioè il passaggio dall'asset allocation alla selezione dello strumento»*

### **Come si è evoluta l'offerta nell'ambito degli Etf? Cosa si intende oggi per Etf innovativo? Ci può fare degli esempi?**

Sicuramente molta dell'innovazione avviene negli indici, nella capacità cioè di crearne di nuovi che lavorano con logiche nuove, con una pesatura diversa dei titoli inseriti e con la possibilità di identificare e inserire nell'indice una società con un tema specifico, per esempio quello della blockchain. Un altro prodotto di nuova concezione che abbiamo lanciato recentemente è un Etf "equi pesato", dove cioè attribuisco lo stesso peso a tutte le componenti dello S&P 500 così da avere un certo tipo di esposizione al fattore growth oppure ridurre la rilevanza dei big five del tech nell'indice. Un Etf che permette davvero di adattare il portafoglio al contesto di mercato.

### **Un portafoglio costruito in Etf che vantaggi offre? È paragonabile a uno costruito con fondi attivi?**

Un portafoglio di Etf offre sicuramente molti vantaggi ed è del tutto paragonabile a uno costruito con fondi attivi, ma l'aspetto cruciale è il processo d'investimento, cioè il passaggio dall'asset allocation alla selezione dello strumento. Per ogni consulente è diventato importante capire per esempio qual è l'orizzonte temporale, quanto tempo riesco a dedicare al monitoraggio e alla selezione di un gestore attivo, su quali e su quante asset class, per poi decidere se farlo tramite un gestore attivo oppure mediante un Etf. Un altro esempio è come decido di costruire la parte core del portafoglio, se con un approccio più direzionale tramite Etf oppure con un gestore multiasset. La risposta a tutte queste domande che il consulente si pone dipende quindi fondamentalmente dai suoi obiettivi, dai suoi vincoli e dalle situazioni di mercato. L'abilità del consulente oggi deve essere nel saper combinare gestione attiva e indicizzata per raggiungere gli obiettivi dei clienti. Emergeranno in definitiva sul mercato quei professionisti in grado di valorizzare portafogli costruiti con molteplici tipologie di strumenti finanziari, come le strategie attive, gli strumenti indicizzati - in primis gli Etf - ma anche nuovi prodotti e asset class come i mercati privati.

## Recessione: ecco quando e come farà capolino

Secondo gli economisti di Capital Group, anche se è difficile prevederla, ci sono alcuni segnali economici generalmente affidabili che vale la pena osservare con attenzione quando le economie si avvicinano alle fasi finali di un ciclo economico

di Rosaria Barrile

**I**l rischio di recessione è cresciuto in tutto il mondo dopo la pandemia di Covid e l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, soprattutto a causa del fatto che le banche centrali sono costrette ad aumentare i tassi di interesse per cercare di contenere la spirale inflazionistica.

Secondo gli economisti di **Capital Group**, anche se è difficile prevedere con precisione una recessione, ci sono alcuni segnali economici generalmente affidabili che vale la pena osservare con attenzione quando le economie si avvicinano alle fasi finali di un ciclo economico.

«Alcuni parametri standard, come l'aumento della disoccupazione e il calo della fiducia dei consumatori, cui si aggiunge l'andamento del settore edilizio, indicano che potrebbe verificarsi un rallentamento», dichiara **Jared Franz**, economista di Capital Group. «Tuttavia, la cosiddetta curva dei rendimenti a 2-10 anni negli Stati Uniti si è dimostrata un indicatore più interessante, e tradizionalmente più preciso. In parole semplici, questa mostra la relazione tra i titoli di Stato, Treasury Usa, a 10 e due anni. In genere i rendimenti sui primi sono più elevati, dato che gli investitori puntano a ritorni maggiori a fronte di prestiti del capitale su un periodo più lungo. Quando questa relazione si inverte - creando quella che viene definita una curva dei rendimenti invertita, in cui i rendimenti a due anni sono più alti di quelli a 10 anni - in genere nei 12-18 mesi successivi, 14,5 mesi in media, si verifica un periodo di recessione».

In particolare, questo segnale del mercato ha preannunciato tutti i rallentamenti che si sono verificati negli Stati Uniti dal 1970, anche se ci sono altri fattori di cui tenere conto.

«Prima di questa data, l'ultima volta che la curva a 2 e 10 anni si è invertita è stato a settembre 2019, e dopo soli sei mesi l'economia era entrata in recessione, più rapidamente del solito. Naturalmente, in quel momento il mondo stava entrando nell'occhio del ciclone causato dalla pandemia, che inevitabilmente ha avuto un impatto enorme sulle economie di tutto il mondo», prosegue Franz.

In genere i tassi dei Treasury a breve termine salgono (e i prezzi scendono) nei periodi in cui la Federal Reserve statu-

nitense inasprisce la sua politica aumentando i tassi di interesse, mentre i tassi dei Treasury a lungo termine tendono a calare quando cresce la domanda di obbligazioni.

«Una curva dei rendimenti invertita è considerata un segnale del fatto che gli investitori si stanno innervosendo, poiché indica che molti di loro si stanno orientando verso titoli di Stato a lungo termine, considerati beni rifugio, anziché acquistare asset più rischiosi», conclude Franz. «Nei mesi recenti abbiamo assistito a una breve inversione della curva a 2 e 10 anni ad aprile e a giugno, per poi toccare nuovi minimi a luglio, rimanendo in seguito invertita a lungo. Non ci sorprenderebbe se lo scenario restasse questo, dal momento che la Fed continua ad aumentare i tassi e le prospettive economiche continuano a peggiorare».

Nella foto sotto Darrell R. Spence. Nella pagina accanto Franz Jarid. Entrambi sono economisti di Capital Group



### COME CAMBIARE L'ASSET ALLOCATION

Data la difficoltà di anticipare le tempistiche del mercato, soprattutto nei periodi di volatilità, gli investitori potrebbero cogliere l'opportunità di rivedere in questo momento la loro asset allocation complessiva e valutare quanto il portafoglio sia ancora adeguatamente diversificato.

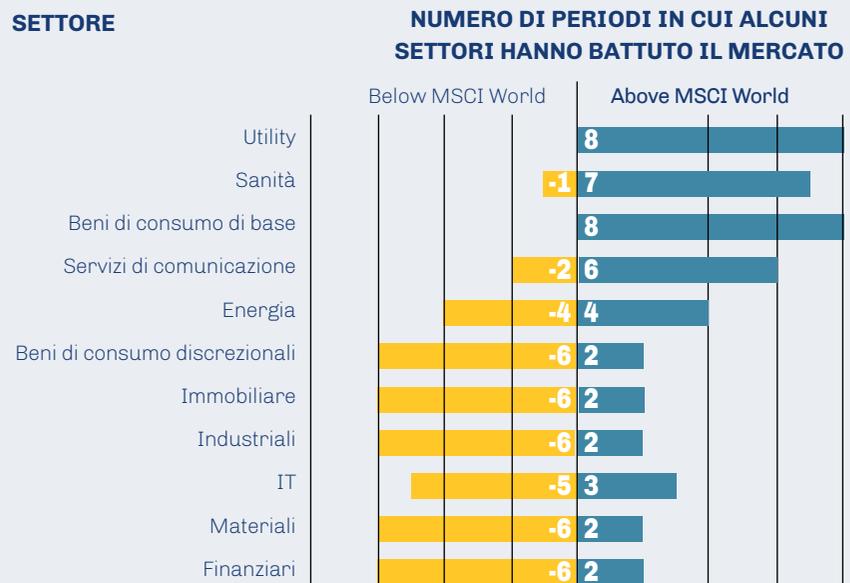
«Sul fronte azionario, non tutti i settori reagiscono allo stesso modo in periodi di stress economico», sottolinea **Darrell R. Spence**, economista di Capital Group. «Se si prendono in considerazione gli otto maggiori ribassi del mercato azionario, in base all'indice Msci World tra il 1997 e il 2022, si può notare che alcuni settori hanno resistito meglio di altri. Le fasi ribassiste spesso coincidono con le recessioni, anche se di frequente i rendimenti azionari restano positivi per l'inte-

ra durata della contrazione economica. Alcuni settori, come quelli dei servizi di pubblica utilità e dei beni di consumo di base, hanno retto meglio nelle fasi di rallentamento. Le società di questo settore spesso distribuiscono dividendi importanti, che possono offrire rendimenti più stabili nelle fasi di forte calo dei prezzi delle azioni. Poiché ci attendono con tutta probabilità tempi peggiori, forse gli investitori farebbero bene a prendere in considerazione società con bilanci solidi, flussi di cassa costanti e prospettive di crescita di più lungo termine come un possibile modo per contrastare le fluttuazioni di mercato nel breve periodo». Sul fronte obbligazionario, invece gli investitori non devono necessariamente aumentare la loro esposizione in previsione di una recessione, ma valutare se il loro mix di asset allocation copra le quattro funzioni generalmente da questa asset class: diversificazione rispetto alle azioni, generazione di reddito, conservazione del capitale e protezione dall'inflazione.

«Le obbligazioni posso talvolta dimostrarsi fondamentali per investimenti di successo nelle fasi di recessione o in quelle ribassiste, offrendo un potenziale contributo alla necessaria stabilità e alla conservazione del capitale», aggiunge Spence. «L'ondata di vendite del mercato nel primo semestre 2022 è stata insolita, poiché le obbligazioni non hanno svolto il loro ruolo di bene rifugio: sulla scia della crescita dell'inflazione e dei tassi di interesse, i mercati obbligazionari hanno perso terreno insieme a quelli azionari e i vantaggi della diversificazione sono venuti meno. Nelle sei precedenti corre-



## DURANTE LE RECENTI FLESSIONI, ALCUNI SETTORI HANNO COSTANTEMENTE BATTUTO IL MERCATO



I risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. A scopo illustrativo. Non è possibile investire direttamente in un indice

Sono stati considerati gli otto maggiori ribassi dell'indice MSCI World su base total return dal 1997. La fase ribassista del 2022 (periodo prolungato di diminuzione dei prezzi del mercato) è considerata ancora in corso al 30 giugno 2022 ed è inclusa nell'analisi.

Fonti: Capital Group, FactSet

zioni del mercato azionario, tra il 2010 e il 2018, tuttavia, i mercati obbligazionari globali, misurati in base all'indice Bloomberg Global Aggregate, hanno restituito rendimenti positivi in tutti i casi a eccezione di uno. Anche durante la massiccia ondata di vendite di gennaio/febbraio 2018, mentre i mercati hanno reagito su larga scala alle perplessità dovute all'inflazione negli Stati Uniti e alla possibile crescita dei tassi di interesse, le obbligazioni globali hanno perso solo l'1,4% rispetto al 9,0% dell'indice Msci World».

### RECESSIONE: LE IPOTESI PIÙ ACCREDITATE SULLE TEMPISTICHE

Anche se in alcune parti del mondo i segnali del rallentamento economico sono già evidenti, secondo gli economisti di Capital Group è improbabile che si entri in recessione prima della fine del 2022 o dell'inizio del 2023.

«Negli Stati Uniti, l'inflazione elevata ha avuto un forte impatto sul sentiment dei consumatori e sugli utili aziendali, ma un solido mercato del lavoro continua a supportare l'economia nel breve termine», spiega Franz. «Naturalmente le condizioni sono diverse nelle varie

parti del mondo: il Regno Unito sta lottando contro la crisi del costo della vita, mentre l'Europa è molto più esposta al rischio di approvvigionamento energetico a causa della sua dipendenza dal petrolio russo. Probabilmente il momento esatto in cui si avrà una recessione dipenderà dalla rapidità e dall'entità degli interventi delle banche centrali volti a riportare l'inflazione ai livelli target».

«Secondo noi, l'unico modo per interrompere l'escalation dei prezzi e dei salari, soprattutto negli Stati Uniti, è quello di rallentare il mercato del lavoro, nel senso di ridurre il divario tra il volume di lavoro auspicato dai lavoratori e quello effettivamente disponibile», commenta Spence. «Tuttavia, a causa della crisi dovuta alla pandemia è possibile che la disoccupazione salirà al 5% o al 6% prima che la crescita dei salari inizi a stabilizzarsi. Riteniamo che tutto ciò renda molto difficile evitare una recessione entro il 2023. Ma ulteriori shock geopolitici, come l'escalation della guerra in Ucraina o nuove varianti del virus Covid-19, sono ancora più difficili da prevedere e potrebbero accelerare i tempi».

# FORMATION

## Una partnership di lungo corso

Tra i player che hanno accompagnato negli anni Anasf, affiancandola in tutta una serie di iniziative, J.P. Morgan Asset Management ha creduto nel valore della formazione sin dall'inizio. A sottolineare quante e quali sfide restano però ancora da affrontare è Lorenzo Alfieri, country head per l'Italia

di Rosaria Barrile

«**L**a nostra esperienza relativa al mondo della consulenza risale a oltre 20 anni fa, quando le dinamiche del mercato italiano erano sicuramente molto diverse rispetto a quelle attualmente in corso. Nonostante fosse l'inizio di una lunga storia, ci fu chiaro fin da subito che il lavoro dei professionisti del risparmio, quelli che allora si chiamavano promotori e che oggi sono i consulenti, avrebbe cambiato il settore avvicinando finalmente gli italiani al mondo degli investimenti». Esordisce con queste parole **Lorenzo Alfieri**, country head per l'Italia di **J.P.Morgan Asset Management** che ha ripercorso l'evoluzione della figura professionale del consulente e la nascita del rapporto di collaborazione tra la casa di gestione e Anasf. Da allora a oggi, il dialogo non si è mai interrotto, ma è rimasto continuo e finalizzato alla crescita di lungo periodo del settore nel suo complesso. «Avevamo intuito presto il ruolo che i consulenti avevano e che hanno ancora oggi all'interno del mondo del risparmio gestito. Fin da allora il potenziale in termini prospettici ci sembrava significativo. Ci siamo quindi avvicinati all'associazione con l'intento di costruire le

basi di un rapporto di lungo termine e accompagnare nella crescita i professionisti. Abbiamo ritenuto che Anasf fosse un punto di riferimento molto autorevole all'interno del mondo variegato della consulenza e pensavamo già allora che la sua struttura organizzativa fosse una base importante per tutta la fase successiva di sviluppo, così come poi è stato».

**Il rapporto instaurato tra J.P. Morgan Asset Management e Anasf è stato fin dall'inizio basato su obiettivi di tipo strategico e non su risultati di breve termine di tipo opportunistico. Per questo motivo sono state avviate alcune iniziative indirizzate in particolare alle giovani leve del mondo della consulenza.**

«Le esperienze che oggi portiamo avanti insieme ad Anasf sono in parte l'esito di un'evoluzione di scelte fatte più di 20 anni come quella di accompagnare l'associazione in tutte le sue manifestazioni e attività formative. Nel corso del tempo abbiamo non solo messo a disposizione borse di studio per i giovani, e partecipato ad attività informative e formative, ma abbiamo anche deciso di seguire l'associazione su temi molto delicati come il ricambio generazionale e l'in-

serimento di nuove risorse all'interno delle reti», osserva Alfieri.

**Proprio per facilitare il passaggio di consegne tra le generazioni, e quindi tra i consulenti senior e junior, alcune realtà stanno sperimentando alcuni nuovi modelli organizzativi, basati sull'apprendimento di competenze teoriche prima e l'affiancamento sul campo poi.**

«La nostra esperienza sul mercato americano ci ha permesso di osservare come sia possibile far crescere giovani promettenti verso questa professione attraverso passaggi successivi e l'allestimento di team coordinati che permettono al giovane di crescere in modo costante, in un ambiente stimolante, ma protetto», sottolinea Alfieri. «Per questo motivo non ci siamo limitati a fornire dall'esterno del perimetro associativo delle borse di studio, ma abbiamo voluto anche partecipare a momenti chiave per la consulenza direttamente "dall'interno": abbiamo partecipato a corsi di formazione e portato la nostra testimonianza in varie università italiane e presso eventi dedicati solo ai giovani all'interno di manifestazioni quali Consulenti e il Salone del Risparmio».

**L'inserimento di giovani talenti va di pari passo con la necessità di incrementare alcune competenze oggi ritenute indispensabili per avere successo sul mercato, tra cui quelle relative alla comunicazione e alla gestione della relazione con la clientela in un contesto di forte volatilità.**

«I dati relativi alla raccolta registrata in un anno complicato come il 2022 hanno dimostrato la forte resilienza dei clienti serviti dai consulenti finanziari», evidenzia Alfieri. «A differenza di altre crisi finanziarie del passato, i clienti delle reti hanno reagito infatti in modo molto più equilibrato di fronte a situazioni difficili e questo dimostra come l'investitore italiano sia molto più maturo rispetto al passato perché più informato e consapevole delle soluzioni esistenti. Da una parte abbiamo visto dei miglioramenti nell'educazione finanziaria dei clienti grazie al supporto dei consulenti, e dall'altra abbiamo capito quanto possano contribuire alla divulgazione di temi di portata ancora più ampia in termini

di impatto anche sociale. Mi riferisco sia alla sostenibilità, sia agli investimenti illiquidi nell'economia reale. Nel caso di temi nuovi e articolati il consulente rappresenta un interlocutore fondamentale perché in grado di fornire un'informazione chiara, semplice e affidabile».

**Grazie a oltre 100 accordi distribuzione già siglati con le reti di consulenza attive in Italia, J.P.Morgan Asset Management in questi anni ha sempre "tastato il polso" al settore, rilevando difficoltà e sfide comuni.**

«La pianificazione finanziaria rappresenta ancora un concetto su cui i consulenti finanziari stanno lavorando: per il cliente è fondamentale comprendere come fare ad attuarla, ma è innegabile che vi sia un contrasto ancora forte con le logiche di investimento di breve termine. Tutto il tema degli alternativi illiquidi e della sostenibilità restano dei temi complessi in quanto molto ampi. Si tratta inoltre di argomenti nuovi e occorre tempo perché vengano compresi e raggiungano una certa maturità. C'è poi un tema di innovazione tecnologica che negli ultimi anni ha subito un'accelerazione sia per quanto riguarda le reti, sia il lato clienti. Mentre per le giovani generazioni si tratta di un must imprescindibile, per gli investitori più anziani si tratta di un'evoluzione con cui misurarsi, spesso senza particolare entusiasmo. Per questo motivo nel futuro della consulenza vediamo buone prospettive di crescita a condizione che il professionista della consulenza sappia rapportarsi alle esigenze dei diversi target di investitori presentando i nuovi fenomeni come un'opportunità di miglioramento».

