

# FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 16 - numero 153 - aprile 2023



BANCHE IN CRISI, MEGLIO  
L'EUROPA DEGLI USA

FINANZA DIGITALE,  
GESTIRE CON I DATI ALTERNATIVI



BANCA  
GENERALI  
PRIVATE



M&SANTCHI

# PROTEGGERE IL TUO PATRIMONIO È IL NOSTRO NATURALE OBIETTIVO.

**Per questo noi di Banca Generali Private ce ne prendiamo cura ogni giorno.**

I nostri consulenti sono sempre al tuo fianco, aiutandoti a dare forma ai tuoi progetti di vita con soluzioni su misura, accompagnandoti nelle scelte più importanti per il tuo futuro e quello della tua famiglia.



## SEMPRE MENO LUPI SOLITARI di Giuseppe Riccardi



L'intervista di questo numero di Fondi&Sicav a Sandro Berra, un consulente finanziario di Fideuram che lavora a Rho, a mio parere andrebbe letta con estrema attenzione da ogni professionista che opera in questo settore. Con un patrimonio in gestione di oltre 1,2 miliardi, Berra è oggi il consulente con il più ampio portafoglio in Italia: ci sono intere reti o piccole banche che non gestiscono una simile somma. Stiamo parlando di una persona che solo 20 anni fa faceva il bancario. Ma non si tratta solo di ciò: il punto essenziale è come è riuscito a ottenere questo risultato e su questo piano ha avuto una serie di intuizioni che prefigurano in maniera molto chiara come sarà l'advisor del futuro.

Il punto di partenza di Berra è stato una serie di viaggi negli Stati Uniti, per comprendere come si stava evolvendo la professione in un mercato che allora era anni luce avanti a noi. Avere una simile capacità di analizzare una cultura diversa sicuramente non è da tutti. E il primo elemento che ha importato è stato il lavoro in team, cosa che negli Usa è normalissima. Tuttora, in Italia, quello del consulente è un lavoro quasi sempre da lupo solitario, da imprenditore autonomo che si muove con la logica di raccogliere il massimo possibile ed è geloso della clientela che ha raccolto. Berra ha fatto il contrario: ha costituito un'équipe che oggi è di nove persone che opera con un forte spirito di gruppo e condivide tutto.

Un altro elemento del successo è la capacità di incrementare al massimo i contatti, rapportarsi con persone e società che siano veri protagonisti nelle professioni che esercitano. Tutto ciò significa operare con lungimiranza e mettere a disposizione dei clienti skill esterne di prim'ordine e in certi casi vere e proprie opportunità di affari. Questo lavoro non porta immediatamente incrementi del portafoglio, ma paga in termini di professionalità, di fiducia da parte degli investitori. Il successo non è mai casuale.



## NELLE MANI DELL'INDIA di Alessandro Secciani

È l'India che ha in mano gli equilibri mondiali. La diplomazia cinese ha indubbiamente messo a segno grandi successi negli ultimi mesi ed è riuscita a creare una rete di alleanze che comprendono la Russia, il mondo islamico (è stata incredibile la pace mediata da Xi tra Arabia Saudita e Iran, da anni sull'orlo della guerra e divisi dalle millenarie dispute tra sciiti e sunniti), l'Africa, vaste aree del Sud America e un po' di pezzi sparsi in tutto il mondo. L'occidente oggi sta indubbiamente per-

dendo potere: oltre a Europa, Nord America e qualche caposaldo nel Far East sono ben poche le entità che si riconoscono nel modello e nei valori occidentali.

In tutto ciò c'è una grande incognita: l'India, appunto. Dove andrà la nazione più popolosa del mondo, che oggi è impegnata in un fortissimo cambiamento e si sta presentando come un nuovo protagonista? Il paese ha una lunghissima tradizione di neutralità e non ha mai voluto schierarsi con nessun blocco ed è probabile, come si è visto per la guerra in Ucraina, che continuerà a farlo. Ma anche le neutralità possono essere di diverso tipo: ci può essere una maggiore benevolenza nei confronti di

un blocco, piuttosto che di un altro. Si può fare un programma di investimenti che è più rivolto verso un determinato modello. Si possono avere rapporti più o meno cordiali con una parte piuttosto che un'altra. Per la Cina l'India è sicuramente una realtà molto difficile da fare rientrare nel proprio sistema mondiale: i venti di guerra tra i due paesi sono frequenti, le rivendicazioni territoriali sono ancora un elemento di scontro e tuttora non si può dire che la cordialità regni sovrana. Ma se Xi Jinping riuscisse a portare nella sua orbita New Delhi, potrebbe dire di avere realizzato il suo capolavoro diplomatico. E di avere fatto una mossa da scacco matto.