**Per impostare una corretta pianificazione finanziaria, ma anche previdenziale e successoria, il consulente finanziario dispone oggi non solo di un numero di soluzioni molto più elevato rispetto agli esordi della professione, ma anche più "duttili" e personalizzabili.**

«In un mondo come quello attuale, serve sempre più una guida in grado non solo di affrontare insieme al cliente la complessità, ma anche di spiegarla», conclude Alfieri. «Come noto, il risparmio esistente in Italia, per quanto abbondante, di fronte ad un contesto caratterizzato da elevata volatilità, rischia di essere ancorato a scelte di breve termine o eccessivamente liquide. Da qui la necessità di avere professionisti in grado di rendere più comprensibili i mercati, di attenuare l'emotività e di proporre le soluzioni più adeguate in un determinato contesto. Come casa di gestione, stiamo assistendo in questo momento a una crescita del gradimento nei confronti dei fondi azionari value, dei fondi dedicati ai titoli governativi e di tutte quelle soluzioni che permettono di entrare gradualmente sui mercati come i piani di accumulo».

*«Abbiamo anche deciso di seguire Anasf su temi molto delicati come il ricambio generazionale e l'inserimento di nuove risorse all'interno delle reti di consulenti»*

Nella foto  
Lorenzo Alfieri, country  
head per l'Italia  
di J.P. Morgan Asset  
Management



## «Ascolto, affidabilità, supporto. Così coltiviamo il rapporto con i consulenti finanziari»

Pictet Asset Management è impegnata in un flusso di comunicazione costante con i cf grazie a un sito istituzionale, un blog di educazione finanziaria, un canale YouTube aggiornato settimanalmente, una programmazione mensile di appuntamenti virtuali con il team commerciale e il team advisory, un canale podcast multi tematico. Una strategia trasparente, diretta e semplice per i social network dell'asset manager elvetico, cui si aggiungono gli eventi in presenza

di Marco Muffato

**U**na presenza ultraventennale sul mercato italiano e di successo, grazie alle indiscutibili capacità gestionali ma anche a un modello di partnership che ha saputo conquistare la fiducia dei consulenti finanziari italiani, come spiega **Paolo Paschetta**, country head Italia di **Pictet Asset Management**.

### **Dottor Paschetta, la storia di successo di Pictet AM in Italia passa anche dalla eccellente relazione con i consulenti finanziari che siete riusciti a costruire. In che modo?**

Seppur presenti sul mercato italiano già dal 2000, dal 2006 abbiamo iniziato a sviluppare la nostra strategia distributiva con le reti di consulenti finanziari. L'allora direttore generale, **Luca Di Patrizi**, ebbe l'intuizione di capire l'enorme potenziale che risiedeva nello sviluppo dell'offerta fuori sede e le difficoltà che sarebbero potute emergere con il passare degli anni. Quelli che all'epoca si chiamavano 'promotori finanziari', prima che venisse istituito un organismo per la tenuta dell'albo, erano a tutti gli effetti una parte integrante del sistema della distribuzione finanziaria in Italia, ma ancora agli albori di quel grande sviluppo che la professione e il risparmio gestito nel suo complesso avrebbero conosciuto solo negli anni a venire. Dalla crisi dei subprime all'introduzione di Mifid 1, la professionalità del consulente finanziario ha assunto un ruolo sempre più centrale nel guidare le scelte di risparmio e di investimento dei risparmiatori italiani, orfani del rendimento del titolo di stato e in balia dell'emotività. Abbiamo coltivato un modello di partnership che è al centro del nostro approccio, basato sulla vicinanza, l'ascolto e il servizio.

### **Cosa ritenete di aver offerto ai consulenti finanziari in questi anni?**

La risposta è proprio racchiusa in queste tre parole: ascolto, affidabilità, supporto. Mi piace ricordare come nel 2015 siamo stati tra i primi a raccontare, nel corso dei nostri roadshow, l'importanza e le tecniche di base per la costruzione di strategie di personal branding sui social media per i consulenti finanziari. L'abbiamo fatto avvalendoci dell'aiuto di un accademico e ascoltando proprio le richieste specifiche

di chi aveva intuito l'importanza che alcune piattaforme avrebbero assunto nella ricerca di nuova clientela e nella costruzione della propria autorevolezza online. Se dall'ascolto è derivata la capacità di adattare la "forma" alla necessità, l'affidabilità è innata in quel preciso impegno che ci siamo prefissati di non inseguire le mode, ma di essere sempre coerenti nel leggere il domani alla luce di quelle forze strutturali di cui ci accorgiamo solo quando iniziano a intersecarsi con la nostra quotidianità, i megatrend. Infine il supporto e qui credo che i nostri canali parlino per noi: un sito istituzionale, un blog

Nella foto Paolo Paschetta, country head Italia di Pictet Asset Management



di educazione finanziaria (Pictet per te), un canale YouTube aggiornato settimanalmente, una programmazione mensile di appuntamenti virtuali con il team commerciale e il team advisory, un canale podcast multi tematico e una strategia trasparente, diretta e semplice per i nostri social network, cui si aggiungono gli eventi in presenza. Fin dal principio, abbiamo voluto 'esserci' a prescindere dal momento storico, per confrontarci con i nostri interlocutori sul territorio e parlare di quanto andato bene e cosa no. Crediamo fortemente nelle relazioni e nel concetto di partnership, ma ancora di più crediamo nella trasparenza e nella sinergia tra persone.

### **Quali sono le peculiarità del brand e del vostro modello gestionale?**

I nostri fondi tematici sono l'emblema del nostro approccio, basato sulla comprensione delle dinamiche di lungo termine - megatrend - che modelleranno il mondo in cui vivremo. Ma non è tutto: siamo gestori specializzati, ai quali non piace sapere poco di tutto, ma tutto di quello che per noi è dav-

*«I nostri fondi tematici sono l'emblema del nostro approccio, basato sulla comprensione delle dinamiche di lungo termine - megatrend - che modelleranno il mondo in cui viviamo»*

vero rilevante. Abbiamo creduto nel valore della diversificazione, lavorando su una gamma di strategie multi asset atte a soddisfare le mutevoli esigenze degli investitori; abbiamo iniziato a investire nei mercati emergenti a metà degli anni '80, sviluppando una gamma di strategie di investimento azionario, obbligazionario e multi asset per aiutare gli investitori a capitalizzare sulle dinamiche del mondo emergente, a prescindere dalla loro propensione al rischio; stiamo sviluppando la parte degli investimenti alternativi assecondando l'intuizione dei nostri gestori, per offrire soluzioni capaci di soddisfare una tipologia di clientela più raffinata; infine, adottiamo un approccio

sostenibile agli investimenti, che da ormai un ventennio rappresenta per noi una delle fondamentali chiavi del successo.

### **Che impulso darete alla sostenibilità nei prossimi anni?**

Crediamo che la sostenibilità vada di pari passo con un approccio collaborativo di lungo termine. Per noi, Esg significa avere un senso di responsabilità e integrità non solo verso la generazione presente, ma anche verso le generazioni future, l'economia reale e il mondo nel suo complesso. Abbiamo lanciato la prima strategia di natura ambientale, sociale e di governance "best-in-class" alla fine degli anni '90, concentrandoci su titoli svizzeri. Perseguiamo un tipo di capitalismo responsabile, convinti che le considerazioni Esg possano aiutarci ad adottare decisioni d'investimento migliori a lungo termine. In generale, riteniamo che il nostro ruolo istituzionale vada molto oltre il semplice conseguimento di rendimenti finanziari: il nostro obiettivo è creare un impatto positivo nel mondo attraverso un approccio responsabile agli investimenti e una gestione che valorizzi tutte

le parti interessate. Come lo facciamo concretamente? Tramite il dialogo e la collaborazione diretta con le aziende in cui investiamo, conducendo la nostra attività di engagement esercitando il nostro diritto di voto in assemblea e tramite l'azionariato attivo.

### **Qual è la vostra visione del futuro? Com'è destinato a cambiare il mercato degli investimenti finanziari nei prossimi anni e come è destinato ad evolversi il vostro ruolo?**

Crediamo molto nella relazione tra uomo e tecnologie intelligenti, un rapporto che è destinato a consolidarsi e migliorarsi, per arrivare a soluzioni

sempre più ottimali ed efficienti. LAI è emersa come uno strumento promettente nel settore finanziario grazie alla sua capacità di analisi del portafoglio e conformità alla normativa: il Machine Learning è diventato uno strumento di monitoraggio, previsione e automazione all'interno dei processi di investimento, così come le tecniche di apprendimento artificiale che hanno iniziato a svolgere un ruolo sempre più rilevante nell'allineare soluzioni di investimento a bisogni di aziende e investitori. Questo è quanto più vero in ambito Esg: in Pictet AM abbiamo sviluppato uno strumento proprietario di elaborazione del linguaggio naturale - NLP - basato sull'AI per analizzare il Dna di ogni azienda e la sua congruenza rispetto agli obiettivi di sviluppo sostenibile. In questa direzione stiamo investendo e sviluppando altri sistemi che sempre più aiutino i team di gestione, ma non solo, a ottimizzare tempo ed energie.

### **In un contesto di mercato quanto mai incerto per le scorie della pandemia, il conflitto russo-ucraino e le tensioni internazionali collegate, l'altissima inflazione e i problemi energetici, la poca brillantezza delle asset class di riferimento, quali sono i vostri suggerimenti d'investimento ai consulenti per aiutare i clienti ad affrontare questa fase complessa?**

Risponderei in modo molto ermetico in tre punti: non farsi prendere dall'emotività, restare focalizzati sui propri obiettivi e strutturare piani di investimento, Pac, che limitino il rischio di market timing con ingressi programmati nel tempo. Ci confrontiamo ogni giorno con le preoccupazioni di un mercato che ormai da un anno non conosce altro che il segno negativo. Si tratta di un unicum della storia moderna, che può indurre a compiere errori di pancia e che ci spinge ancora di più a essere presenti. Da sempre, pensiamo al lungo termine in modo costruttivo, mantenendo alta la barra sull'obiettivo che vogliamo conseguire perseguendo quei principi guida che da sempre ci caratterizzano: spirito imprenditoriale, indipendenza, pensiero a lungo termine, partnership e responsabilità.

## 2023, l'anno dell'incertezza (con possibilità di rally nei bond)

La discesa dei mercati nel 2022 è stata dolorosa e benchè le condizioni si avvertano ancora come difficili per gli investitori il dato positivo è che operatori come Pimco vedono appetibili rendimenti sui mercati obbligazionari nonchè segnali di stabilizzazione sul fronte dell'inflazione, che è stata il maggiore fattore d'incertezza lo scorso anno

*a cura di Mario Romano*

**È** stato un anno volatile e difficile per l'incertezza relativamente estrema sul fronte macroeconomico e su quello geopolitico. In qualche modo il 2022 è stato la contropartita per l'anno molto benevolo per i mercati dopo il periodo del Covid-19 nel 2021 quando il notevole accomodamento delle banche centrali e il cospicuo supporto della politica fiscale avevano spinto quasi tutti i mercati al rialzo.

La discesa è stata alquanto dolorosa ma, benchè le condizioni si avvertano come ancora difficili per gli investitori, il dato positivo secondo un operatore importante come **Pimco**, è che finalmente sono appetibili rendimenti sui mercati obbligazionari nonchè i segnali di stabilizzazione sul fronte dell'inflazione, che è stata la maggiore fonte di incertezza nel 2022. È ancora troppo presto per dichiarare vittoria su questo

fronte ma negli ultimi mesi le rilevazioni dell'inflazione negli Stati Uniti e gli indicatori prospettici sono benevoli. Al momento, in Pimco credono che l'inflazione scenderà l'anno prossimo ma verosimilmente sarà tenace nel percorso di discesa e probabilmente

si manterrà al di sopra dell'obiettivo delle banche centrali. Ciò significa che negli Stati Uniti saremo più vicini alla fine del ciclo restrittivo della Fed, il che potrebbe benissimo fungere da catalizzatore per le valute diverse dal dollaro, che potrebbero finalmente cominciare



a sovraperformare, e questo sarà un tema importante per il 2023.

Come è stato scritto da Pimco nelle Prospettive Cicliche “Prevalere sotto pressione” (a breve sarà pubblicato il nuovo Outlook relativo al 2023), la crescita economica verosimilmente rallenterà ed entreremo in una lieve recessione nel 2023 ma anche nell’eventualità di un rallentamento più protratto ci sono molte aree nell’obbligazionario che offrono resilienza per gli investitori attivi. In altre parole, si può essere pronti ad affrontare il peggio e tuttavia scoprire formidabile valore

*Chi è preoccupato della volatilità dell’azionario e delle valutazioni azionarie può valutare di tornare a investire in obbligazioni, dove è possibile mirare a un rendimento del 6-7% senza i livelli di volatilità che si osservano nell’equity*

sul mercato – e con rischi geopolitici in corso come la guerra in Europa e il protrarsi delle tensioni con la Cina e altre aree, è opportuno costruire portafogli che siano resilienti.

Il quadro generale delle valutazioni è favorevole. Gli investitori che sono rimasti fuori dal mercato hanno rinunciato all’opportunità di partecipare al rally che c’è già stato. Pertanto il messaggio di Pimco a coloro che hanno lasciato l’obbligazionario è di valutare di tornare a investire in obbligazioni, soprattutto se sono preoccupati della volatilità dell’azionario e delle valutazioni azionarie. Investendo in

obbligazioni possono mirare a un rendimento del 6-7% senza i livelli di volatilità che si osservano al momento sui mercati azionari.

Ciò detto, i clienti dovrebbero considerare di essere il più possibile flessibili, rinunciando a un po’ di liquidità per trarre benefici da opportunità di più lungo termine o espandendosi in nuove aree. Per esempio, vista l’incertezza sul fronte macroeconomico e su quello dell’inflazione, tenuto conto del ritardo degli effetti sui prezzi negli spazi non quotati, potrebbe essere opportuno posizionarsi per trarre benefici dalle opportunità sui mercati privati nei prossimi anni.

Con l’arrivo del nuovo anno gli investitori dovrebbero essere pazienti e considerare che non c’è più bisogno di tanta complessità come nel periodo precedente al Covid, quando i rendimenti obbligazionari erano ridotti, gli spread contenuti e il contesto macroeconomico quantomeno appariva più certo. In Pimco sono consapevoli dello scenario di grande incertezza e l’approccio è più che difensivo ma sono anche entusiasti delle opportunità che ravvisano. Sono molti gli scenari che possono portare a un vigoroso rally che i clienti potrebbero non volersi perdere.



Nella foto la sede principale di Pimco a Newport Beach negli Stati Uniti

## Quattro direzioni per la crescita con al centro i consulenti finanziari

Zurich Bank, la banca-rete del gruppo Zurich, è ai nastri di partenza con 1.085 consulenti finanziari, oltre 16 miliardi di euro di masse in gestione e più di 120mila clienti. La banca punta su 4 direttrici: nuovi prodotti e servizi, innovazione digitale, creazione di un modello sempre più data-driven e recruiting di consulenti finanziari

di Marco Muffato

**I**l gruppo Zurich torna in grande stile nel settore della consulenza finanziaria con **Zurich Bank**. La nuova realtà, nata a seguito dell'acquisizione del ramo d'azienda dei consulenti finanziari di Deutsche Bank Financial Advisors da parte di Zurich, è ora ai nastri di partenza con forti ambizioni e idee chiare. Ne parliamo con il direttore generale di Zurich Bank **Silvio Ruggiu**.

### **Dottor Ruggiu, quali sono le ragioni della nascita di Zurich Bank?**

Ci troviamo in una fase macroeconomica complessa e in continuo cambiamento nella quale si amplificano le sfide per la gestione dei patrimoni. I bisogni dei clienti evolvono rapidamente e lungo più direttrici, favorendo sempre più modelli di business capace di integrare elevate competenze, digitalizzazione e sostenibilità. In questo contesto, si accentua la necessità di consulenza qualificata, come testimonia nel nostro Paese la costante crescita del modello di banca con rete di consulenti finanziari. Questo approccio consulenziale, fortemente apprezzato dagli investitori italiani, ha visto una crescita delle masse complessive in gestione superiore al 10% negli ultimi 5 anni con ancora ampi spazi di sviluppo e consolidamento. Zurich Bank, con 1.085 consulenti finanziari, oltre 16 miliardi di euro di masse in gestione e più di 120mila clienti,

Nella foto in alto da sinistra: Giovanni Giuliani, country head e ceo di Zurich Italia, Silvio Ruggiu e Alessandro Castellano, rispettivamente dg e presidente di Zurich Bank. In basso Silvio Ruggiu



si configura già come una realtà solida e sicura, un modello di advisory d'eccellenza grazie a una rete di consulenti qualificata, attrattiva e performante, in grado di valorizzare l'appartenenza a un Gruppo assicurativo leader a livello mondiale. Con Zurich Bank nasce un modello unico nel Paese, capace di promuovere la cultura della protezione – patrimoniale e assicurativa – grazie a due reti capillari di professionisti esperti.

### **Come è cambiato il rapporto con Deutsche Bank a valle dell'acquisizione?**

Zurich ha una partnership ultradecennale con Deutsche Bank che proseguirà ancora, in particolare Deutsche Bank fornirà alcuni prodotti e servizi bancari a Zurich Bank, a vantaggio di clienti e consulenti finanziari e, contestualmente, Zurich Italia continuerà a distribuire la propria offerta assicurativa anche attraverso le filiali di Deutsche Bank.

### **Quali saranno le aree di business che presidierà? E quale sarà il target di clientela di riferimento?**

Attualmente, oltre il 90% degli asset di Zurich Bank è riferito a clientela affluente, di cui il 50% con patrimonio superiore ai 500 mila euro,



caratterizzato da profili private e Hnwi. Su questo target di clientela continueremo a far evolvere il nostro modello di business, differenziando l'offerta sulla base delle specifiche esigenze. Il mercato italiano è ritenuto particolarmente strategico, anche in considerazione dell'elevato livello di ricchezza finanziaria delle famiglie e della strutturale sotto penetrazione dei prodotti di wealth management e assicurativi. La nostra banca ha iniziato ad operare con un'offerta completa e intende soddisfare le necessità del cliente a 360 gradi: servizi bancari, come conti correnti dedicati e carte di credito con servizi ad alto valore aggiunto; servizi di investimento, come fondi e sicav in architettura aperta, gestioni patrimoniali e life insurance; finanziamenti, come Credit Lombard e prestiti rateali garantiti; servizi evoluti di consulenza relativamente a Art Advisory, Real Estate Advisory, tematiche legali, fiscali e successorie, con forte focus su passaggio generazionale, per soddisfare le esigenze più sofisticate dei nostri clienti e delle loro aziende.