## SOMMARIO

Numero 153  
aprile 2023  
anno 16

direttore  
**Giuseppe Riccardi**

coordinamento redazionale  
e direttore responsabile  
**Alessandro Secciani**

vice direttori  
**Pinuccia Parini** (rapporti con le aziende)  
**Boris Secciani** (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione  
**Elisa Terenzio, Stefania Sala**

collaboratori  
**Stefania Basso,**  
**Paolo Bruno, Arianna Caviglioli,**  
**Paolo Andrea Gemelli,**  
**Rocki Gialanella, Mark William Lowe,**  
**Fabrizio Pirolli, Pier Tommaso Trastulli,**  
**Emanuela Zini**

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

pubblicità  
**Pinuccia Parini**  
pinucciaparini@fondiesicav.it

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

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

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

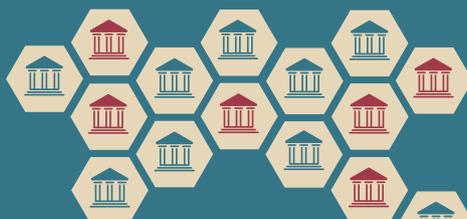
immagini usate su licenza di  
**Shutterstock.com**

**3** EDITORIALE

**6** GEOPOLITICA  
Benin: industrializzazione con credenziali green

**8** OSSERVATORIO ASIA  
Cina, allarme demografia

**10** FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE  
*Renato Panichi, senior director Emea corporate ratings, S&P Global Ratings*  
«Le imprese italiane sono solide»  
*Mario Romano, direttore investimenti, Sella Sgr*  
«L'anno del riscatto dei bond»



**14** LA PAURA  
VIENE DALLE BANCHE

La Fed in aiuto,  
anche se alzerà ancora

**30** FINANZA DIGITALE - L'INVERNO DELLE CRIPTOVALUTE  
Forse torna la primavera

**36** FINANZA DIGITALE - BIP  
I dati alternativi che producono davvero alfa

**40** FINANZA DIGITALE - POLITECNICO DI MILANO  
Dall'open banking all'open finance

**44** LA FRANÇAISE ASSET MANAGEMENT  
Rendimenti che mancavano da un decennio

**46** SYCOMORE AM  
Contesto macro più favorevole in Europa

**48** BUSINESS INTELLIGENCE  
Una crescita del 38,1% annuo fino al 2030

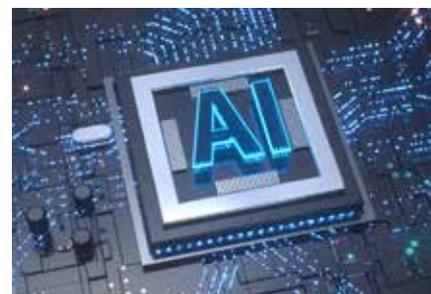
**52** OSSERVATORIO RISCHIO  
Intelligenza artificiale, dove serve davvero

**56** OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA  
L'importanza di mantenere la rotta

**58** FINANZA E LA LEGGE  
Il patrimonio dei fondi è separato

**61** CONSULENTI&RETI  
**Sandro Berra**

«Con la forza del team»



**66** INCHIESTA  
Basta vita di sportello!

**71** BANCA GENERALI  
Soluzioni per proteggere il patrimonio

**72** SOSTENIBILITÀ: DALLA TEORIA ALLA PRATICA  
Italconcia, creare pelli sostenibili



# ALLIANZ GLOBAL ARTIFICIAL INTELLIGENCE: INVESTIRE NEL FUTURO

L'Intelligenza Artificiale sta rivoluzionando il nostro modo di vivere. **Una nuova era è appena iniziata:** le opportunità di investimento sono molteplici e la **potenza creativa della disruption sembra essere inarrestabile.**

**Allianz Global Artificial Intelligence** rappresenta un'opportunità interessante per cogliere future fonti di innovazione e crescita: dai big data alle infrastrutture IT, dall'automazione sanitaria alle auto a guida autonoma fino all'Internet delle cose.