**Uno dei temi chiave per il successo di Zurich Bank sarà nella riuscita della sinergia tra consulenti finanziari e agenti assicurativi. Come alimenterete la collaborazione tra agenti e cf**

### **in modo virtuoso per tutti?**

Le due reti manterranno le rispettive specificità ma beneficeranno dell'ampliamento del bacino clienti. Le due reti si conoscono e si stimano da oltre 15 anni, sarà pertanto una collaborazione basata sulle esigenze e le opportunità che nasceranno dal territorio al fine di servire al meglio i clienti e valersi dell'esperienza e delle competenze che ciascuna rete potrà mettere a fattor comune.

### **Da un punto di vista assicurativo veicolerete esclusivamente prodotti Zurich? Dal punto di vista finanziario punterete su una gamma di soluzioni d'investimento multibrand? Con quali logiche sceglierete i vostri partner?**

Proponiamo un'offerta completa di servizi e prodotti che garantiscono un'efficace diversificazione del capitale con un approccio ad architettura aperta. Soluzioni e piattaforme di consulenza evolute, Sicav multicomparto, polizze vita di tipo unit linked o collegate a gestioni separate, gestioni patrimoniali differenziate per obiettivo e stile di investimento: ogni esigenza d'investimento della nostra clientela trova una risposta personalizzata. Inoltre, stiamo finalizzando la predisposizione dei termini contrattuali, volti a definire il perimetro degli accordi con i diversi player, con l'obiettivo di partire con l'operatività effettiva nel primo trimestre del 2023.

### **Dal punto di vista dei servizi digitali cosa possono aspettarsi consulenti e clienti?**

I consulenti finanziari saranno sempre al centro del modello di business nonché attori principali nella gestione delle relazioni con i clienti. Un maggior approccio digitale sarà importante per facilitare l'interazione e pensare al futuro, tenendo conto che i clienti stanno cambiando velocemente le modalità di interazione con la Banca. Infatti, le innovazioni in ambito tecnologico hanno modificato sensibilmente le aspettative dei clienti che ricercano una user-experience sempre più intuitiva ed immediata e soprattutto una maggiore sicurezza e convenienza dei

servizi offerti. Come risposta a queste esigenze, abbiamo, ad esempio, realizzato un'app completamente nuova attraverso la quale i clienti possono rimanere sempre connessi con la banca e gestire propri investimenti, i conti, le carte e le operazioni di tutti i giorni in maniera semplice e immediata. Dall'accesso personalizzato, al contatto diretto con il proprio consulente, alla firma digitale dei documenti, l'app di Zurich Bank offre un'esperienza protetta ed esclusiva con un'interfaccia elegante, semplice e intuitiva.

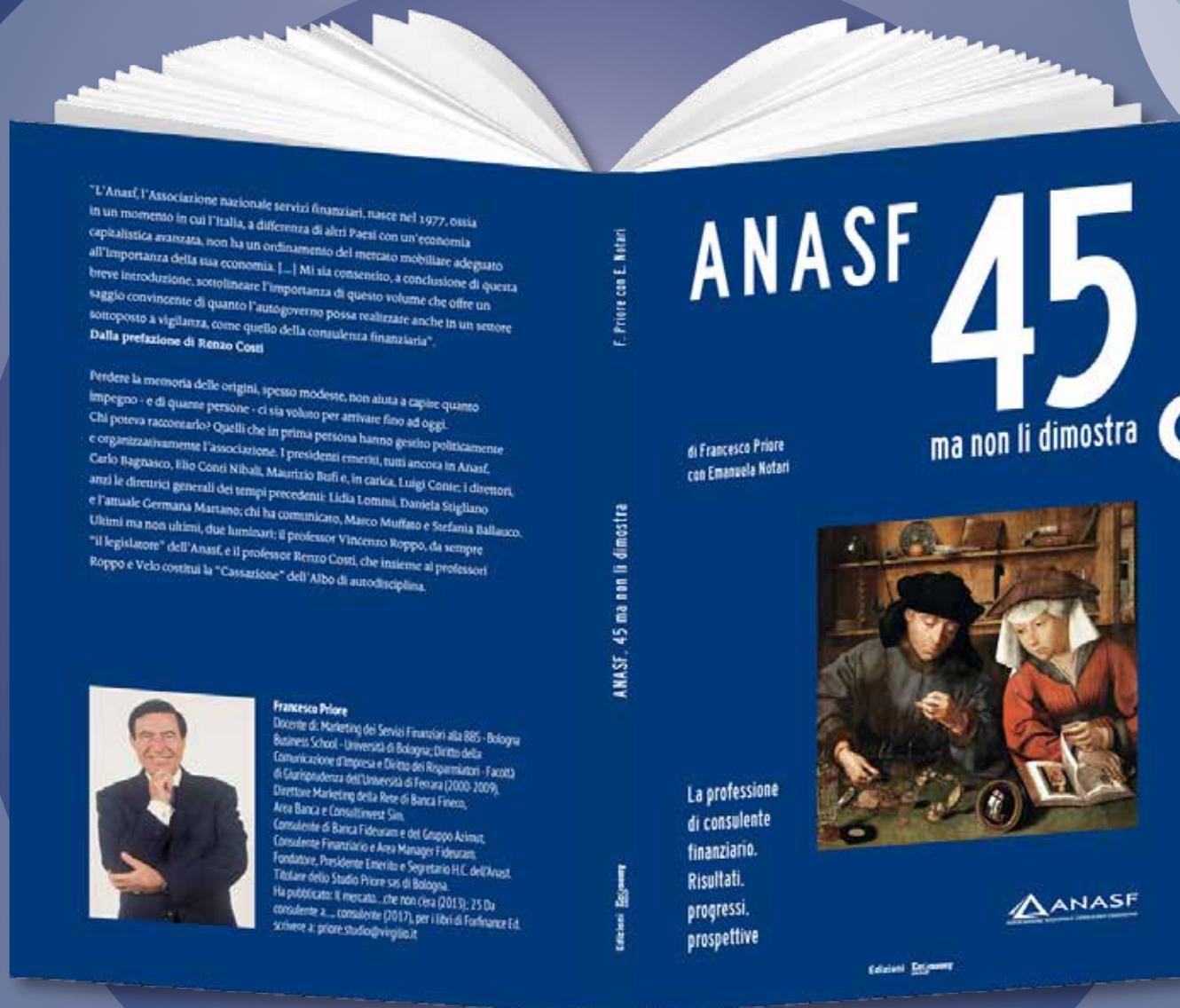
### **Quali sono gli obiettivi di Zurich Bank? Quanto punterà a crescere numericamente la rete? E in termini di masse e raccolta?**

Abbiamo ambiziosi obiettivi di crescita. Vogliamo diventare una realtà importante, attrattiva e capace di fare la differenza nel nostro Paese valorizzando l'appartenenza ad un gruppo assicurativo leader a livello globale con la volontà di gestire i patrimoni dei nostri Clienti con la stessa diligenza e competenza con cui Zurich gestisce i propri investimenti. Zurich Bank guarda alle sfide e alle grandi opportunità del nostro mercato con fiducia e preparazione, puntando a crescere rapidamente lungo quattro direttrici: lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi, l'innovazione digitale, la creazione di un modello sempre più data-driven, il recruiting di nuovi consulenti. La nostra banca avrà sempre al centro il fattore umano e le persone saranno al centro del modello di business.

### **Quale tipologia di consulente finanziario vi interessa? Come lo motiverete e sceglierete?**

Guardiamo a professionisti della consulenza finanziaria e gestori affluent e private del settore bancario, capaci di poter abbracciare un modello di business integrato e completo per offrire una consulenza olistica, incentrata sulla relazione con il cliente e comprensiva di un'offerta di prodotti e servizi tale da poter soddisfare le esigenze specifiche di tutta la clientela. Faremo leva sulla formazione per permettere alle nostre persone di continuare un percorso di crescita in un mercato che evolve rapidamente.

“Questo volume rappresenta un saggio convincente di quanto l’autogoverno possa realizzare anche in un settore sottoposto a vigilanza, come quello della consulenza finanziaria”. Dalla prefazione di Renzo Costi



Chi poteva raccontare meglio i 45 anni di Anasf se non chi ha gestito politicamente e organizzativamente l’associazione dei consulenti finanziari? Tutte le testimonianze, dai presidenti ai direttori generali fino ai comunicatori

# investire

sui giovani

**A scuola di risparmio e sostenibilità** è un progetto educativo e laboratoriale studiato per gli studenti delle *scuole superiori* e volto ad informare e sensibilizzare sui temi dell'**economia**, del **risparmio** e della **responsabilità finanziaria**.

Tutti i contenuti sono realizzati e curati dalla redazione giornalistica di **Investire**, rivista del **Gruppo Economy** specializzata nel settore del risparmio.

**1** La **1° fase** partirà con un **TALKSHOW IN 6 PUNTATE VIA WEB** e toccherà tutti i temi indicati dalla strategia nazionale come **competenze finanziarie di base**:



Il denaro e la gestione delle finanze



Gli strumenti finanziari e la Borsa



L'assicurazione e la previdenza

**2** La **2° fase** è quella dei **LABORATORI DI GIORNALISMO**, finalizzati ad acquisire le competenze di **scrittura giornalistica** applicata ai temi dell'**economia** e della **finanza sostenibile**. I lavori delle scuole **SARANNO PUBBLICATI** sui canali editoriali e web di **Investire**.

## PER INFORMAZIONI E ADESIONI

### IL PROGETTO

<https://bit.ly/3hqzOjj>

### SCOPRI DI PIÙ

[www.economymagazine.it/investire-giovani/](http://www.economymagazine.it/investire-giovani/)

### ADESIONI PER LE SCUOLE

<https://bit.ly/3NLIe10>

**Economy Group Srl**

Milano – 20123, Piazza Borromeo 1

Roma – 00186, Via del Corso 320 ang. Via dei Montecatini 17

Tel. 02.89767777

[www.investiremag.it](http://www.investiremag.it) | [www.economymagazine.it](http://www.economymagazine.it)

[formazione@economygroup.it](mailto:formazione@economygroup.it)



## SEDIE & POLTRONE

di MARCO MUFFATO



*Casacche che si scambiano, volti noti che passano da un ruolo all'altro: il valzer delle poltrone è intenso nella finanza, dove vige ancora il merito e dove chi rende bene viene promosso o ricoperto di offerte allettanti. Agli HR il compito di attrarre i talenti, a noi quello di raccontare il risiko, oltre a notizie e indiscrezioni su un mondo ricco di costanti novità.*



### PORRO SUBENTRA A BOGGIO COME CAPO PER L'ITALIA DI JUPITER AM

**J**upiter Am annuncia la nomina di **Andrea Porro** (nella foto) a country head per l'Italia con l'obiettivo di consolidare ed espandere ulteriormente la presenza della casa di gestione britannica nel nostro Paese. Porro, che è entrato in Jupiter nel 2016 anno dello sbarco in Italia, guiderà un team di cinque professionisti a disposizione della clientela italiana sia istituzionale che retail a cui la casa di gestione mette a disposizione una

gamma diversificata di strategie azionarie, obbligazionarie e alternative. Porro, precedentemente deputy head Italy, succede ad **Andrea Boggio** e riporterà a **Mathias Müller**, che dal 1 dicembre 2022 ha assunto il ruolo di head of international sales.



Porro, 39 anni, vanta 15 anni di esperienza nel settore degli investimenti. Prima di arrivare in Jupiter, ha lavorato in Credit Suisse in qualità di vice president, sales wholesale e retail clients asset management. Ha iniziato la sua carriera in Deutsche Bank lavorando al desk Equity derivatives trading.



### DI STEFANO, DA CDP A DEUTSCHE BANK

**D**eutsche Bank ha nominato **Pierpaolo Di Stefano** (nella foto) come nuovo vice chairman, Emea origination & advisory (O&A). Attivo su Londra e Milano, Di Stefano entrerà in **Deutsche Bank** il 1° gennaio 2023 e riporterà a **Berthold Fuerst**, global co head, M&A.



Di Stefano dispone di un'ampia esperienza nell'M&A e di una profonda conoscenza dell'investment banking e dei servizi finanziari. Negli ultimi quattro anni, è stato chief investment officer di **Cassa Depositi e Prestiti** e amministratore delegato di Cdp Equity, il veicolo di gestione degli investimenti azionari strategici del Gruppo Cdp, nel cui ruolo ha coordinato investimenti diretti e indiretti per oltre 10 miliardi di euro in diversi settori, tra cui le infrastrutture, l'It, i pagamenti digitali, i servizi finanziari e l'industria.



### AMBIENTA, DUE INGRESSI A MILANO

**A**mbienta, asset manager interamente focalizzato sulla sostenibilità ambientale, ha ufficializzato la nomina di due nuovi partner e nove promozioni. In particolare due promozioni riguardano l'ufficio di Milano. Nel team private equity è infatti stato promosso a investment **Andrea Florio**, mentre **Flavia Cambiaso** è stata promossa ad associate. **Nino**



**Tronchetti Provera** (nella foto), founder e managing partner di Ambienta ha spiegato che «ogni anno, il processo di performance review coinvolge per mesi tutte le persone in azienda, con il dichiarato obiettivo di premiare le performance migliori e di supportare la crescita professionale di ogni singolo membro del team».



### CICORIA IN BNL BNP PARIBAS LB



**P**er **Bnl Bnp Paribas Life Banker** il 2022 si è chiuso con l'ingresso di **Michele Cicoria** (nella foto), professionista di ampia esperienza nell'industria finanziaria, che assume il ruolo di responsabile marketing e sviluppo rete, potenziando

la struttura commerciale e sviluppo rete guidata da **Paolo Ceconello**. Già in Mediolanum, Ubi Banca Private Investment (oggi IW Bank) e Eurizon Capital, Cicoria si è occupato in passato dello sviluppo in Italia di Ethenea Independent Investors, assumendone poi la responsabilità commerciale unitamente a quella di Mainfirst Asset Management nell'ambito della collegata società di distribuzione Fenthum.



### SAMBUY ENTRA IN ALGEBRIS

**A**lgebris Investments annuncia l'ingresso di **Amedeo Sambuy** (nella foto) nel team commerciale italiano con l'incarico di business development director. Sambuy, con un'esperienza pluriennale nel settore dell'asset management, si dedicherà al segmento istituzionale degli investitori attivi in Italia e riporterà ad **Alex Lasagna**, deputy ceo di Algebris Investments. Sambuy ha trascorso dodici anni in **Columbia Threadneedle** come head of wholesale and institutional e ha lavorato in American Express e Standard Chartered nell'area della distribuzione di prodotti finanziari.





Startupper e decano della consulenza finanziaria, Priore ha fondato l'Anasf e contribuito alla fondazione dell'Albo. Docente Universitario, autore e consulente di comunicazione e marketing finanziario

## I CONSULENTI FINANZIARI CAMBIERANNO MA NON VERRANNO MAI SOSTITUITI DAI ROBO-ADVISOR

“

*Gentilissimo professor Priore, dubito che lei si ricordi di me, ero alle medie quando nei primi anni '80 lei era il consulente di mio padre e talvolta veniva da noi per assisterlo. Ho ereditato il suo patrimonio e qualche tempo fa la mia consulente mi ha ricevuto al piano nobile della sede di una delle più prestigiose banche di Bologna. Quanta strada!*

Luca S.

Gentile Luca, ho un vago ricordo di lei, ma ricordo bene suo padre che assisteva come consulente finanziario Fideuram, e le invio privatamente i miei recapiti perché mi farà davvero piacere incontrarla. Approfito della sua, graditissima, per fare alcune considerazioni. Mi ha colpito "Quanta strada!". In effetti la strada percorsa, forse 7/8 km in tutto non è molta in 50 anni, ma è importante e descrive l'evoluzione e la crescita della consulenza finanziaria a Bologna, come nelle altre città e per tante reti. Nel 1969, quando entrai in Fideuram, non c'era una sede. Il primo ufficetto fu aperto nel '71 in Via Parmeggiani, all'angolo con i viali, poche stanze e soffitti bassi, ma c'era anche la sala riunioni. Dopo lo tsunami del '74, ci trasferimmo in Via Cesare Battisti, sempre al primo piano: un'agenzia decorosa, sei uffici, sala riunione, reception e segreteria. Dal '74 all'86 Fideuram si sviluppò tanto a Bologna, aprendo dopo l'84 circa dieci agenzie in provincia. Nel 1986 ci riorganizzammo, l'agenzia generale che sovrintendeva alle Marche, Emilia-Romagna e Veneto, l'anno successivo si aggiunse anche la Toscana, si trasferì in Via d'Azeglio, l'attuale casa museo di Lucio Dalla, sede ristrutturata sotto l'assidua sorveglianza della sovrintendenza, considerato che l'edificio, che arriva in Piazza de' Celestini, era stato realizzato dal '500 al '700 e ampiamente affrescato. Fu un periodo di grande sviluppo, sostenuto da iniziative culturali come la sponsorizzazione della Mostra Bella e gli spettacoli al Duse con Vittorio Gassman, o sportivi come le partite della Nazionale Cantanti con Gianni Morandi. La struttura di Bologna città si organizzò in due grandi agenzie in Via San Gervasio e in Via Riva Reno. Nel 1992 tutti ci trasferimmo in Via Lame, in un grande edificio acquistato dall'Imi, controllante di Banca Fideuram, per i propri uffici e per la sede della Banca e dei consulenti della stessa. Ultima tappa, mi risulta - e lei mi conferma - che una parte dei manager e dei consulenti Fideuram oggi sono in Via Farini in un prestigioso edificio del Gruppo Intesa. Le banche, quasi tutte, riducono gli sportelli, le strutture della consulenza crescono. La cultura finanziaria sta cambiando ed è giusto che i consulenti ne rivendichino il merito.

“

*Carissimo Francesco, con una certa regolarità viene annunciata l'estinzione della nostra specie, i consulenti finanziari. I motivi che stanno alla base di questa fosca previsione sono due: da un lato lo sviluppo dei robot-advisor, dall'altro il costo delle commissioni pagate dai clienti. E' una previsione di quelle che si avverano?*

Siro P.

Carissimo Siro, preconizzare qualcosa di negativo è un esercizio diffuso, perché consente di non sembrare un ottimista; poi se la profezia si avvera si può dire "l'avevo detto...io", se non si avvera si dice "meglio così!". Lasciamo perdere il perché è meglio comportarsi da pessimisti invece che da ottimisti? Analizziamo la prima ragione, l'evoluzione dell'informatica. Se dovessimo estinguerci noi vorrebbe dire che si stanno estinguendo tutte le professioni, e non solo: può essere, ma saremmo in una realtà diversa. Il risparmio, il patrimonio e i soldi, dopo la salute costituiscono la preoccupazione e il pensiero più importante per chi non ha fatto voto di povertà. Perché quelli che possono permettersi ed hanno bisogno di un professionista, in quanto hanno un patrimonio da curare, dovrebbero farne a meno? Qual è la ragione, una a caso che lo impedisce? Il mercato, non solo quello finanziario, è soggetto a oscillazioni: quando flette il risparmiatore che si è affidato agli strumenti informatici può incolpare solo sé stesso; invece, se ha un professionista sa chi incolpare. Quando le cose vanno bene, come sappiamo, il merito è solo del cliente: consulente e gestori non hanno affatto contribuito. Certo c'è qualcuno che spera in una rapida evoluzione del Metaverso per fare sesso, non è la perversione peggiore però la realtà fisica passa per essere più gradita. Lo stesso approccio varrà per qualunque professione intellettuale. La seconda ragione è il costo delle commissioni: indipendentemente che siano alte o basse, nessuno può pretendere che Sgr, Sim e consulenti lavorino gratis. Probabilmente si dovrà cambiare sistema, scindere il costo della consulenza dal costo del prodotto/servizio; si tratterà di modificare la prassi, d'altro canto i consulenti autonomi lo fanno già. I clienti pagheranno una fee di gestione ridotta alla Sgr e la fee di consulenza alle Sim o direttamente al consulente se autonomo. Questo evento farà crescere la competitività e le competenze per farsi scegliere dal cliente, che ci guadagnerà in termini di prestazioni. Non tutti però: i piccoli clienti, come è successo in UK, considerato che le fee di consulenza per un patrimonio modesto sarebbe elevata, dovranno rinunciare al consulente e accontentarsi delle risorse informatiche.



## BANKMAN-FRIED, ALFIERE DELLE CRIPTO, OGGI È IL MADOFF 4.0



**S**am forse voleva scomparire nel Metaverso, ma la tentazione e la bellezza delle Bahamas l'hanno fregato, e una volta individuato è stato arrestato. I capi d'accusa sono pesanti, si va dall'associazione a delinquere per frode informatica e frode finanziaria, al riciclaggio di denaro, fino alla frode al governo federale degli Stati Uniti. Sulle similitudini, con Bankman-Fried (letteralmente "banchiere fritto" nomen omen) si sono sbizzarriti, chi l'ha paragonato a Kenny Lay di Enron, altri a Bernie Ebbers di Worldcom e persino a Dick Fuld di Lehman Brothers, dimenticando che quest'ultimo dietro le sbarre non ha passato

nemmeno un minuto. Si sono dimenticati tutti di Bernie Madoff, forse perché quest'ultimo utilizzava uno schema antico, anche se in verità le promesse di guadagno e i soldi persi attraverso il "moral hazard" sono più o meno gli stessi. E non è l'unica coincidenza, c'è anche la data sul calendario, Madoff arrestato l'11 dicembre del 2008, Bankman il 12 dicembre del 2022. Sembra la vendetta della finanza tradizionale nei confronti del fintech.

Un duello quello tra vecchia e nuova finanza che ricorda molto il film "Jupiter" dove un gruppo di imperatori delle galassie, rivali tra loro si contendono il possesso della Terra, un luogo da dove attraverso "la grande mietitura" assorbono energia e giovinezza.

Ora però l'energia costa cara anche per i titani delle crypto che sembrano dirigersi verso una precoce scomparsa. Sentite profumo di tulipani?

I pareri sono discordanti. Jamie Dimon rimane fermo sulle proprie idee anche se ingentilite, ora le definisce delle "pet rocks", mentre per Mark Mobius il Bitcoin ha promesso rendimenti che con i tassi al rialzo saranno difficili da mantenere, in più ha perso fiducia e per il 2023 potrebbe scendere di un ulteriore 40% fino a 10K.

In medio stat virtus, è probabile che nello scontro tra vecchio e nuovo la verità stia nel mezzo, l'unica certezza è nel tempo di gestazione, ogni bolla che scoppia ha bisogno di 15 anni per rigonfiarsi. Per i massimi del Bitcoin appuntamento al 2036, anche se Cathie Wood lo vede a 1 milione già nel 2030. Sul pianeta Terra si respira ancora euforia da bolla.



## IL GOVERNO MELONI SCANSA LA TEMPESTA PERFETTA

**"C**i sono dieci Paesi che sono in linea, noi giochiamo la Champions mentre ci sono altri 10 Paesi che sono in Europa League. Venite qua a contestarci che giochiamo in Champions League? Poi magari non la vinciamo ma è una bella soddisfazione". A parlare non è il capo ultras della squadra dei populistici, ma è Giancarlo Giorgetti il ministro dell'economia che si dichiara pienamente fiducioso sulla manovra 2023 varata dal Governo Meloni.

Giancarlo Giorgetti non è un antieuropeista, è un istituzionale, uno che può permettersi di dare del "tu" a Mario Draghi, tanto da averlo definito il Cristiano Ronaldo della nostra politica. Ma Cristiano Ronaldo, ovvero Mario Draghi oggi non è più al governo, eppure la squadra Italia continua a vincere. E pensare che le premesse di qualche mese fa erano ben diverse. Ancora quest'estate, all'annuncio delle dimissioni di Draghi e del governo definito "dei migliori" si parlò di sciagura, o peggio dell'ultima grande carta che l'Italia aveva sperperato, i titoli dei giornali davano il Paese in balia della speculazione dei mercati, proprio quei mercati che avevano approfittato dell'irresponsabilità della nostra politica, questa volta sono rimasti a guardare, in attesa di vedere le prossime mosse che si sono concretizzate in nuove elezioni, questa volta immediate e che hanno visto la vittoria dei partiti più invisi all'establishment europeo. Apriti cielo, tra i problemi geopolitici, la crisi energetica, l'inflazione, i tassi d'interesse, la prossima recessione e ora l'ostilità della politica, per l'Italia sarà la "tempesta perfetta". Non bastava mettere fuori squadra il campione nazionale, volevamo anche perdere a tavolino la partita senza giocarla. Per fortuna i mercati hanno più fidu-



cia nel nostro Paese di quanto l'abbiamo noi italiani. La nuova squadra di governo è entrata in campo con una formazione umile, compatta, senza fare spettacolo ma pronta a giocare la partita. E i mercati l'hanno premiata: nell'ultimo trimestre sia a livello azionario che obbligazionario siamo stati i migliori al mondo. Un primato che è costruito sui numeri e sui risultati: 7 trimestri positivi consecutivi, siamo ritornati ai livelli pre Covid con una crescita superiore a Francia e Germania. Il merito è delle aziende

"contro vento" così ha chiamato Poma le imprese dei settori di meccanica, cosmetica, metallurgia, automotive con grande potenziale di crescita. Non si sperpera il lavoro fatto dal precedente governo, ma si migliora. Un lavoro che si è meritato il plauso della Von Der Leyen che nell'ultima visita fatta nel nostro Paese ha riconosciuto i meriti dell'Italia nella gestione del problema sul prezzo del gas. Dunque nessuna tempesta, anzi il 2023 invece delle sciagure, potrebbe regalare felici sorprese. Ne è convinto anche Lucio Poma (capo economista di Nomisma) che con grande enfasi è convinto che l'Italia potrà evitare la recessione, e rilancia dicendo che "l'inflazione non mi fa paura". Piazza Affari la Borsa che più ha guadagnato nella parte finale del 2022, l'unica Borsa dell'Occidente che ancora non è riuscita a recuperare i livelli precedenti alla grande crisi finanziaria del 2008, ora ha la sua grande occasione diventando un polo d'attrazione per i grandi investitori. Un suggerimento al governo, l'esperienza già vissuta negli anni '90 della sospensione della tassa sul capital gain, potrebbe essere il jolly da giocare per una vittoria sicura.



## LE PREVISIONI E IL CIGNO NERO DI NOURIEL ROUBINI

Una delle più grandi “chiamate” della storia, arriva il crollo disse, e il crollo arriverà veramente, inesorabile. Una carneficina finanziaria che trasformò un’anonima analista in mito, per tutti sarà per sempre Cassandra. È la storia di Elaine Garzarelli che nel settembre del 1987 rilasciò un’intervista al quotidiano Usa Today dichiarando “l’indice Dow Jones rischia un ribasso di 500 punti!”, è la fortuna di trovarsi al punto giusto, nel momento giusto, con la previsione giusta.

Il 19 ottobre 1987 l’indice Dow Jones perde il 22,61%, registrando il più grave tracollo di tutti i tempi (pensate che nel giorno di borsa peggiore del 1929, il 28 ottobre, la perdita fu “solo” del 12,82%), in un solo giorno ci fu un calo di 508 punti, solo 8 punti in più di quanto poche settimane prima aveva previsto Elaine Garzarelli. L’unica a prevederlo, fu come vincere alla lotteria! Elaine Garzarelli da analista sconosciuta diventa una star di fama mondiale che si permette il lusso di lasciare la Shearson, banca tra l’altro travolta dal crack del 1987 e impossibilitata a pagare adeguatamente una star di quel calibro, per costituire un proprio fondo, la Garzarelli Capital con base in Florida. Su quel fondo, di cui diventerà cliente anche la Lehman Brothers, costruirà tutta la leggenda del personaggio, dalle newsletter dai toni messianici, ai numerosi report e previsioni, ma non sarà l’incipit di una brillante carriera, bensì l’epilogo. Negli anni successivi Elaine Garzarelli farà collezione di riconoscimenti e premi, ma di previsioni non ne azzecherà più una. “Fare previsioni è difficile, soprattutto sul futuro” frase molto saggia attribuita a Niels Bohr premio Nobel per la Fisica nel 1922, e ancor più difficile è formulare delle previsioni catastrofiche e pretendere che si avverino. Nouriel Roubini (*nella foto*), specialista in materia, ci prova ancora. Conosciuto come “Dr. Doom”, con un percorso molto simile a quello di Garzarelli, raggiunse

la celebrità mondiale per aver anticipato la grande crisi finanziaria del 2008 creata dalla bolla immobiliare, oggi ci riprova con la pubblicazione di un libro da poco uscito in lingua inglese (in Italia arriverà a gennaio 2023) “La crisi che verrà, dieci pericoli per il nostro futuro e qualche strategia per sopravvivere”. Toni apocalittici tipici del personaggio, non solo nel titolo, ma anche nel testo “ci aspettano molti giorni bui, amici miei. . . siamo in una fossa profonda e l’acqua sta salendo”, una specie di apocalisse che l’economista promulga in maniera sempre più enfatica ormai da anni. Perché prima di allarmarvi dovete sapere che come accaduto alla Garzarelli, anche Nouriel Roubini dopo la grande previsione del 2008 non ne ha più azzeccata una.

“Dio ha creato gli economisti per far fare bella figura ai meteorologi” dice una battuta maliziosa, ma in effetti negli ultimi anni gli economisti di economia e mercati hanno capito ben poco, e per il 2023, sebbene con toni meno enfatici di Roubini, la previsione è per un’economia in caduta. La conferma arriva anche dall’accurato sondaggio della Fed di Philadelphia dove le probabilità di una recessione sono al 63%, massimo storico. Dobbiamo crederci? I dubbi vengono ripensando che nessuno l’aveva prevista nel 1990, 2001 e 2008. E potrebbero sbagliare anche nel 2023 visto che dopo una lunga assenza tornerà sul mercato la Cina, il protagonista del nostro secolo che ha tutte le intenzioni di recuperare il terreno perso.



## RIALZO DEI TASSI: LE BANCHE CENTRALI SCHERZANO COL FUOCO



“L’inflazione è una brutta bestia, quando arriva si pensa che correrà sempre di più, per questo gli operatori per anticipare gli aumenti dei prezzi accelerano gli acquisti, una mossa sbagliata perché alimenta l’inflazione. Le banche centrali agiscono per frenare questo schema, però bisogna anche essere attenti con le rigidità perché potrebbero mettere a rischio l’atterraggio morbido. Ora stanno cambiando gli accenti e si va verso un ammorbidimento”, sono riflessioni e osservazioni importanti perché vengono dalla mente illuminata Gian Maria Gros-Pietro, un auspicio che rifletteva le ultime dichiarazioni dei membri delle banche centrali che sembravano inclini a un atteggiamento di mediazione tra una minore rigidità sul tema inflazione e una maggiore benevolenza nei confronti del pericolo recessione. Buone intenzioni sulla carta, perché alla prova dei fatti nella settimana in cui si concentravano tutti i meeting delle banche centrali queste ipotesi di tregua si sono trasformate in una dichiarazione di guerra. “Significativo” e “ritmo costante” sono state le due espressioni che hanno più spaventato i mercati, parole che vengono inserite in un contesto bellico, la guerra contro l’inflazione, una guerra senza esclusione di colpi. “Alzeremo i tassi in maniera significativa e a ritmo costante per arrivare a un livello che permetterà di sconfiggere l’inflazione” questo il pensiero comune di Bce e Fed, l’unica differenza è il passo, più spedito quello della Lagarde che



deve recuperare terreno, più lento quello di Powell che già ha fatto molta strada. Quel che stride è l’atteggiamento, nel 2008 Trichet fu criticato per aver alzato i tassi alla vigilia di una recessione, rispetto a quel periodo le similitudini

sono molte, un debito elevato, un’economia in frenata, la finanza che traballa e la Russia in atteggiamento ostile, la differenza era tutta nel prezzo del petrolio che rispetto a oggi valeva il doppio, questo sì un grande pericolo. Alle feroci critiche Trichet rispose “chi lascia galoppare i prezzi uccide Pil e lavoro”, oggi Lagarde (*nella foto*) e Powell sembrano intenzionati a uccidere Pil e lavoro perché sono l’unico metodo per arrestare i prezzi. Uno schema che ricorda molto quanto vissuto con il Covid, dapprima banalizzato come una semplice influenza, poi affrontato con allarmismo, preoccupazioni e restrizioni severe, e una volta trovata la soluzione con i vaccini si è continuato a mantenere uno stato di allerta ostacolante. Per tutto il 2021 abbiamo sentito ripetere dalle istituzioni finanziarie che l’inflazione era temporanea o provvisoria, abbiamo sentito ripetere le promesse che i tassi non sarebbero stati toccati per tutto il 2022, ma una volta che il pericolo si è manifestato anche nella vita dei consumatori, si è corso ai ripari con la terapia intensiva dei tassi d’interesse al rialzo. Il rischio ora è quello di curare una malattia che non c’è più con gli effetti collaterali che possono essere deleteri per l’economia.

Stock picking e prudenza sono le parole d’ordine dei gestori per il 2023, è un ritorno alla razionalità negli investimenti dopo le esuberanti previsioni nel 2021 quando l’unico verbo per ottenere il rendimento era rischiare. Paradossalmente è proprio questo il momento in cui si deve avere più coraggio. Il calo dei prezzi si sta palesando in tutti i settori, e presto si vedrà anche nei servizi e nell’immobiliare, le voci che più preoccupano la Fed, in più le principali società stanno pianificando compositi licenziamenti, anche i salari saranno raffreddati. L’inflazione in calo potrebbe essere il “game change” del 2023, i tassi sui rendimenti, anche nella parte breve, stanno già rallentando, ed è probabile che ai primi segnali di cedimento dell’economia, le banche centrali ritorneranno a più miti consigli. Come diceva Gros-Pietro la rigidità dovrà essere ammorbidita.

# «LA FRENATA DEL PRIVATE EQUITY CI SARÀ ANCHE DA NOI MA DURERÀ POCO»

Di Annalisa Caccavale

INTERVISTA CON NICOLA IORIO, MANAGING PARTNER DI  
PALLADIO: «IL NOSTRO MERCATO RISENTE ANCORA DI UN  
MINORE SUPPORTO SISTEMICO RISPETTO AD ALTRI MERCATI PIÙ  
MATURI E COMPETITIVI, COME FRANCIA O GERMANIA»

**S** secondo i dati Aifi, il private equity, nel primo semestre segna un +139% negli investimenti a 10,9 miliardi. Il settore non sente la recessione?

Le aziende non evidenziano ancora i segnali della recessione che tutti si attendono - risponde **Nicola Iorio**, managing partner di **Palladio**, in questa intervista esclusiva con *Investire* - e che ormai sembra inevitabile. Io ritengo che ci sarà un rallentamento sia nelle performance delle aziende, sia nelle attività di investimento dei fondi. Nonostante questo, sono molto positivo perché credo che oggi la recessione sia legata prevalentemente ai fattori inflattivi da offerta quali le criticità sulla supply chain, la chiusura del mercato asiatico, le difficoltà nel reperire materie prime. Dopo le elezioni cinesi, i primi segnali sembrano far presagire che ci sarà una progressiva riapertura e stabilizzazione del sistema e quindi, se anche avremo una recessione, sarà di durata contenuta, specialmente per le aziende più interessanti e per quelle supportate dal private equity, che garantisce ricorso al capitale, flessibilità e talento manageriale. Sono altresì convinto che il 2023 segnerà una flessione degli investimenti legati al finanziamento perché oggi il debito è più difficile da ottenere, le banche sono più restie a concederlo e il suo costo è più alto, quindi ci sarà una fase di mismatch tra domanda e offerta perché chi vuole vendere si aspetterà valutazioni molto alte mentre chi è interessato a comprare preferirà aspettare per scontare il contesto recessivo e il maggior costo del debito.