**Il futuro è adesso:** Investi nell'Intelligenza Artificiale oggi, per anticipare il mondo di domani!

[it.allianzgi.com](https://it.allianzgi.com)

Per approfondimenti  
scansiona il QR code



## Value. Shared.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. Allianz Global Artificial Intelligence è un comparto di Allianz Global Investors Fund SICAV, società d'investimento a capitale variabile di tipo aperto costituita ai sensi del diritto lussemburghese. Il valore delle classi di azioni del Comparto è soggetto ad una volatilità molto elevata. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le classi del comparto disponibili per la commercializzazione in Italia sono AT - EUR (LU1548497699); AT - USD (LU1548497426); AT (H2 EUR) - EUR (LU1548497772), CT - EUR (LU1602091867). Le spese correnti annue stimate per le suddette classi del comparto sono 2,10% per le classi AT, e 2,85% per la classe CT. Il prospetto, i documenti istitutivi, gli ultimi rendiconti contabili e il documento delle Informazioni chiave in Italiano, nonché le commissioni ed i prezzi giornalieri delle azioni di ciascuna classe di ogni comparto sono disponibili gratuitamente sul sito [regulatory.allianzgi.com](https://regulatory.allianzgi.com). La società di gestione può decidere di porre fine alle disposizioni adottate per la commercializzazione dei suoi organismi di investimento collettivo in conformità alla regolamentazione applicabile in materia di denotifica. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.it](https://www.allianzgi.it), una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin ([www.bafin.de](https://www.bafin.de)). La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in italiano all'indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. Marzo 2023, AdMaster 2770799.

Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il prospetto del fondo e il documento contenente le informazioni chiave prima di prendere una decisione finale di investimento.

**Allianz**   
Global Investors

# Benin: un'industrializzazione con credenziali green

a cura di Mark William Lowe

Nei 12 anni successivi all'indipendenza dalla Francia avvenuta nel 1960, il Benin ha vissuto un periodo di turbolenza: cinque colpi di stato, nove governi e cinque modifiche alla costituzione. Nel 1972, il colonnello Mathieu Kerekou prese il potere e instaurò un regime semi-marxista. Il nome del paese fu cambiato in Repubblica Popolare del Benin e solo alla fine degli anni '80 Kerekou abbandonò il marxismo. La democrazia fu ristabilita nel 1990 e Kerekou fu sconfitto un anno dopo, per poi tornare al potere dal 1996 al 2006, quando fu eletto presidente Thomas Boni Yayi, ex presidente della Banca africana di sviluppo. All'ex banchiere sono seguiti l'attuale presidente e uno dei suoi principali finanziatori, Patrice Talon, un influente uomo d'affari spesso definito "il re del cotone", che fu eletto alla presidenza nel 2016.

La tormentata politica post-indipendenza del paese sembra che sia stata consegnata al passato, per fare posto a una leadership politica che si contraddistingue per gli sforzi indirizzati ad affrontare la bassa crescita economica del Benin, la disoccupazione dilagante e la corruzione diffusa. Il governo del presidente Talon ha dato la priorità al rafforzamento della gestione delle finanze pubbliche, all'attuazione di investimenti in infrastrutture, come la costruzione di strade, porti e un nuovo aeroporto internazionale, e a un deciso impegno a incoraggiare gli investimenti diretti esteri in settori diversi, come l'agricoltura e la tecnologia dell'informazione.

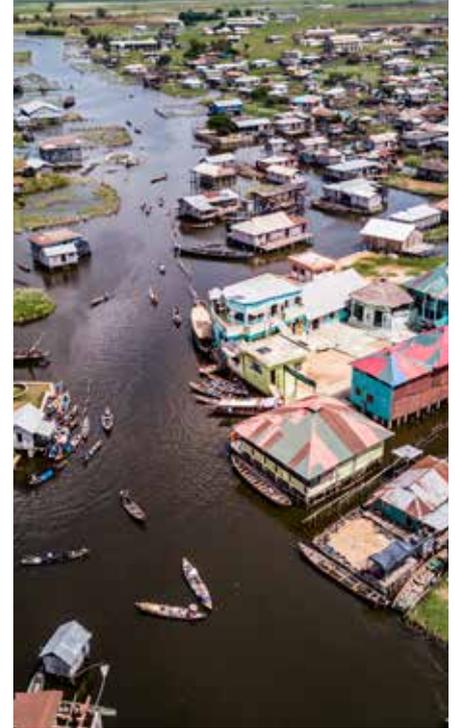
### LA CRESCITA ECONOMICA

Sebbene diversi degli obiettivi di sviluppo del

presidente Talon rimangano disattesi (molti direbbero che i risultati sono deludenti), il Benin ha compiuto notevoli progressi e le previsioni attuali rimangono positive. Quasi a smentire i detrattori del presidente, nel 2022 il Benin ha raggiunto uno dei più alti tassi di crescita economica tra le nazioni in via di sviluppo. L'incremento del 5,8% dello scorso anno dovrebbe accelerare nel 2023. Secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, il Pil raggiungerà il 6,3%, un punto e mezzo percentuale in meno rispetto alla previsione ufficiale del Benin del 7,8%.