**Nonostante i buoni numeri del primo semestre, il private equity resta ancora piccolo se lo si confronta con il mercato francese o tedesco. Cosa manca secondo lei, per spingere il comparto?**

Il tema è complesso: comparare l'Italia al mercato tedesco o francese è difficile perché c'è un fattore strutturale. C'è

forse più affezione dell'imprenditore all'azienda e la dimensione media delle società nostrane è più piccola. In Italia è ancora molto forte il tema del passaggio generazionale che rende più complicato la cessione delle imprese. Per questo motivo anche i fondi di private equity operano spesso in modo differente da quelli francesi o tedeschi ed è giusto e sano che sia così. Il nostro mercato risente ancora di un minore supporto sistemico rispetto ad altri mercati più maturi e competitivi.

**Crisi energetica e geopolitica, come influenzano l'attività del private equity?**

La crisi energetica evidentemente pesa moltissimo sulle attività prevalentemente industriali energivore e produttive; queste avranno molte difficoltà nei prossimi mesi perché se non c'è

Nella foto Nicola Iorio,  
managing partner di  
Palladio



una visione di sistema sul loro futuro faranno più fatica a programmare l'attività. Sono convinto che servirebbe una lungimiranza istituzionale che forse ancora manca, in grado di dotare le aziende di una alternativa energetica. Al momento le nostre imprese produttive domestiche sono totalmente dipendenti da fornitori di energia tradizionali e quindi oggi subiscono molto l'impatto della crisi Russia Ucraina che avrà ripercussioni anche sul 2023. L'attività di private equity viene così influenzata da una contrazione dei margini di alcune società in portafoglio e quindi da una conseguente dilatazione dei tempi di investimento, anche perché chi vende non vorrà farlo con performance gravate dai costi straordinari dell'energia o da quelli delle materie prime quindi secondo me una delle conseguenze sarà una riduzione dell'attività di M&A.

**Quali sono le vostre leve di creazione di valore? Sono cambiate negli ultimi anni con il cambiamento degli assetti politici ed economici internazionali?**

Palladio è un attore che investe in Italia da più di 40 anni e in questi decenni ha modificato il proprio modus operandi, adattandosi alle nuove necessità. Oggi più che mai le aziende devono diventare grandi, competere sui mercati internazionali, attrarre talenti manageriali di prim'ordine. Per fare questo servono competenze e quindi un private equity come Palladio non può più solamente essere portatore di equity ma anche un soggetto che offre competenze e know how diventando colui che accompagna l'azienda nel medio periodo, facendola crescere e consolidandola. La nostra strategia oggi è quella di essere molto selettivi negli investimenti e altrettanto presenti al fianco degli imprenditori e manager nella creazione di valore effettivo all'interno dell'azienda. Industry expert, operating partner con funzioni trasversali che diventano elementi imprescindibili. Noi ci stiamo dotando di un advisory board fatto solo da manager con altissime competenze che veicoliamo di volta in volta, a seconda delle necessità, all'interno delle nostre partecipate. Non solo: oggi le aziende devono crescere e per farlo più rapidamente serve fare acquisizio-

ni accorciando così i tempi di ingresso su nuovi territori e i differenti mercati e puntando a una internazionalizzazione con tempi più brevi. Per fare ciò servono competenze che molto spesso le aziende non hanno e che giustamente cercano nell'investitore di capitale. In sintesi, quello che stiamo facendo è diventare sempre più un investitore industriale che mira a portare, in primis, competenze, talenti e soluzioni di investimento. L'equity chiaramente è una variabile fondamentale ma non è l'unico perno su cui si muove Palladio.

**Palladio investe in aziende che abbiano un forte potenziale di crescita, come le sceglierete?**

*«Nel 2023 sicuramente ci dedicheremo moltissimo alle aziende in portafoglio perché dopo la crisi pandemica e l'attuale crisi energetica e geopolitica vogliamo supportare al meglio le nostre partecipate»*

Quello che stiamo cercando di fare è di ridurre tantissimo il nostro spettro di analisi; ci stiamo concentrando su settori e mercati che conosciamo bene. Attraverso le nostre competenze interne, le nostre esperienze passate e il nostro network, cerchiamo di selezionare mega trend di sviluppo dei prossimi anni e i migliori interpreti, oppure aziende di nicchia che possano difendere la propria posizione di mercato generando cassa per continuare a crescere. A questo si aggiunge l'attività degli advisor di mercato che portano operazioni suggerendone possibili scenari futuri.

**Quali sono le strategie su cui vi focalizzerete nel 2023?**

Per quanto riguarda il nostro focus, non cambia rispetto al passato, non ci facciamo guidare da fattori contingenti ma dalle potenzialità di crescita delle società. Nel 2023 sicuramente ci dedicheremo moltissimo alle aziende già in portafoglio perché dopo la crisi pandemica e l'attuale crisi energetica e geopolitica vogliamo supportare al massimo le nostre partecipate.

**In portafoglio avete aziende hanno uno spiccato approccio Esg. Non è quindi solo gre-**

**enwashing ma si può lavorare con un occhio alla sostenibilità?**

Sì, noi abbiamo aziende in portafoglio che per loro natura hanno uno spiccato approccio Esg; cito Bernardinello Engineering, società di Padova che si occupa di ingegneria per impianti e il trattamento delle fonti idriche. L'acqua è una delle risorse più preziose e più scarse che abbiamo però è un elemento fondamentale per il processo industriale, quindi oggi avere una soluzione che consenta di trattare l'acqua, depurarla e rimetterla nell'ambiente o nel processo produttivo, riducendo al massimo la dispersione del consumo o dell'inquinamento, è fondamentale.

Bernardinello è oggi uno dei soggetti leader in Italia in questo mercato, una eccellenza con uno spiccato sviluppo sulle tematiche Esg. Anche noi, come Palladio, recentemente abbiamo fatto un assesment su tutto il nostro portafoglio e la nostra squadra. Oggi per noi le tematiche Esg diventano un elemento essenziale nelle strategie di investimento, non perché le aziende lo debbano avere già ma perché nel percorso di crescita dell'azienda dovrà essere tenuto in considerazione. Un'altra azienda partecipata da noi è BiosLine che si occupa di prodotti naturali per il benessere della persona; un'azienda che produce integratori alimentari e cosmesi naturali. Anche in questo caso, l'attenzione all'ambiente e alla sostenibilità è altissima anche per via del prodotto che realizzano. Non dimentichiamo, infine che un elemento fondamentale della sostenibilità è legato all'ambiente di lavoro, alle persone, al clima aziendale. Parlare di ambiente non significa tutelare solamente l'habitat esterno in cui abitiamo ma anche quello lavorativo in cui ci confrontiamo quotidianamente. Per questo serve attenzione alta e attività costante così da evitare greenwashing e fare qualcosa di concreto a favore della sostenibilità.

# ARRIVA LA RIFORMA DEL MES (MA È MEGLIO NON UTILIZZARLO)

di Giuseppe D'Orta

IL VIA LIBERA TEDESCO SPIANA LA STRADA ALLA RIFORMA DEL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ, CHE L'ITALIA ORA DEVE APPROVARE. SE UTILIZZATO, IL NUOVO MES AVRÀ IMPORTANTI IMPLICAZIONI SUI TITOLI DI STATO E PER I LORO DETENTORI



La sede della Bce, la Banca centrale Europea, a Francoforte

**D**opo che a metà dicembre la **Corte Costituzionale tedesca** ne ha legittimato l'introduzione, l'Italia è l'unico membro a dover ancora approvare la riforma dell'**EUROPEAN STABILITY MECHANISM (MES IN ITALIANO)**. Ci sono delle evidenze di non poco conto, come l'audizione di **Giampaolo Galli** alle Commissioni X e XIV della Camera dei Deputati il 6 novembre 2019, che fanno comprendere la portata della novità. Portata che non sarà effettiva nel breve, dato che per vedere la maggioranza dell'ammontare del debito pubblico soggetta alle nuove regole occorrerà che il nominale dei titoli con Cacs (le clausole di azione collettiva sul debito pubblico) sia preponderante, cosa per cui occorreranno ancora svariati anni. Ma procediamo con ordine.

## LE FINALITÀ DEL MES

Il Mes, detto anche **Fondo Salva-Stati**, è un'organizzazione internazionale avente forma di società a partecipazio-

ne interamente pubblica e che ha come oggetto sociale l'amministrazione del fondo alimentato dalle istituzioni dei Paesi soci. Il perseguimento della stabilità finanziaria dei Paesi dell'area euro può essere raggiunto tramite la concessione di prestiti a fronte dei quali il Paese beneficiario si impegna a porre in essere determinate azioni, come la correzione di condizioni macroeconomiche o anche il rispetto nel tempo di condizioni di ammissibilità al prestito. I finanziamenti sono quindi concessi a fronte di precisi impegni riguardanti le finanze pubbliche e le politiche economiche, definiti in un apposito memorandum di intesa tra il Paese interessato all'intervento, il Mes, la Bce e, se chiamato in causa, il Fondo Monetario Internazionale. Tra gli impegni può esserci la ristrutturazione del debito pubblico, ma la riforma prevede che l'accertamento della sua necessità diviene prerogativa del Mes, con la conseguenza che la richiesta di intervento del Fondo Salva-Stati significherà nel contempo aderire all'eventuale ristrutturazione del debito. Il Mes infatti potrà a quel punto accertare da sé l'insostenibilità dello stesso, erogando gli aiuti solo se verrà ristrutturato.

Insomma, se fino a oggi la ristrutturazione di un debito pubblico dell'area euro era considerata una extrema ratio dai pesanti risvolti, vedi Grecia, ora diviene una clausola da cui non si può prescindere. Sotto certi aspetti, la cosa è da stimolo per Paesi come l'Italia dove non si riesce mai a prendere decisioni nette in tema di finanze pubbliche. Davanti alla

prospettiva di un taglio al nominale di Btp e Cct, perché nel secondo Paese più indebitato al mondo non basterebbe certo sospendere il pagamento delle cedole, è probabile che si troverebbe il modo di votare riforme sempre rinviata. Se ciò non fosse possibile, o comunque non bastasse, ecco che entrerebbe in gioco la riforma delle Cacs.

### LE CLAUSOLE CACS

Il 7 dicembre 2012, con Decreto 96717, il MeF ha stabilito con decorrenza 1 gennaio 2013 come tutte le nuove emissioni di Btp, Cct, titoli zero coupon e ogni eventuale futura emissione di titoli di Stato fossero soggette alle **Collective Action Clases**, (Cacs), che consentono di modificare i termini di pagamento di un titolo.

Le Cacs sono state introdotte in tutti i Paesi dell'Ue a seguito della crisi del debito greco che evidenziò le difficoltà pratiche nell'attuare una ristrutturazione. Si tratta di clausole che consentono di intervenire più facilmente allungando la scadenza, sospendendo o posticipando il pagamento delle cedole, riducendone l'importo, addirittura cambiando la valuta di pagamento.

Le proposte di ristrutturazione vanno approvate a maggioranza dai creditori e possono essere applicate al massimo per il 45% del totale delle emissioni di ogni anno. Approvata la ristrutturazione, tutti gli altri creditori devono sottostare alla decisione. Le Cacs sono applicate a tutte le emissioni, incluse quelle internazionali e quelle in valuta, con scadenza (al momento dell'emissione) superiore a un anno. Dall'inizio del 2022, il meccanismo di delibera è semplificato e prevede la votazione unica e non duplice. Si parla infatti di single-limb Cacs. Le nuove regole facilitano il raggiungimento del quorum, limitando o annullando i diritti degli holdouts, i dissenzienti che vogliono intraprendere le vie legali.

### LE RICADUTE

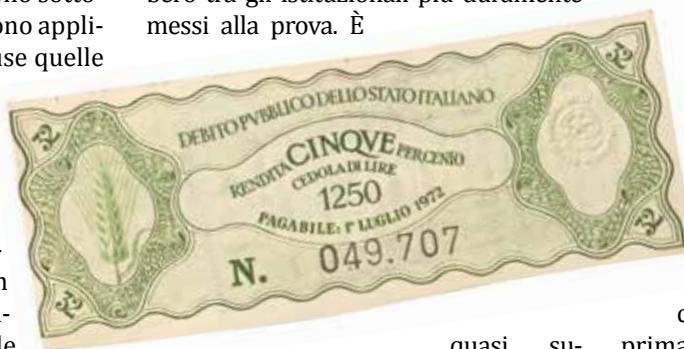
Cosa potrebbe accadere se all'Italia, come a un altro Paese dell'area euro, fosse necessario ricorrere ad aiuti esterni? Dopo dieci anni di "Whatever it takes" e copiosi acquisti del debito, sarà ben difficile poter rivolgere ana-

loghe istanze alla **Bce**, che anzi sta per avviare il processo di dismissione dei bond detenuti. A quel punto la sola strada praticabile sarebbe la richiesta di intervento del Mes che, proprio in base alle modifiche da approvare ancora in Italia, avrà l'unica parola sull'accertamento di insostenibilità del debito pubblico. Non è difficile ipotizzare che ci sarebbero a quel punto spinte di ogni genere per una diversa soluzione che non tocchi i titoli di Stato, e nemmeno è escluso che questa arrivi, ma la regola base è quella.

Finita l'epoca dei bot-people, oggi il debito è posseduto principalmente da soggetti istituzionali e, a seguito degli acquisti dell'ultimo decennio, anche dalla Banca Centrale Europea. Conseguenza è che nelle mani degli investitori non italiani, è concentrato ormai il 60% del debito totale. Una quota destinata a calare a seguito delle previste cessioni della Bce ma costituisce uno zoccolo duro per le votazioni.

### RICORRERE AL "SALVA-STATI"? UN INCUBO PER GLI ISTITUZIONALI

Un'eventuale ristrutturazione, di qualunque genere, del debito governativo metterebbe in difficoltà gli istituzionali per via dei ratios, dei parametri di vigilanza assicurativi e bancari, che sarebbero gravemente compromessi. I fondi pensione e le casse di previdenza sarebbero tra gli istituzionali più duramente messi alla prova. È



quasi superfluo dire che la sola ipotesi di richiesta di intervento al Mes farebbe precipitare le quotazioni, con conseguenze per tutti i soggetti sopra indicati ma anche per i fondi comuni e le gestioni assicurative. Un tracollo che provocherebbe il più classico dei bank-run.

Uno scenario che non ci si può affatto permettere, e tutti i Governi d'ora in avanti dovranno lavorare per far sì che il ricorso al Mes sia solo una lontana ipotesi. Le ripercussioni sarebbero tali

da portare il Paese al disastro economico e finanziario prima ancora che il Mes inizi a porre altre condizioni alle finanze pubbliche, che a quel punto sarebbero ancora più draconiane. Per quanto attiene gli investitori esteri, in uno scenario simile sicuramente alleggerirebbero e di tanto la quota detenuta di bond italiani. Altra probabile ripercussione nel caso del ricorso al "Salva-Stati" toccherebbe i famosi derivati sul debito italiano stipulati sia dal Tesoro sia quelli negoziati sui mercati "Over The Counter". Con probabili disastri di controparti. Fatte queste premesse, il nuovo Mes deve essere ancora approvato e c'è tutto il tempo per far sì che esso resti una risorsa di "ultimissima istanza" cui attingere esclusivamente in situazioni disperate, con la premessa che sarebbe meglio per tutti che l'Italia non vi ricorra mai.

### PREMUNIRSI DALL'EVENTUALE RICORSO AL MES

Per i comuni investitori la regola da seguire in caso di utilizzo del nuovo Mes è semplice: ovvero diversificare per Paese (quindi evitare concentrazioni comprando solo Btp e Cct) gli investimenti nel debito. L'investitore italiano deve cioè valutare Btp e Cct con oggettività ovvero come strumenti del debito dal rating non elevatissimo. Le emissioni "patriottiche" quali il Btp Italia e il Btp Futura vanno prese sì in considerazione ma senza sovra-pesare il portafoglio. Il concetto della diversificazione degli strumenti di debito per Paese va applicato anche ai prodotti del risparmio gestito posseduti, nella misura in cui questo detengono debito italiano.

Allargando la visuale -e sempre con l'obiettivo di evitare le condizioni per un ricorso al Mes- prima o poi il Governo italiano sarà costretto a intervenire sulle pensioni pubbliche, la cui corrente struttura può reggere finanziariamente solo fino a conclusione del decennio in corso. Così come sono ipotizzabili modifiche peggiorative all'imposta di successione, le cui condizioni sono attualmente molto favorevoli per gli eredi. Perché quando le cose si fanno in largo anticipo (con la spada di Damocle del "Salva-Stati" sulla testa degli italiani), si è in grado poi di adottare le opportune contromisure.



## QUANTO PESA L'INTESA TRA UE E G7 SUL PRICE CAP AL PETROLIO RUSSO



Andrea Margelletti

Presidente del Centro Studi Internazionali, docente presso la facoltà di Scienze delle Investigazioni e della Sicurezza dell'Università di Perugia e Narni. Unico membro onorario delle Forze Speciali Italiane

La guerra in Ucraina ha profondamente modificato le dinamiche energetiche europee, con il progressivo allontanamento dal petrolio e dal gas russo e l'aumento considerevole dei prezzi dei beni energetici. In questo quadro, molti Paesi extra-europei, come ad esempio il Qatar, l'Algeria e il Mozambico, hanno assunto una nuova centralità nella partita geopolitica dell'energia, diventando partner strategici per l'Unione europea. Al contempo, l'UE si è mossa anche sul fronte dell'aumento dei prezzi, per cercare di ridurre la spinta inflazionistica e al contempo ridurre l'afflusso nelle casse del Cremlino. In questo senso, Bruxelles ha ipotizzato l'adozione di un price cap, ovvero di una soglia di prezzo al di sopra della quale è fatto divieto di comprare il petrolio e il gas russi. Questa ipotesi è stata lungamente dibattuta in sede europea, nel tentativo di appianare le divergenze tra i Paesi membri e superare le perplessità di una misura del genere che costituisce un inedito e che, come tale, comporta una serie di difficoltà tecniche di implementazione e di incognite sulla sua efficacia. A incidere sui tempi di approvazione del price cap è stata la volontà di ridurre il rischio inflazionistico. Infatti, i governi europei temono che un tetto al prezzo dei beni energetici possa far salire vertiginosamente il prezzo del gas e del petrolio, esacerbando così la già molto alta spinta inflazionistica.