Si stima, inoltre, che il debito pubblico abbia raggiunto il 60% del Pil nel 2022 e si prevede che salga al 61,8% nel 2023. Il tasso di inflazione nel 2022 è stato del 7%, in forte aumento rispetto al 2021, ma ancora gestibile. Tra le priorità del bilancio 2023 vi è la promozione di settori ad alto potenziale, come l'agricoltura, il turismo e l'economia digitale. Lo sviluppo delle principali infrastrutture di trasporto, energetiche e igienico-sanitarie è considerato altrettanto importante, così come la riduzione della povertà e della fragilità sociale.

Nonostante i numerosi sforzi per ridurla, se-



condo la Banca Mondiale, il tasso di povertà rimane al 45,9%. Per contestualizzare questo dato, in base alle cifre della stessa istituzione, il reddito pro capite ha registrato il valore più alto di sempre nel 2021, con 1.428 dollari Usa. Mentre le stime sulla disoccupazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro si attestano al 4%, i dati della Banca

“ Nel 2022 il Benin ha raggiunto uno dei più alti tassi di crescita economica tra le nazioni in via di sviluppo. L'incremento del 5,8% dello scorso anno dovrebbe accelerare nel 2023. Secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, il Pil raggiungerà il 6,3%, un punto e mezzo percentuale in meno rispetto alla previsione ufficiale del Benin del 7,8% ”

Mondiale dipingono un quadro alquanto diverso: tassi di sottoccupazione superiori al 70% e occupazione informale sopra il 90%.

L'economia del Benin si basa sulla coltivazione del cotone e sulle attività terziarie del porto

di Cotonou, mentre la produzione industriale è limitata. L'Economist Intelligence Unit calcola che, nel 2022, il settore agricolo rappresentava il 31% del Pil, l'industria il 16% e il terziario il 53%. In termini percentuali sul valore totale, le principali esportazioni del paese sono il cotone (49,8%), gli anacardi (11,2%) e l'oro (3,1%). Classificato dalle Nazioni Unite come uno dei 46 paesi meno sviluppati al mondo, il Benin se vuole raggiungere i suoi obiettivi di sviluppo e registrare risultati economici più elevati, deve diventare meno dipendente dall'esportazione di commodity e concentrarsi sull'aggiunta di valore alla vendita dei suoi beni di base. Il passaggio allo sviluppo industriale creerebbe un'occupazione maggiore e più stabile, riducendo i livelli di povertà. Un esempio di questa strategia si trova nella zona industriale Glo-Djigbé, un complesso situato vicino alla più grande città del Benin, Cotonou, dove il cotone e altri prodotti agricoli vengono lavorati da un'industria tessile in rapida crescita, che esporta prodotti finiti come magliette e biancheria intima in Europa, Asia, Africa e Stati Uniti.

L'iniziativa, una partnership tra la Repubblica del Benin e Arise Integrated Industrial Platforms, un'impresa panafricana in parte di proprietà dell'Africa Finance Corporation, è di particolare importanza, dato che, finora, il Benin ha esportato quasi tutto il suo raccolto di cotone come materia prima. Il progetto ha l'ambizioso obiettivo di creare 300 mila posti di lavoro entro il 2030, di cui circa 250 mila nella filatura, nella tessitura del cotone e nella produzione di indumenti. Con importanti contratti già firmati per la fornitura di T-shirt e altri capi di abbigliamento, un numero sempre maggiore di investitori che desiderano partecipare e un alto livello di interesse da parte di alcuni marchi molto noti della grande distribuzione, il progetto è già un caso di studio su come l'economia del paese possa essere trasformata.

## UN COTONE ECOLOGICO

Come dimostra la storia, il comparto tessile è stato il punto di partenza per l'industrializzazione in molti paesi e ha permesso a milioni di persone di uscire dalla povertà. Per questo motivo è attualmente considerato un settore prioritario dall'Unione Africana. Nel caso del Benin, il prodotto di base esiste, l'industria tessile è relativamente facile da sviluppare, l'occupazione che crea genera ricchezza che può essere distribuita e, soprattutto, esiste la volontà politica di svilup-



pare il settore. Ma questo non è l'unico vantaggio del Benin: il suo cotone è ecologico. Al contrario della maggior parte delle nazioni produttrici, qui questa materia prima è prodotta da agricoltori locali che si affidano alle piogge, piuttosto che all'irrigazione, per cui i danni a fiumi, laghi e risorse sotterranee sono estremamente limitati. Un altro fattore importante è l'uso estremamente parco di pesticidi e sostanze chimiche.

La terza considerazione è la riduzione delle emissioni di carbonio: dal punto di vista logistico, rispetto alle esportazioni dall'Asia, la posizione geografica del Benin accorcia le rotte di trasporto verso i mercati americani ed europei.

Anche l'energia necessaria per alimentare le fabbriche e i laboratori della nuova zona industriale aumenterà le credenziali ambientali del cotone del Benin. Tra il 50% e il 70% dell'energia elettrica richiesta proverrà da fonti rinnovabili, come l'impianto solare attualmente in costruzione nella zona; un ulteriore impulso verrà dal piano di installazione di pannelli solari sui tetti di fabbriche e magazzini.

## CONCLUSIONI

A detta di tutti, il Benin sta procedendo nella giusta direzione. Ciononostante, gli investimenti esteri diretti rimangono molto limitati: in media meno del 2% del Pil. Ciò è dovuto a una serie di fattori, tra i quali la mancanza di infrastrutture, l'inaffidabilità delle forniture energetiche e la necessità di semplificare le attività commerciali. Con un punteggio di 43 su 100, Transparency International colloca il Benin al 72° posto sui 180 paesi esaminati nel suo indice di percezione della corruzione. Questo dato pone il Benin dietro al Senegal, ma, in modo significativo, davanti a Bulgaria e Ungheria.

Il progetto Ease of Doing Business della Banca Mondiale classifica il Benin al 149° posto su 190 paesi esaminati, davanti alla Mauritania, ma, un po' sorprendentemente, dietro il Mali.

Se avrà successo, l'hub di produzione tessile servirà come caso di studio per potenziali investitori stranieri, ma, parallelamente, la capitale Porto-Novo dovrà concentrarsi e accelerare gli sforzi per snellire la burocrazia, ridurre la corruzione ed elaborare una strategia di comunicazione efficiente per commercializzare il potenziale del paese.

## Cina, allarme demografia

a cura di Pinuccia Parini

L'anno scorso la popolazione cinese è diminuita per la prima volta in 60 anni, una svolta che può essere definita storica e, presumibilmente, l'inizio di un declino. È stato il primo calo dal 1961, con una contrazione di 850 mila persone su una popolazione di oltre 1,4 miliardi. Nel 2022 il tasso di natalità cinese è stato di appena 6,77 nascite per 1.000 abitanti, in discesa rispetto alle 7,52 del 2021 e segnando il livello più basso mai registrato. È possibile che questo fattore, insieme ai decessi da ascrivere alla pandemia di Covid-19, abbia giocato un ruolo nella contrazione in termini assoluti della popolazione, ma la tendenza era già stata prevista da tempo. L'Onu ha stimato per la Cina una riduzione di 109 milioni entro il 2050, più del triplo rispetto alla precedente previsione del 2019. Il fenomeno avrà, molto probabilmente, pesanti ricadute economiche e sociali e richiederà un adeguamento delle politiche del governo: preoccupa il fatto che la popolazione cinese possa invecchiare prima di avere raggiunto un determinato grado di ricchezza.

### LA POLITICA DEL FIGLIO UNICO

La politica del figlio unico venne concepita nel 1980 come misura temporanea, con la finalità di frenare l'incremento demografico della Cina e facilitare la crescita nell'ambito di un'economia pianificata. Vennero così stabiliti target che prevedevano 1,27 miliardi di abitanti nel 2000 e il raggiungimento della crescita zero per lo stesso anno. Si trattava di una misura che aveva l'obiettivo di controllare le dimensioni della famiglia tipo. A questo proposito, per garantirne l'implementazione, venne creata una commissione di stato.