In questo contesto, un primo importante passo in avanti è stato raggiunto a dicembre, quando i Paesi dell'Unione europea, i membri del G7 e l'Australia hanno raggiunto un accordo in merito al price cap sul petrolio russo, che è stato fissato a un tetto massimo di 60 dollari al barile. La Russia, per contro, ha dichiarato che non si adegnerà al limite imposto e ha preannunciato contromisure per i Paesi aderenti, quali ad esempio l'interruzione delle vendite di petrolio. L'intento di questa misura è quello di colpire il volume delle entrate di Mosca, così da minare la disponibilità di risorse per finanziare lo sforzo militare in Ucraina. La misura è stata pensata con una certa flessibilità. Infatti, la soglia del tetto sarà oggetto di revisioni bimestrali per rispondere agli sviluppi economici (ma anche militari e politici), in modo da mantenere un tetto almeno del 5% inferiore al prezzo di mercato. Inoltre, si prevede una transizione graduale, per cui il tetto non si applicherà al petrolio acquistato e caricato sulle navi precedentemente al 5 dicembre e scaricato entro il 19 gennaio 2023. Il possibile effetto deterrente del price cap

non risiede tanto nell'impegno dei Paesi firmatari a non acquistare greggio russo a prezzi superiori per uso interno, visto che i consumi di petrolio di tali Paesi sono già calati in modo significativo dall'inizio dell'invasione; ma esso risiede soprattutto nella misura in cui impedisce a compagnie di spedizioni, compagnie assicurative e istituti di credito con sede nei Paesi aderenti di partecipare al trasporto del petrolio russo se venduto a un prezzo superiore anche a Paesi terzi che non direttamente aderiscono alla misura.

Tuttavia, numerosi sono i fattori che potrebbero limitare l'efficacia reale di questa misura. In primo luogo, il numero di Paesi che vi aderiscono è limitato, e i maggiori importatori di greggio russo, quali Cina e India, hanno deciso di non adottare alcun tetto al prezzo del petrolio. Questa decisione è motivata dai timori che una misura del genere possa rendere le proprie esportazioni meno competitive, oltre che dal fatto che al momento sia New Delhi sia Pechino già acquistano il petrolio russo a prezzi più bassi rispetto a quelli di mercato. Inoltre, l'OPEC+, l'organizzazione dei produttori di petrolio di cui fa parte anche la Russia, ha deciso di non tagliare la produzione e di non aderire alla misura adottata da Bruxelles. Il mantenimento delle relazioni con India, Cina e con gli altri produttori di petrolio facilita la posizione del Cremlino, anche e soprattutto alla luce del fatto che l'Ue non è ad oggi nella condizione di imporre sanzioni secondarie. In secondo luogo, il tetto stabilito è solo marginalmente al di sotto dell'attuale prezzo di mercato del greggio russo, che oscilla, al momento, intorno ai 70 dollari al barile. In terzo luogo, anche con un tetto fissato a 60 dollari al barile, il margine di profitto per il Cremlino rimane comunque considerevole, dal momento che i costi di produzione petrolifera di Mosca si aggirano tra i 30 ed i 40 dollari al barile, con variazioni a seconda dell'area di estrazione. Infine, anche nella sua applicazione pratica, la misura potrebbe presentare alcune criticità.

Al momento, quindi, l'impatto della nuova misura appare incerto e sembrerebbe prevalere il valore politico più che la sua efficacia pratica, pur in un contesto generale di efficacia di lungo periodo delle sanzioni e di sofferenza dell'economia russa. In questo quadro, infatti, l'Ue ha dimostrato come le lungaggini interne e la complessità della materia abbiano reso difficile adottare una risposta immediata che rispondesse in maniera proattiva alle esigenze di contenimento delle conseguenze economiche della guerra e di indebolimento dell'economia russa.



## PASSEGGIARE A WALL STREET I 50 ANNI DI UN SANO CRITERIO

L'appello ha 50 anni, ma vale oggi come ieri. L'economista Burton Malkiel pubblicò nel 1973 un libro che aiutò a promuovere una rivoluzione nel comportamento dei risparmiatori: "A Random Walk Down Wall Street", "Una camminata a caso a Wall Street". Il senso era che è vano cercare una strada giusta verso un sicuro profitto illudendosi di poter scegliere sempre le azioni "giuste", ma soprattutto che è impossibile azzeccare il tempo perfetto per entrare e uscire dal mercato, e tanto più da una singola azienda. "Quello di cui abbiamo bisogno", scrisse allora Malkiel, "è un fondo comune con un carico di commissioni di gestione minimo che semplicemente acquista le centinaia di titoli quotati realizzando la media dei ritorni dell'intero mercato e non fa trading da azione ad azione nel tentativo di pescare i vincitori".

A quel tempo Malkiel aveva 40 anni, e i risparmiatori non avevano a disposizione strumenti finanziari che potessero soddisfare il "bisogno" espresso dall'economista visionario. Oggi, che ne ha 90, l'economista americano si gode la soddisfazione di vedere che l'insieme degli asset "indicizzati" che lui sognava, lanciati nella pratica del mercato del risparmio dall'altro visionario che fondò il Vanguard Group, Jack Bogle, pesa per migliaia di miliardi di dollari nel mondo intero, e vale oltre il 40% del totale investito nei fondi comuni e negli Etf. Nel gennaio 2023 è così prevista la pubblicazione-celebrazione di "A Random Walk Down Wall Street", in una seconda edizione aggiornata e corretta da Malkiel per registrare le novità emerse in questo mezzo secolo, dagli Etf alle criptovalute.

Lo strabiliante successo della formula della gestione passiva rispetto a quella attiva è ovviamente dovuto alla sua efficacia concreta, avvalorata da tempo da molte ricerche e sondaggi su quello che, tuttavia, rimane il dilemma di maggiore interesse per gli investitori, sempre tentati dall'obiettivo di battere il mercato: conviene affidarsi a prodotti del risparmio gestiti attivamente, più costosi, o a Etf e fondi indicizzati, meno cari?

Gli analisti dello S&P Indexes sono i censori più severi e sofisticati dei fondi comuni gestiti attivamente, avendo da tempo creato una formula, di nome Spiva@Scorecards, (Spiva sta per Standard Poor's Indexes Versus Active), che non solo offre la più completa e dettagliata classificazione delle performance, per categorie e per ampiezza temporale, ma ha pure eliminato dalla ricerca i fattori che di solito "inquinano" i paragoni tradizionali tra "attivi" e "passivi".

Studiate per macro-aree geografiche, le "sentenze" emesse dallo Spiva confermano ciò che è, del resto, una conclusione genericamente accettata da tempo tra gli operatori e, progressivamente, anche tra gli investitori: i gestori attivi faticano a superare i benchmark, e i loro insuccessi sono tanto più evidenti quanto più si allunga l'orizzonte temporale considerato.

Secondo i dati del 2021, i fondi azionari attivi che sono stati battuti dal benchmark negli Stati Uniti (S&P500) sono stati il 60% su un anno, il 70% su tre anni e il 75% sugli ultimi 5 anni. In Europa, i money manager attivi hanno fatto meglio nell'ultimo anno, quando sono stati superati dall'indice (S&P Europe 350) nel 37% dei casi, ma hanno fatto peggio su 3 anni (il 70%) e su 5 anni (il 75%), allineandosi alla performance americana. In Giappone, contro l'indice considerato (S&P/Topix 150), i gestori hanno perso nel 54% dei casi su un anno, del 68% su 3 anni, e del 70% su 5 anni. Quello canadese, infine, è il mercato azionario in cui affidarsi ai prodotti indicizzati al benchmark, che in pratica significa investire in Etf, ed è stata la scelta assolutamente vincente nell'ultimo quinquennio: gli "attivi" hanno battuto lo S&P/Tsx Composite nell'88% dei casi su un anno, nel 91% sui 3 anni, nel 99% sui 5 anni.

Le scorecard (punteggi) Spiva hanno caratteristiche uniche in quanto si basano su una serie di dati che affrontano le questioni "nascoste" riguardanti i vari aspetti dei fondi comuni, dalle tecniche usate per le misurazioni dei risultati alle composizioni e alle durate in vita dei fondi stessi. Solitamente trascurati, questi elementi possono avere un impatto significativo nel confronto delle performance. Tra gli strumenti di S&P Indexes che eliminano i "difetti" che caratterizzano le analisi usate comunemente, figura la correzione del fattore della sopravvivenza (Survivorship Bias Correction): succede che molti fondi, nella realtà del mercato, si fondano o vengano liquidati durante un determinato periodo. Per i risparmiatori che prendono una decisione di investimento all'inizio del periodo anche i fondi destinati poi a sparire facevano in realtà parte del ventaglio delle possibilità. A differenza di altri studi sui confronti, i punteggi Spiva tengono conto dell'intero insieme delle opportunità, non soltanto dei fondi sopravvissuti. Con ciò, viene eliminato il fattore (bias) della sopravvivenza.



Glauco Maggi



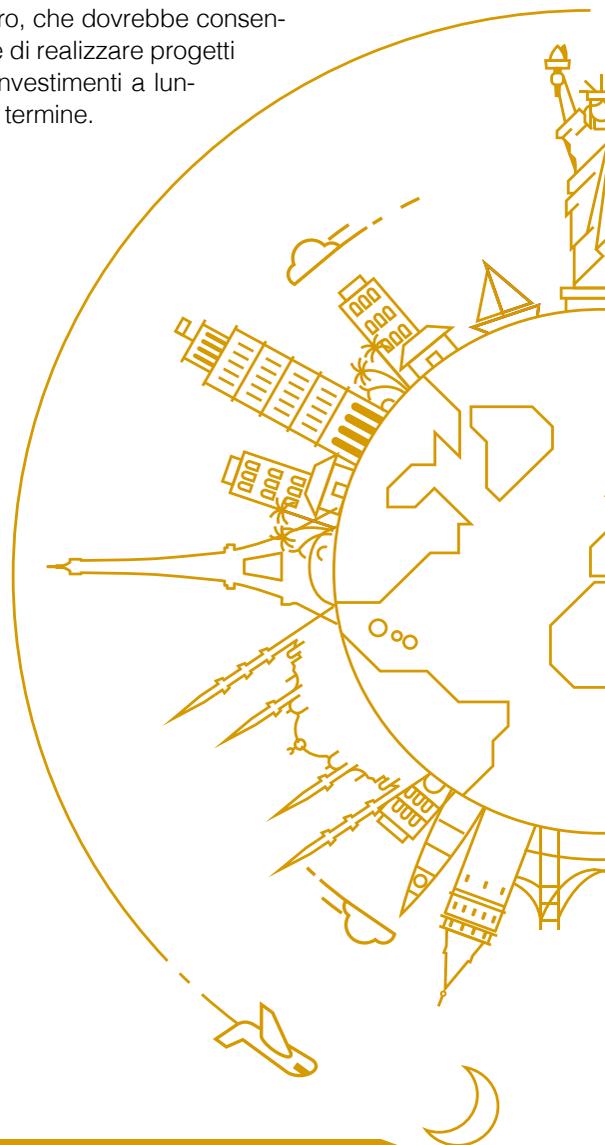
Continua a leggere

## AL VIA LA PARTNERSHIP TRA UE E NAMIBIA SU MATERIE PRIME E IDROGENO

**A** margine della Cop27, la Conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici che si è tenuta a Sharm el Sheikh nel mese di novembre, la presidente della Commissione europea, Ursula von der Leyen, e il presidente della Namibia, Hage Geingob, hanno firmato un memorandum d'intesa che istituisce un partenariato strategico che ha l'obiettivo di garantire lo sviluppo di un approvvigionamento sicuro e sostenibile di materie prime, materiali raffinati e idrogeno rinnovabile per sostenere la trasformazione verde e digitale delle economie dei partner dell'Unione europea. "Sono molto lieta di firmare questo accordo tra l'Ue e la Namibia per lo sviluppo delle catene di valore delle materie prime e dell'idrogeno rinnovabile", ha detto von der Leyen. Che ha aggiunto: "Non si tratta solo di un enorme passo avanti per le ambizioni climatiche europee, ma anche di un accordo vantaggioso per la Namibia, leader nello sviluppo dell'idrogeno rinnovabile in Africa". La partnership nel dettaglio prevede sei pilastri principali: l'integrazione delle catene di valore delle materie prime e dell'idrogeno rinnovabile; la cooperazione per sfruttare i criteri ambientali, sociali e di governance (Esg) e allinearsi agli standard internazionali; la mobilitazione dei finanziamenti per lo sviluppo delle infrastrutture necessarie per lo sviluppo dei progetti e l'incentivazione dei finanziamenti del settore privato; lo sviluppo di capacità,

formazione e competenze; la cooperazione per la ricerca e l'innovazione e l'allineamento normativo, degli standard e delle certificazioni fra le due parti. L'Ue e la Namibia si sono impegnate quindi a sviluppare una tabella di marcia operativa per il biennio 2023-2024, con azioni congiunte concordate entro sei mesi

dalla firma del memorandum d'intesa. Parallelamente la Banca europea per gli investimenti fornirà un prestito per un importo massimo di 500 milioni di euro, che dovrebbe consentire di realizzare progetti e investimenti a lungo termine.



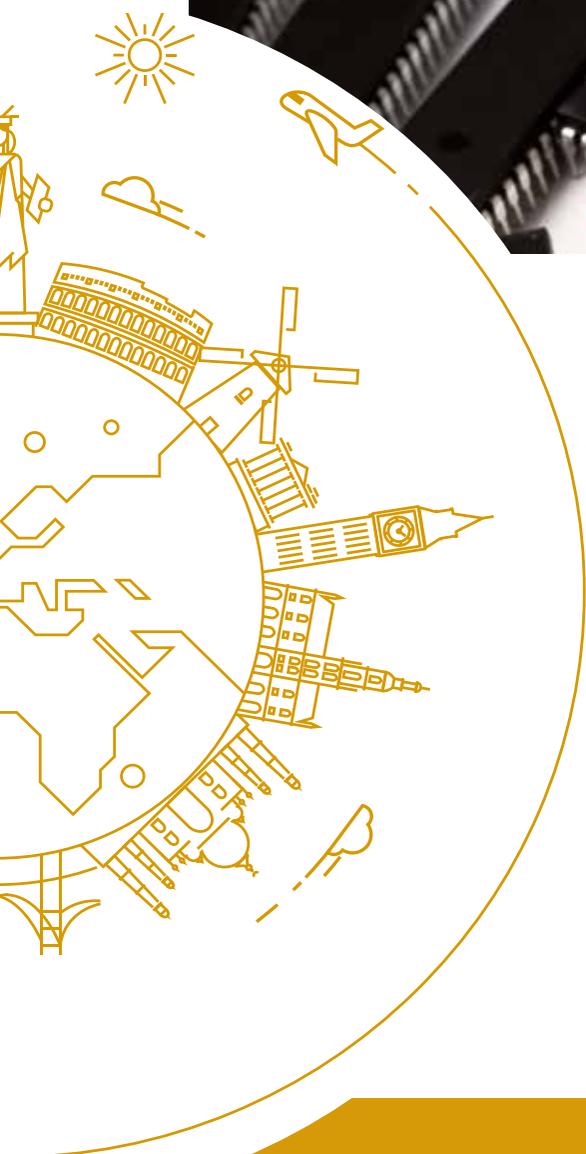
### BRASILE, OTTO FAMIGLIE SU DIECI SONO INDEBITATE. RECORD DI INADEMPIMENTI

Secondo il report mensile della Confederazione nazionale del commercio di beni, servizi e turismo del Brasile (Cnc), pubblicato il 7 novembre, la percentuale di famiglie brasiliane con debiti ha raggiunto a ottobre ben il 79,2 per cento. Il dato è in crescita del 4,6% su anno, ma mostra un leggero calo dello 0,1% rispetto al livello più alto nelle serie storiche iniziate nel 2010, registrato nel mese di settembre. In particolare, secondo il report, è cresciuto il numero delle famiglie in ritardo con qualche tipo di pagamento (indice di inadempienza),

che ha raggiunto quota il 30,3%, in aumento dello 0,3% su mese e del 4,7% per cento su anno. Inoltre il numero di famiglie non in grado di rimborsare i debiti scaduti, è stato del 10,6% a ottobre, lo 0,1% in meno su mese. La Cnc prende in considerazione i debiti contratti attraverso assegni post-datati, carte di credito, scoperto bancario, prestiti e rate per l'acquisto di auto o assicurazioni sanitarie. La carta di credito, secondo l'analisi di Cnc, è lo strumento principale con cui i brasiliani contraggono debiti (l'84,9%).



## UK, SEMICONDUTTORI: STOP AI CINESI PER “RISCHI ALLA SICUREZZA NAZIONALE”



**I**l governo britannico ha bloccato l’acquisizione della Newport Wafer Fab, il più grande produttore di semiconduttori del Regno Unito, da parte di Nexperia di proprietà cinese, a causa di “rischi per la sicurezza nazionale”. La decisione giunge un anno dopo che la società di semiconduttori Nexperia ha annunciato di aver preso il controllo dell’azienda situata nel Galles meridionale, nel luglio 2021, con un accordo da 63 milioni di sterline (circa 72,2 milioni di euro al tasso di cambio attuale). L’azienda, ora nota come Nexperia Newport, produce chip utilizzati per la gestione dell’alimentazione nei dispositivi elettronici. Nexperia ha invece sede nei Paesi Bassi, ma è di proprietà della cinese Wingtech. Nella notifica diramata a novembre, il ministero delle Imprese, l’Energia e la Strategia industriale ha riferito che il rischio per la sicurezza nazionale riguarda “la tecnologia e il know-how”. “L’ubicazione del sito – ha aggiunto il ministero - potreb-

be facilitare l’accesso alle competenze tecnologiche e al know-how nel polo del Galles meridionale, e legami tra il sito e il territorio circostante potrebbero impedire a questo polo di essere impegnato in progetti futuri rilevanti per sicurezza nazionale”. La decisione solleverà interrogativi sul futuro dei posti di lavoro dei 550 lavoratori del sito di Newport, nonché quelli delle mille persone impiegate in una struttura separata di Nexperia a Stockport. Il presidente di Nexperia nel Regno Unito, Toni Versluijs, ha detto che l’azienda è “sinceramente scioccata” per la decisione del governo di Londra. “La decisione è sbagliata e faremo appello per annullarla e proteggere gli oltre 500 posti di lavoro a Newport”, ha affermato Versluijs. “Questa decisione invia un chiaro segnale della chiusura del Regno Unito per gli affari. Il Regno Unito non si sta elevando, ma livellando verso il basso comunità come il Galles meridionale”, ha aggiunto il dirigente.

### CARLOS SLIM, “LA GUERRA COMMERCIALE USA-CINA È UN’OPPORTUNITÀ PER IL MESSICO”

La guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina rappresenta uno scenario favorevole per il Messico, che potrà captare parte delle importazioni cinesi che Washington mira a sostituire. Ad affermarlo il mese scorso è stato il multimiliardario imprenditore messicano del settore delle telecomunicazioni,



Carlos Slim, secondo il quale, “la possibilità di ottenere, e anche migliorare, i costi che attualmente gli Usa affrontano con la Cina è possibile solo con il Messico”. In questo senso Slim prevede, “un contesto favorevole per il Messico con una crescita sostenuta e con molte opportunità di creare posti di lavoro ed

attività economiche”. Slim si è anche dichiarato favorevole all’accordo commerciale T-mec (nella foto) con Stati Uniti e Canada sottolineando che, a differenza del Nafta, il primo trattato di libero scambio firmato nel 1994, “il nuovo accordo non si limita a installare industrie di assemblaggio, ma prevede un’associazione completa”.

## LA PRIMA VETTURA FIAT "MADE IN ALGERIA" SARÀ LANCIATA NEL NOVEMBRE 2023

**P**arlando al quotidiano El Djoumhouria, il prefetto di Orano, Said Saayoud, ha annunciato che la prima auto Fiat prodotta in Algeria sarà lanciata sul mercato nel novembre del 2023. L'accordo quadro per la produzione di 90mila veicoli all'anno a Orano, la seconda città nel Paese nordafricano, era stato firmato lo scorso 13 ottobre dal direttore della cooperazione internazionale del ministero dell'Industria, Zineddine Boussoussa, e dal direttore della regione Africa e Medio Oriente del gruppo Stellantis, Samir Cherfan, alla presenza dell'ambasciatore d'Italia ad Algeri, Giovanni Pugliese, dell'ambasciatore d'Algeria in Italia, Touahria Abdelkrim, del ministro dell'Industria dell'Algeria, Zeghdar, e dell'amministratore delegato

di Stellantis, il portoghese Carlos Tavares. Saayoud ha anche indicato che la fabbrica della Fiat è situata a Tafraoui, 40 chilometri a sud della città di Orano. "Il terreno di 130 ettari destinato al progetto Peugeot sarà messo totalmente a disposizione del gruppo Stellantis per la realizzazione dello stabilimento Fiat. Tutto ciò che è stato messo a disposizione di Peugeot sarà trasferito a beneficio del progetto Fiat", ha affermato il prefetto. "La prima vettura lascerà lo stabilimento Fiat alla fine del 2023, con un tasso di



componenti locali nel prodotto finito del 40 per cento", ha aggiunto Saayoud. Il prefetto ha anche indicato che saranno prodotti due modelli Fiat all'avvio delle attività, per poi aumentare gradualmente il numero di modelli in uscita dalle linee di Tafraoui.

## LA TANZANIA RINGRAZIA LA CINA PER IL PONTE NEW WAMI



**È** stato aperto al traffico il ponte New Wami, realizzato nella regione costiera di Chalinze, in Tanzania, dall'azienda costruttrice cinese Power Construction Corporation. Il ponte, lungo 510 metri e largo 11,85, costruito a una distanza di 670 metri dal vecchio ponte Wami già esistente, è stato definito "un progetto strategico chiave" dal portavoce del ministero degli Esteri cinese Zhao Lijian che, in un briefing con la stampa, ha sottolineato come l'infrastruttura abbia "un ruolo significativo da svolgere nella promozione dello sviluppo regionale integrato in Tanzania e nel rilancio della sua crescita economica". Il completamento del ponte, ha aggiunto Lijian, "ha aperto un'arteria di trasporto vitale per lo sviluppo della Tanzania" ed "è anche l'ultimo risultato degli sforzi di Cina e Tanzania per portare avanti l'amicizia tradizionale e approfondire la cooperazione reciprocamente vantaggiosa nella nuova era". Dall'inizio della costruzione - ha proseguito Zhao - il progetto ha creato più di 500 posti di lavoro locali e preparato un corpo di professionisti delle infrastrutture e lavoratori qualificati per la Tanzania. Dal lancio del Forum sulla cooperazione Cina-Africa (Focac), inaugurato nell'ottobre 2000, ha quindi sottolineato il portavoce, "le aziende cinesi hanno costruito in Africa oltre 10mila chilometri di ferrovie, quasi 100mila chilometri di strade, circa mille ponti, quasi cento porti e molti ospedali e scuole".

## PARIGI E BERLINO, RIPARTE IL PROGETTO FCAS SUI JET

**L**a Francia e la Germania sono pronte a passare alla seconda fase del progetto di costruzione di jet da combattimento di nuova generazione Future Combat Air System (Fcas), facendo ripartire - di fatto - il più importante programma di armamenti europeo. Secondo fonti del quotidiano Financial Times, Parigi e Berlino e due delle principali compagnie coinvolte, ovvero Airbus e Dassault Aviation, sarebbero ormai formalmente giunti a una fase cruciale del progetto Fcas, durante la quale verrà costruito un primo "jet dimostrativo". Un accordo potrebbe essere quindi raggiunto già nei prossimi giorni, hanno aggiunto le fonti del giornale britannico, che hanno parlato in condizione di anonimato dato che ci sono ancora questioni in sospeso. Per questa fase successiva, denominata "1b", in precedenza erano stati stanziati circa 3,8 miliardi di euro e la scadenza era fissata per la fine dello scorso anno. Il ritardo nella tabella di marcia sarebbe dovuto ad alcuni disaccordi sulla condivisione della proprietà intellettuale tra le società, su come sarebbe stato suddiviso il lavoro, nonché sulle stesse specifiche del jet. A complicare ulteriormente le cose, le recenti tensioni tra Francia e Germania, esplose nel mese di ottobre, quando è stata rinviata una riunione congiunta dei due governi.



## L'UNIVERSITÀ DI KIEL CI RESTITUIRÀ REPERTI ARCHEOLOGICI

L'Università "Christian-Albrecht" di Kiel, capitale dello Schleswig-Holstein, restituirà reperti archeologici della sua collezione di antichità all'Italia, da cui sono stati trafugati. Come ha riferito l'emittente radiotelevisiva Ndr, si tratta di quattro vasi della Magna Grecia che l'ateneo acquistò tra gli anni Ottanta e Novanta presso la galleria Palladion di Basilea, di proprietà del mercante d'arte e gallerista Gianfranco Becchina. Indagato per 14 anni dal Comando Tutela patrimonio culturale dei Carabinieri, Becchina si sarebbe servito di tomba-rotoli per effettuare scavi clandestini in Italia e vendere i ritrovamenti a musei e collezioni private di vari Paesi, tra cui appunto quella dell'ateneo di Kiel. In particolare, ad acquistare i quattro vasi, fu l'archeologo Konrad Schauenburg, allora direttore della collezione di antichità dell'Università Christian-Albrecht, che sarebbe stato consapevole della natura illegale della transazione. A pagare furono la Fondazione "Amici dell'antichità" e la Fondazione per la cultura dello Schleswig-Holstein. Nel febbraio del 2018, l'Università di Kiel ha ricevuto dalle autorità italiane la prima richiesta di restituzione dei vasi trafugati. Ora, però non è chiaro se i reperti torneranno effettivamente in Italia, poiché l'accordo sulla restituzione tra l'Italia e l'Università Christian-Albrecht prevede che l'ateneo possa chiedere le opere in prestito ai fini della loro esposizione.



## TRA RUSSIA E CINA, APERTO IL TRAFFICO SUL FIUME AMUR



Il primo treno per il trasporto di merci ha attraversato a novembre il ponte ferroviario sul fiume Amur tra le città Nizhneleninskoe e Tongjiang, al confine tra Russia e Cina. Lo ha reso noto l'ufficio stampa del Fondo russo per gli investimenti diretti, ricordando che la costruzione del ponte è stata realizzata nell'ambito di un accordo bilaterale stipulato nel 2008. Secondo il Fondo, il traffico sul ponte aumenterà in modo significativo il commercio tra i due Paesi, stimolando l'attuazione di nuovi progetti logistici e industriali. Come ha sottolineato il direttore del Fondo, Kirill Dmitriev, l'approfondimento della cooperazione russo-cinese "è impossibile senza lo sviluppo di infrastrutture di trasporto e logistica". "La Cina - ha aggiunto Dmitriev - è il più grande partner commerciale ed economico della Russia, e quest'anno il volume degli scambi ha già superato 150 miliardi di dollari". Intanto, come ha annunciato l'ambasciatore russo in Cina, Igor Morgulov, Russia e Cina continuano a discutere le condizioni per la fornitura di gas russo attraverso la Mongolia nell'ambito del progetto Soyuz Vostok. "Il progetto di fornitura di gas naturale attraverso il territorio della Mongolia sta procedendo", ha detto il capo della missione diplomatica. Morgulov ha spiegato che la parte mongola ha già approvato il progetto di costruzione del gasdotto Soyuz Vostok sul territorio della Mongolia all'inizio di quest'anno. Tra gli altri progetti congiunti significativi della Federazione Russa e della Cina nel settore energetico, Morgulov ha menzionato Arctic Lng-2, progetto di fornitura di gas naturale lungo la rotta dell'Estremo oriente russo, e la costruzione del complesso chimico del gas dell'Amur.

## USA, CINESE CONDANNATO A 20 ANNI PER FURTO DI SEGRETI COMMERCIALI

Un tribunale federale degli Stati Uniti a Cincinnati ha condannato un cittadino cinese a 20 anni di reclusione per aver tentato di sottrarre segreti commerciali a diverse compagnie aeree e aerospaziali statunitensi, tra cui Ge Aviation. Lo ha reso noto il mese scorso il dipartimento di Giustizia, che ha accusato Xu Yanjun, 42 anni, di agire per conto del ministero della Sicurezza di Stato cinese. L'imputato è stato giudicato colpevole di cospirazione, tentativi di spionaggio e furto di segreti commerciali nel novembre 2021, dopo un'indagine dell'Fbi culminata con il suo arresto in Belgio nel 2018 e la successiva estradizione negli Usa.

Stando alle evidenze raccolte, Xu avrebbe agito tra il 2013 e il 2018 utilizzando pseudonimi e società di copertura. Anche le forze dell'ordine del Canada lo scorso mese hanno accusato Yuesheng Wang, un dipendente della compagnia elettrica statale Hydro Quebec di essere un agente della Cina. Su Wang, 35 anni, pendono

vari capi d'imputazione, tra cui la frode e la sottrazione di segreti commerciali. I presunti crimini di Wang - che avrebbe abusato della sua posizione per condurre ricerche su mandato di un'università e centri di ricerca cinesi - risalirebbero al periodo compreso tra febbraio 2018 e ottobre 2022.



# ESCLUSO IL MITO ARMANI C'È BISOGNO DI ATTORI GIOVANI

di Fabiana Giacomotti

COSA LEGA IL PASSAGGIO VOLONTARIO E PROGRESSIVO DI CONSEGNE IN PRADA, L'AUTOGOL DI DOLCE & GABBANA IN CINA E IL RECENTE SCANDALO SOCIAL DI BALENCIAGA

**I**l passaggio volontario e progressivo di mano in **Prada** e il disastro social di **Balenciaga** hanno molto più elementi in comune di quanto si possa credere. Anzi ne hanno uno solo, ed è la capacità, o meno, di capire lo *zeitgeist* e la reale potenza dei social. L'annuncio congiunto di **Patrizio Bertelli** e di **Miuccia Prada** di voler abbandonare progressivamente le cariche sociali – non quelle creative – all'ex ceo di Luxottica **Andrea Guerra** per favorire un passaggio morbido e "tutorizzato" di consegne al delfino **Lorenzo Bertelli**, attualmente a capo del social corporate responsibility del gruppo, è al tempo stesso il segnale di un'intelligente volontà di dedicarsi un po' di più alle proprie passioni – entrambi hanno superato da qualche tempo i settant'anni anche se Miuccia Prada verrà ormai sempre percepita come l'eroina che ha inventato il mito della borghese ribelle – e quello della consapevolezza della necessità di un ricambio generazionale.

La scelta, poi, di affidare il solo brand Prada alla gestione di **Gianfranco d'Attis**, già presidente di **Christian Dior Americas**, racconta molto della volontà della coppia di rafforzare il coté commerciale e la presenza internazionale delle linee Prada nel momento in cui gli Stati Uniti sono tornati centrali nelle vendite mondiali della moda. Vi chiederete che cosa c'entri questo con Balenciaga e con le accuse mondiali di sessualizzazione dell'infanzia e istigazione alla pe-

dofilia che l'hanno travolta al punto che il prossimo gennaio non sfilerà a Parigi nella tradizionale settimana della haute couture. C'entra, invece, perché mostra quanto l'insensibilità verso lo *zeitgeist*, anzi la convinzione di guidarlo, di plasmarlo con la forza della propria comunicazione e del proprio marketing, rappresenti un rischio concreto e pericolosissimo per un'azienda.

In questo primo quadro d'insieme, naturalmente, rientra anche la potenza, non sempre facilmente, anzi quasi mai controllabile, dei social. Perché sarà anche vero, come scrivevano alcune testate internazionali nelle scorse settimane, che dopo anni di predominanza come luogo di scambio di informazioni, i social siano entrati in fase di crisi dopo l'avvento di TikTok. Però fino a quando non si sarà diffusa la consapevolezza che sia "ora di chiudere gli account" (il problema, avrete capito, è **Twitter** in mano a **Elon Musk**, qualcosa che i dem americani non tollerano) e che questa sia stata accettata *coram populi*, che alla voglia di farsi vedere sempre e comunque nella forma migliore e saltellanti sarà subentrata la stanchezza di smaltarsi continuamente di filtri e ritocchi, è evidente che tutti continueranno a trasferire messaggi, invettive e frustra-

Nelle foto da sinistra Patrizio Bertelli, Lorenzo Bertelli e Andrea Guerra. Nella pagina accanto Giorgio Armani





zioni attraverso i social. Capire quando sia arrivato o meno il momento di passare la mano, capire quando il successo e il potere ci abbiano dato alla testa, facendocela perdere, capire insomma il timing, è diventato capitale soprattutto adesso che una sola immagine (Balenciaga), un solo oggetto (Gucci e Prada pochi anni fa con lo scandalo del balaclava "blackface" e lo charm con le grosse labbra rosse), una sola campagna (Dolce&Gabbana e il grosso cannolo mangiato con le bacchette dello spot cinese,

## *Non è vero che, acquisito il forte entusiasmo di pubblico e media, sia tutto permesso*

forse il più clamoroso backlash di comunicazione della storia della moda), rischiano di far perdere non solo decine di milioni di euro, vedi appunto Dolce&Gabbana, ma anche forza e allure di marchio. Non sempre è necessario cambiare rotta o abbandonare il frutto di trenta, quaranta anni di impegno costante, che è naturalmente il caso di **Giorgio Armani**, in queste settimane impegnato in un clamoroso firmacopie della sua nuova autobiografia "Per amore" a ottantotto anni, circondato dall'affetto dei giovani adoranti. Ma il percorso di vita compiuto deve appunto essere quello di Giorgio Armani, che nessuno definisce più nemmeno stilista o imprenditore, perché è ormai entrato nell'aura del mito, come i Beatles o i Rolling Stones. Non sbaglia mai, né comunicazione né toni (nessuno dimenticherà il coraggio con cui mise la parola fine alle sfilate in corso a Milano nelle giornate

dello scoppio della pandemia quando tanti traccheggiavano, impauriti e seccatissimi di perdere soldi). Però anche dovesse farlo, il grande pubblico sarebbe disposto non solo a riconoscergli le attenuanti, ma a giustificarlo.

Gli equilibri fra successo e abuso dello stesso sono labili e complessi, solo a pochissimi è concesso superarli, ma i pochissimi che potrebbero non lo farebbero mai. In compenso, mentre il mondo si interroga sulle ragioni che hanno spinto Miuccia Prada

non a scegliere di passare la mano, ma a volere a capo del suo gruppo un manager certo abile ma non particolarmente versato nel lusso come Guerra (Luxottica, sorry, it's not luxury, l'esperienza a capo della divisione hotellerie di **Lvmh**, in via di conclusione, non risulta essere stata molto soddisfacente per entrambe le parti), è evidente che i Dolce&Gabbana abbiano appreso la lezione dei social.

Due anni dopo il disastro di Shanghai, nel 2020, il duo raccontava a Sette del Corriere della Sera che i successi sono raramente buoni maestri: ci sono vittorie che si ottengono solo se si è stati in grado di perdere qualche battaglia, di cadere e di risorgere come diceva il famoso verso, ed è quanto è accaduto a loro due. La loro battaglia persa ha un titolo, come tutte le battaglie andate a rotoli dalle Termolipi a Waterloo ed è #DGTheGreatShow, un evento con

circa mille ospiti organizzato a Shanghai nel novembre 2018. L'avventura iniziò con tre brevi video lanciati su Instagram in cui una modella cinese tentava di mangiare alcune specialità gastronomiche italiane con le bacchette, e finita in una fuga con perdite: insulti sui social ("razzisti", "sessisti", "offendete la Cina"), negozi picchettati, boicottaggio da parte delle piattaforme di e-commerce, sospensione della vendita dei prodotti, video con le scuse dei due stilisti, annullamento della sfilata, rientro a casa. I giornali si contendevano i racconti delle modelle travolte dalla fuga degli ospiti (con uno stile molto furbo, la coppia invita sempre i migliori clienti a sfilare in passerella, a prescindere da altezza e peso ponderale) dalle prove.