Nel 1982, con la nuova costituzione, la pianificazione familiare e la necessità di limitare l'aumento della popolazione diventarono elementi costitutivi del sistema sociale cinese, come recitano gli articoli 25 («Lo stato promuove la pianificazione familiare in modo che la crescita della popolazione possa fare andare bene i piani di sviluppo economico e sociale») e 49 («Il matrimonio, la famiglia, la madre e il bambino sono protetti dallo stato. Entrambi i coniugi hanno il dovere di praticare la pianificazione familiare»). Il boom economico che la Cina conobbe negli anni successivi, però, ebbe poco a che vedere con l'ado-

zione di questa misura. Furono le riforme economiche, che diminuirono gradualmente il controllo dello stato sull'attività economica, a dare una grande spinta al paese. Ed è proprio grazie a ciò che milioni di cinesi, non solo uscirono dalla condizione di povertà, ma cominciarono a nutrire nuove aspettative nei confronti della loro vita, che andavano dall'attribuire importanza all'educazione e al perseguire obiettivi economici. Già nel 1991, a pochi anni dall'inizio della politica del figlio unico, il tasso di natalità cinese era sceso al di sotto del livello di sostituzio-



ne, cioè ogni donna aveva un numero di figli inferiore a quello necessario per mantenere le dimensioni della popolazione da una generazione all'altra. Ma l'aumento che venne registrato negli anni a seguire non è da ascrivere al fallimento della politica del figlio

“ “ *Il fenomeno avrà, molto probabilmente, pesanti ricadute economiche e sociali e richiederà un adeguamento delle politiche del governo: preoccupa il fatto che la popolazione cinese possa invecchiare prima di avere raggiunto un determinato grado di ricchezza* “ “

unico, bensì a un effetto noto come “momentum demografico”, dove, nonostante il calo della fertilità, la popolazione cresce per la sua composizione in base all'età. Nel 2010, ad esempio, i cinesi erano relativamente giovani, con un'età media di 35 anni, rispetto ai 44,3 della Germania, mentre oggi è 38,4. Allo stesso tempo, le persone hanno vissuto più a lungo: nel 2021, l'aspettativa di vita del paese ha superato quella degli Usa. Quindi, anche se i bambini per donna erano diminuiti drasticamente, c'erano ancora più neonati che persone morte.

La politica del figlio unico è stata oggetto di ampi studi da parte del mondo accademico cinese, che ha lanciato molti segnali al mondo politico sulle conseguenze della rigida pianificazione familiare. Questi appelli, insieme ad altri provenienti da diversi settori della società, hanno aperto un dibattito politico che ha portato, nel 2015, all'abolizione della contestata misura.

## INVERSIONE DI TENDENZA

C'è chi sostiene che questa inversione di tendenza sia avvenuta con almeno un decennio di ritardo rispetto al previsto, poiché i governi che si sono succeduti hanno fatto del controllo della crescita della popolazione un elemento di legittimità della loro politica, affiancati da una burocrazia che è aumentata sempre più nel corso dell'applicazione di questa misura. Dall'altro lato, l'opinione pubblica è stata profondamente indottrinata sulla paura di una crescita demografica incontrollata e che quest'ultima potesse essere l'origine di una serie di problemi sociali ed economici.

È complesso stimare quali siano stati i danni causati dalla politica del figlio unico che ha avuto un limitato effetto sulla crescita demografica, ma ha creato decine di milioni di famiglie con un solo figlio, con ripercussioni importanti a livello sociale, visto il graduale invecchiamento della popolazione. Inoltre, la pianificazione familiare ha portato con sé campagne di sterilizzazione e aborti involontari, che hanno probabilmente lasciato ferite difficili da rimarginare. Detto ciò, l'invecchiamento della popolazione pone una serie di sfide a tutto il sistema economico e sociale cinese e, in primis, alla stessa classe politica.

La necessità di cambiare il modello di crescita è già stata riconosciuta dalla leadership cinese: il Dragone non può essere più considerato la manifattura ad alta intensità di lavoro del mondo come era avvenuto nel passato. Sono infatti emersi altri paesi che offrono profili concor-

renziali molto più interessanti della Cina. Questa svolta storica nell'andamento demografico della Cina, come evidenzia Wang Feng, professore di sociologia all'Università della California, serve come ulteriore campanello d'allarme per spostare più rapidamente il modello del paese verso un'economia post-manifatturiera e post-industriale. Nel breve termine, ci saranno meno lavoratori in grado di alimentare l'economia e stimolare un'ulteriore crescita economica; sul lungo periodo ci sarà bisogno di un sostegno potenzialmente costoso. Wang Feng sostiene che l'aumento della quota di anziani nella popolazione non è solo un problema economico, ma anche di rimodellamento della società, poiché l'elevato numero di genitori attempati, con un solo figlio su cui contare per il sostegno, imporrà probabilmente gravi limitazioni, sia da un punto di vista finanziario, sia di sostegno emotivo.