Quattro anni dopo, il successo dell'evento di Miami di poche settimane fa, nella terra della correttezza politica mondiale e del rispetto dell'inclusione sociale, è la dimostrazione che la lezione è stata appresa e la volontà dei social – per quanto uno possa considerarli l'equivalente della marmaglia che sferruzzava, inveiva e beveva sotto le ghigliottine in Place de Grève – rispettata. Dunque, Balenciaga. Alla vernice spruzzata sulle vetrine dei negozi e ai prodotti tagliati e bruciati sui social media sono seguite, purtroppo con diversi giorni di ritardo, le scuse pubbliche dei vertici e la promessa, non richiesta, di investire nelle associazioni per l'infanzia. "Voglio scusarmi personalmente per la scelta artistica sbagliata del concetto per la campagna di regali con i bambini", ha detto il direttore creativo del marchio Demna su Instagram. L'amministratore delegato **Cédric Charbit** ha aggiunto scuse e "assunzione di responsabilità".

Nessuno aveva controllato abbastanza. Nessuno aveva, probabilmente, valutato le conseguenze del gesto – nelle ore successive allo scoppio del caso il brand ha cercato di scaricarne le responsabilità sull'agenzia appaltatrice della campagna, un clamoroso e ulteriore errore che dimostra come la moda sottovaluti sempre l'importanza di un buon crisis manager - perché la sfilata in cui quei pupazzi simil bondage erano stati presentati era interpretata, ovviamente da adulti. Il disastro Balenciaga insegna il limite del successo. Non è vero che, giunti a un certo livello di entusiasmo da parte del pubblico e dei media, sia tutto permesso. Esiste un limite anche all'hyper-cool. Esistono, appunto, le tricoteuse dei social. Che molto spesso sferruzzano a vuoto, ma non sempre. E talvolta con profitto.

## ITALIANI, PREPARIAMOCI TUTTI, NEL 2023 SI PARLERÀ MOLTO DI BTP



Paolo Zucca

Iscritto all'Ordine dei Giornalisti dal 1979, già responsabile del supplemento de II Sole 24 Ore Plus 24. Partecipa a tutorial e iniziative contro l'eccessivo uso del contante. Twitter @pzu551

**I**n vetrina verranno proposte nuove versioni dei Buoni del Tesoro poliennali, diversi rispetto ai pur recenti Italia e Futura che hanno ottenuto un buon successo. Lo Stato, che chiede prestiti attraverso l'emissione di obbligazioni, tenderà la strada dell'offerta ai soli residenti. La novità non è assoluta per i mercati finanziari: prodotti analoghi ci sono anche negli Usa. È venuto allo scoperto il leghista Giulio Centemero che in un progetto di legge li immagina tra i 5 e i 10 anni di durata, con benefici fiscali significativi. Vanno in questo senso le dichiarazioni più prudenti del ministro dell'Economia, Giancarlo Giorgetti.

«Negli ultimi mesi» ha dichiarato Giorgetti in una audizione, «accanto ai successi nei collocamenti degli strumenti espressamente realizzati per loro, si è notata una rinnovata partecipazione dei risparmiatori individuali anche nel collocamento dei tradizionali titoli di Stato nelle aste periodiche di BoT, BTP e CcT, in massima parte grazie all'aumento dei rendimenti nominali delle emissioni. In questo contesto, sarà importante proseguire l'impegno per aumentare il coinvolgimento diretto dei risparmiatori italiani, attraverso nuovi strumenti finanziari appositamente disegnati, che uniscano la semplicità e solidità rappresentata dai titoli di Stato a una remunerazione che sia in grado di preservare il valore reale dei risparmi». Se alla fine degli anni '80 il possesso diretto di obbligazioni governative in mano ai risparmiatori domestici (BoT people) era del 20% ora è sceso a poco più del 6%, anche se indirettamente li posseggono attraverso gli strumenti di risparmio collettivo.

Ancora più sfumato il riferimento di Davide Iacovoni, capo della direzione Debito pubblico presso il dipartimento del Tesoro del ministero dell'Economia: «Nel tempo la quota di detenzio-

ne diretta del privato si è ridotta, ma ora entriamo in un contesto diverso. Noi abbiamo cercato, anche con prodotti ad hoc, di attirare un certo interesse, e se si vedono i dati più recenti qualche inversione di tendenza si sta manifestando: nonostante il debito sottostante sia salito tanto, vedere che anche la percentuale sale è buon segno. E andrà fatto di più, stiamo lavorando sia come prodotti, che come metodologie di emissione, per poter ulteriormente incrementare la base retail: sarà un aspetto su cui l'interazione con le agenzie di rating sarà importante».

Immaginando un'emissione tutta per gli italiani, e lasciando perdere le probabili polemiche sul BTP "sovrano", servirà un'attenzione particolare per non cadere in una trappola emotiva. BoT prima, CcT e BTP poi sono stati dai primi anni '80 l'iniziazione degli italiani a un risparmio evoluto. Erano obbligazioni semplici, capitale e cedole, con un rendimento vistoso ma in verità molto normale in termini reali (al netto dell'inflazione). Smossero l'abitudine dei depositi a vista e dei libretti postali. Anche ora la liquidità è ai massimi livelli (circa 1900 miliardi) e il Governo conta di scongelarla per farla fluire nei vecchi e nuovi titoli governativi. Vedremo quali saranno le caratteristiche e gli incentivi dei nuovi BTP Speciali. E se scatterà un effetto nostalgia.

Ma un'emissione tutta rivolta alla clientela italiana, tutta o in gran parte retail sarà più sicura di altre? Immaginando il peggio, un eventuale default tradirebbe una platea di risparmiatori/elettori e quindi sarebbe politicamente indigeribile. D'altro canto la partecipazione di investitori stranieri alle emissioni è pure una garanzia che un'eventuale insolvenza troverebbe l'opposizione di soggetti in grado di difendersi in tutti i tribunali. Un'emissione in mano solo a risparmiatori italiani avrebbe un mercato secondario fluido in grado di formare il giusto prezzo per coloro che intendessero vendere i titoli? Non è scontato, soprattutto se ci saranno premi al mantenimento delle obbligazioni fino a scadenza. Per rendimento le nuove emissioni dovrebbero essere mediamente interessanti, visto che i titoli in scadenza saranno tanti e le banche centrali ridurranno le esposizioni ai titoli di Stato italiani. Più di tanto non potranno comprare banche e assicurazioni che sono già ben fornite di BTP. Da rinnovare ci sono ben 453 miliardi e forse se ne aggiungeranno altri. Per non rischiare il flop il Governo si tiene pronto a mobilitare le famiglie italiane perché rendano tricolore il loro portafoglio.



Nella foto Giancarlo Giorgetti, ministro dell'economia.



# DA "INFLAZIONE" A "CRIPTOVALUTE": RISTUDIARE L'ALFABETO DELLA FINANZA

**BEPPE GHISOLFI  
RIMETTE IN DISCUSSIONE  
PAROLE E SCHEMI  
DELL'EDUCAZIONE  
FINANZIARIA  
CON UN NUOVO  
"BIGNAMINO"**

**N**on si può dar torto a Beppe Ghisolfi quando ripropone un "Bignamino": che - letteralmente - invita a riscoprire "le parole indispensabili per la sopravvivenza nella crisi finanziaria". Financial Literacy: l'anglo-categoria originale parla di "alfabetizzazione" prima ancora che di "educazione" all'uso della moneta e alle decisioni d'investimento. E dopo un quindicennio dall'ingresso ufficiale - programmatico e consapevole dopo la Grande Crisi del 2008 - dell'educazione finanziaria nella cassetta di attrezzi culturale di cui nessuno dovrebbe fare a meno, è certamente tempo di bilanci e ripensamenti: non solo su quanto i risparmiatori-massa hanno imparato, ma anche su quanto mirata ed efficace sia stata finora l'offerta di (in)formazione finanziaria.

Ghisolfi ha vissuto questo "tempo di ferro" della finanza in molte trincee di prima linea: banchiere (presidente della Cassa di risparmio di Fossano), in quanto tale vicepresidente di Abi e Acri e dell'Associazione europea delle Casse di risparmio; proboviro del Conciliatore Bancario e Finanziario; docente all'Università di Pavia, e soprattutto: presidente dell'Accademia italiana di educazione finanziaria e pubblicista instancabile sulla materia. Per Aragno (editore anche del "Bignamino" fresco di stampe) Ghisolfi ha già pubblicato un "Manuale di educazione finanziaria", e un "Lessico finanziario". Perché ora un nuovo prontuario di una cinquantina di pagine volutamente scarse?

"A Washington, durante i lavori del Fondo Monetario internazionale - spiega lo stesso autore nell'introduzione - ho sentito il direttore generale Kristalina Georgieva ripetere che siamo in piena crisi economica e che il peggio deve ancora venire". Troppo forte il richiamo a una rapida ma incisiva rivisitazione delle parole con cui non solo gli economisti tentano di padroneggiare un sistema globale già spazzato dalla pandemia e ora scosso dai venti di guerra. Un modo - per Ghisolfi - per rimettere in discussione schemi e lemmi di un'educazione finanziaria

già messa sotto pressione dall'ultimo crollo di Wall Street.

"Il 90% degli italiani concorda sul fatto che l'educazione finanziaria dovrebbe essere insegnata a scuola" ricorda l'autore. Ma quanti italiani saprebbero argomentare in modo piano ed esauriente attorno alla parola più calda del momento? Sentiamo il Ghisolfi 2022: "I prezzi salgono sempre". "L'euro ha raddoppiato le nostre spese". Ti sarà capitato di sentire frasi come queste. In effetti nel corso degli anni i prezzi delle merci sono sempre saliti tranne che nei periodi di crisi, dove l'aumento è contenuto ed in alcuni casi si verifica addirittura una diminuzione. L'inflazione registra l'aumento dei prezzi di un certo numero di prodotti (detto "paniere") anno su anno. Facciamo un esempio. Se un paniere di prodotti per una famiglia costa nel gennaio 2019 1000 euro e lo stesso paniere nel gennaio 2020, 1020 euro, significa che l'inflazione è stata del 2%. Vent'anni fa l'inflazione ha toccato punte molto elevate. Poi è scesa gradualmente e sino al 2021 era attestata a valori minimi. Da quest'anno (gennaio 2022) ha ricominciato a salire ed oggi negli Stati Uniti ha superato l'8%. In Italia, mentre scriviamo, è al 12%, soprattutto a causa del rincaro delle bollette energetiche".

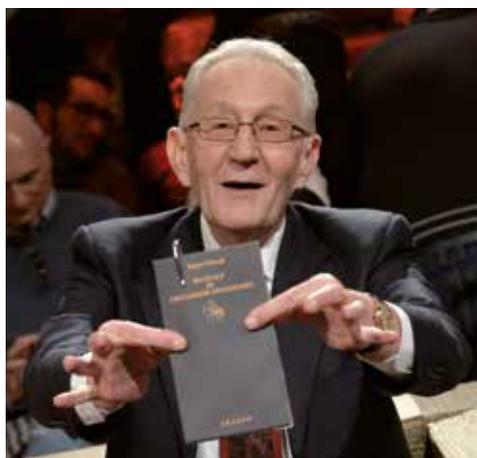
Da "Borsa" a "Consob", da "Bce" ad "Euribor". da "Debito Pubblico" a "Fiscal Compact"; dall'Azione al suo Derivato. Senza naturalmente dimenticare le Criptovalute. Sulle quali un pioniere dell'alta divulgazione riesce a non farsi attirare dallo spirare corrente di venti contrari ai Bitcoin e ai loro fratelli e figli, tutti rigorosamente "selvaggi". Con una riflessione che forse merita di essere appuntata: "Questa strategia (di El Salvador, ndr) probabilmente aprirà la strada a molti altri piccoli Paesi con sistemi monetari instabili e inflazionistici che vorranno adottare soluzioni alternative".



**Antonio Quaglio**

Laureato in Economia aziendale all'Università di Venezia, è stato inviato e caporedattore a Il Sole 24Ore. Collabora a [www.ilsussidiario.net](http://www.ilsussidiario.net)

Nella foto Beppe Ghisolfi. È stato vicepresidente dell'Abi ed è un grande divulgatore





## 2022-2032, DIECI ANNI POLITICI CHE (NON) SCONVOLSERO IL MONDO



Vittorio Borelli

Giornalista di lungo corso, condirettore de Il Mondo, fondatore e direttore di East, già direttore delle relazioni esterne di Unicredit nella gestione Rondelli-Profumo

**J**ohn Reed terzo, figlio di John Reed secondo e, ovviamente, nipote di John Reed primo, autore de I dieci giorni che sconvolsero il mondo, scrive in un pamphlet di prossima pubblicazione nella collana Einaudi Stile Liberissimo che nel decennio 2022-2032 l'Italia è stata il più importante laboratorio politico del mondo globalizzato. Insieme è in grado di anticiparne i contenuti più significativi.

### Salvini... slegato

Dopo aver perso le elezioni del 2022, del 2024 e del 2026, Matteo Salvini è tornato al Papete per annunciare la nuova, rivoluzionaria strategia della Lega: lotta senza quartiere all'immigrazione; flat-tax a prescindere dal reddito; quota 32 per andare in pensione; autonomia delle Regioni dallo Stato, dello Stato dalle Regioni, dei Comuni dallo Stato e dello Stato dai Comuni; rosario gratuito in legno di faggio stagionato per i meno abbienti; bonus una tantum di 10mila euro per visitare Mosca e Budapest, con freepass incluso per partecipare ad almeno un'adunata pro Putin o pro Orban. Sapute le novità, Giancarlo Giorgetti, Luca Zaia e Massimo Fedriga sono corsi in lacrime da Umberto Bossi e gli hanno chiesto di tornare al comando della Lega. Quando Bossi ha farfugliato qualcosa di incomprensibile, i tre si sono detti disposti a pagargli i servizi H24 di un ventriloquo-traduttore. La notizia della destituzione ha avuto una eco mondiale e ha fatto schizzare verso l'alto i mercati finanziari (ad eccezione delle crypto-valute).

### Il PD e morto, viva il PD!

Dopo le dimissioni di Enrico Letta nel 2023, di Elly Schlein nel 2025, di Stefano Bonaccini nel 2027, il PD si è sciolto in forma solenne e definitiva. Ai funerali di Stato, organizzati per iniziativa disinteressata del centrodestra, hanno partecipato tutti i 54 ex segretari, tutti i 23 partitini generati dall'implosione della casa madre, tutte le 11 correnti che lo hanno dilaniato e tutti i commentatori che lo hanno dato per morto fin dalla fondazione. Tra i dolenti, si sono distinti Massimo D'Alema che "l'aveva sempre saputo", Matteo Renzi che "l'aveva sempre previsto" e Pierluigi Bersani che "l'aveva sempre anticipato". Assente giustificato Enrico Letta, impegnato in un corso di lingua mongola in vista di un eventuale insegnamento a Ulan Bator. A margine della mesta cerimonia è stato notato Bruno Vespa, impegnato nella stesura dell'istant book Confesso, anch'io una volta ho votato Pd.

### Conte uno e trino

Scampato al (minacciato) ritorno al potere di Donald Trump, che lo avrebbe esposto al pubblico ludibrio omaggiandolo come suo migliore amico, Giuseppe Conte ha dedicato il triennio 2022-2025 a vendere doppiopetti grigio-tasmanian e a comprare jeans stinti, maglioni vintage a collo alto (preferibilmente neri) e Clark scamosciate alla Nanni Moretti. Su consiglio di Alessandro Di Battista l'ex premier si è tuttavia astenuto dal farsi colorare i capelli come Jovanotti. "Quella spettinata con i boccoli", gli ha detto il grillino da viaggio "rimanda a una sinistra conformista e noiosa che non ti gioverebbe. Chiedi pure a Fedez e a Morgan". Nel triennio successivo, Conte è stato impegnato a ripassare i programmi politici del Pci negli anni Cinquanta e Sessanta. "Ma di compromesso storico non voglio sentire parlare" ha intimato ai suoi portavoce. "L'aggettivo storico mi intriga" ha spiegato "è il sostantivo compromesso che non si addice al mio look di uomo di sinistra duro e puro". La terza conversione di Conte è diventata materia di studio in tutte le democrazie occidentali, che ne hanno tratto un decalogo contro le nuove autocratie. Per esempio: il potere logora chi non ce l'ha (Andreotti); non importa il colore del gatto purché prenda i topi (Deng Xiaoping); la coerenza è un valore, ma solo i cretini non cambiano mai opinione (Mark Twain); si può essere legittimamente di destra quando governa la sinistra e di sinistra quando governa la destra (Conte uno, Conte due, Conte tre).

### Meloni o camaleonti?

In Spagna, ospite di Vox, ha detto che in Europa la primazia spetta agli stati e ai loro governi. In Ungheria si è congratulata con Orban per il suo essere diversamente europeo. A Bruxelles ha chiesto che l'Europa non si occupi soltanto del grado di sfericità delle patate o del colore della maionese ma che aiuti l'Ucraina a difendersi dalla Russia, che decida sul prezzo del gas, sull'acciaio, sulle regole dei mercati finanziari, sulla pubblica morale, sulle telecomunicazioni, sui trasporti aerei... Prima di vincere le elezioni aveva detto che, leggi razziali a parte, il fascismo non è stato poi così male. Al G20 ha garantito a Biden e a Xi Jinping che in Italia il fascismo è un simpatico passatempo per novantenni nostalgici. I bookmarker di Londra hanno già capito che la sua è una coerenza di nuovo tipo e si stanno affrettando a raccogliere scommesse su quello che andrà a dire a Putin. Prima o poi.

**14.15.16** *marzo '23*

*Auditorium  
Parco della  
Musica,  
Roma*

creative-farm.it

*Organizza la tua agenda,  
Consulentia torna nel 2023*

GALLERIE D'ITALIA  
MILANO

# MR DAI MEDICI AI ROTHSCHILD

**MECENATI, COLLEZIONISTI, FILANTROPI**

18/11/22

26/03/23

Gallerie d'Italia - Milano  
Piazza della Scala, 6

IN PARTNERSHIP CON



Nationalgalerie  
Staatliche Museen zu Berlin

IN COLLABORAZIONE CON



Soprintendenza  
Archeologia,  
Belle Arti e Paesaggio  
per la città metropolitana di  
Milano



PATROCINIO  
Comune di  
Milano

GALLERIEDITALIA.COM

INTESA  SANPAOLO

Agnolo di Cosimo detto Il Bronzino e bottega. Ritratto di Lorenzo Il Magnifico. [part.] 1552-1553 ca. Firenze, Gallerie degli Uffizi. Gabinetto fotografico delle Gallerie degli Uffizi, Firenze-Foto Roberto Palermo. Su concessione del Ministero della Cultura