## UN SISTEMA DI WELFARE

Il governo cinese avrà la responsabilità di fornire assistenza sanitaria e pensioni adeguate, creando così un sistema di welfare e di rete di sicurezza sociale che sia appropriato. Infatti, nonostante si sia investito, negli ultimi 20 anni, in istruzione e strutture sanitarie, oltre a estendere la copertura pensionistica universale, occorrono ancora molti sforzi per superare le inefficienze presenti nel sistema ed è necessario apportare diverse riforme. Per fare fronte al fenomeno, si sta anche pensando di innalzare l'età pensionabile, pur con forti resistenze da parte della popolazione. Ciononostante, per fare un esempio e comprendere la complessità del contesto, non ci sono segnali che vanno nella stessa direzione sulla discriminazione in base all'età sul posto di lavoro. Si tratta del cosiddetto ageismo (rif.: <https://www.eastasiaforum.org/2023/03/06/addressing-ageism-in-chinas-workforce/>), che l'Organizzazione mondiale della sanità definisce come l'insieme

di stereotipi (il modo in cui pensiamo), pregiudizi (il modo in cui ci sentiamo) e discriminazione (il modo in cui agiamo) nei confronti degli altri o di se stessi sulla base dell'età.

Molti datori di lavoro in Cina, compreso il governo, esercitano regolarmente pratiche discriminatorie basate sull'età nell'impiego, soprattutto nelle assunzioni, e tutto ciò inizia già a 35 anni. Si tratta di una modalità che è diffusa, in particolare, nel settore tecnologico e, in base ad alcune inchieste, sembra in peggioramento nel 2022. In pratica, ciò che avviene è che il datore di lavoro considera più produttivo il personale più giovane, non considerando così l'importanza dell'esperienza accumulata. Fenomeni di discriminazione avvengono anche nei confronti della mano d'opera femminile. Secondo un'indagine condotta dal Social Investigation Center del China Youth Daily, condotta nel 2020, l'86% dei circa 2 mila colletti bianchi intervistati ritiene che le opportunità di carriera diminuiscano drasticamente per le donne che lavorano dopo i 30 anni. Molte di loro in età fertile abbandonano la forza lavoro a metà carriera, per poi trovare difficoltà a rientrare nel mercato.

Il modo in cui il governo cinese risponderà alle sfide poste da questo drammatico cambiamento demografico sarà fondamentale. Infatti, non si tratta semplicemente di avere perso il primato come paese più popoloso al mondo, bensì di riuscire a realizzare la tanto declamata "common prosperity", il «requisito fondamentale del socialismo, necessaria per bilanciare la crescita e la stabilità finanziaria», come ha affermato Xi Jinping in occasione del Comitato centrale per gli Affari economici e finanziari del Partito comunista cinese il 17 agosto 2021. Se la crisi demografica potrebbe frenare l'economia cinese e, insieme a essa, anche le sue ambizioni globali, creando qualche problema alla leadership del partito, è anche forse giunto il momento di pensare effettivamente a un modello di crescita diverso. Durante la prima sessione del 14° National People Congress, ancora Xi Jinping ha dichiarato: «Dobbiamo portare avanti un lavoro migliore per fare sì che i frutti della modernizzazione vadano a beneficio di tutti i nostri cittadini in modo equo, e fare progressi più significativi e sostanziali nella promozione della prosperità comune per tutti» (rif.: <https://english.news.cn/20230314/38b6491926ea4c6b82bf7d58d0518a48/c.html>). Tuttavia, compiere un'inversione completa sulla politica del figlio unico non è di certo la soluzione, tanto meno chiedere alle donne di farsene carico.



## FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

### RENATO PANICHI

SENIOR DIRECTOR EMEA CORPORATE RATINGS  
S&P GLOBAL RATINGS

# «Le imprese italiane sono solide»

a cura di Pinuccia Parini



In una fase certamente molto difficile per quasi tutto il pianeta, l'Italia viene spesso guardata con estrema preoccupazione. A parlare di questo tema è **Renato Panichi**, senior director EMEA corporate ratings presso **S&P Global Ratings**, che si sofferma soprattutto sulle prospettive delle aziende italiane.

### Qual è l'outlook per le imprese italiane?

«Circa l'84% dell'universo delle grandi e medie imprese con rating ha un outlook stabile per il 2023, in linea con la media europea, il che indica resilienza per il 2023. Circa il 12%, gran parte del quale è concentrato nel segmento sub investment grade, ha prospettive negative, in aumento rispetto al 2% del 2021, ma ben al di sotto del 40% registrato durante la pandemia. Ciò significa, in media, stabilità di credito per le società italiane con rating. Questa condizione, pur in un contesto di rallentamento economico, può essere spiegata dalla solidità dei bilanci delle aziende, grazie anche ai buoni risultati conseguiti nel 2021 e nel 2022».

### I recenti eventi che hanno riguardato i mercati finanziari negli Usa e in Europa possono in qualche modo avere un impatto su questa valutazione?

«Quanto è successo in Europa e negli Stati Uniti coinvolge il comparto bancario, mentre le valutazioni fatte in precedenza riguardando il settore corporate. Se è vero che queste crisi prettamente creditizie possono avere ricadute sul mondo delle imprese, traducendosi in un aumento della volatilità sui mercati finanziari e in un fly to quality, non si intravedono ancora effetti che vadano a cambiare in modo significativo il nostro outlook. Dall'altro lato, invece, va detto che, rispetto all'inizio dell'anno, la problematica energetica è meno preoccupante, a causa della diminuzione del prezzo di alcune fonti d'approvvigionamento, come, ad esempio, il gas».

## Rilevate una dispersione tra i diversi settori?

«Per quanto riguarda i rating, non vi è una dispersione a livello settoriale e gli outlook negativi sono ascrivibili a situazioni idiosincratice legate alle singole imprese. Se si guarda, invece, alla performance operativa, quindi alla redditività delle aziende, ci sono comparti che hanno riportato risultati migliori rispetto ad altri. Nel 2022, nello specifico, le utility e le società del settore energetico sono andate bene. Le aziende energivore (metallurgiche, cementifere, chimiche), invece, hanno sofferto maggiormente, soprattutto nella seconda metà dello scorso anno e, probabilmente, continueranno a farlo anche nel 2023, in questo caso più per debolezza della domanda che per i costi dell'energia. In ogni caso, pur essendo in contrazione, i volumi rimangono su valori interessanti. Un altro aspetto che merita di essere menzionato è la ripresa nel corso del 2022 del settore dei servizi, che aveva sofferto molto durante la pandemia e che pensiamo continui a consolidare questo trend anche nell'anno in corso».

## Quali sono i rischi che potrebbero portare a un deterioramento dell'outlook?

«Il rischio più importante che noi vediamo è legato alle conseguenze degli aumenti dei tassi d'interesse, soprattutto per le aziende più indebitate, e agli eventuali effetti di contagio da sacche di debolezza nel settore finanziario che emergono in seguito alla stretta monetaria e che possono determinare volatilità sui mercati e fenomeni di fly to quality. Questo pericolo è meno rilevante per le società con rating investment grade, che hanno un profilo di rischio finanziario più contenuto. Rimangono poi il rischio geopolitico, con il conflitto in Ucraina che ancora continua, e quello legato all'inflazione, soprattutto per le conseguenze sulla fiducia dei consumatori, con possibili effetti sulla domanda finale. Si è invece attenuata, nonostante la persistente volatilità dei prezzi, la preoccupazione legata all'approvvigionamento di gas, e, a oggi, non ci attendiamo un razionamento dei volumi nei prossimi trimestri. Ciò è dovuto all'efficacia della diversificazione delle fonti sul lato dell'offerta, avvenuta insieme a una diminuzione della domanda, sia nell'industria, sia nelle famiglie».

## L'inflazione, però, sembra persistere su livelli più elevati delle attese. Che cosa ne pensa?



«Nel corso del 2022, quando si parlava di inflazione, ci si riferiva a quella che riguardava i fattori di produzione, in particolare materie prime ed energia. Con il trascorrere del tempo, l'aumento dei prezzi è diventato più pervasivo, investendo anche la componente di beni e servizi. Oggi è la core inflation che rimane a livelli elevati, come si poteva già intravedere a inizio d'anno, e bisognerà seguire con attenzione quale evoluzione avrà, e soprattutto le conseguenze sulle dinamiche salariali. Tutto ciò, indubbiamente, incide sulla fiducia dei consumatori e sulla domanda di beni e servizi da parte del settore privato».

## In termini di redditività delle imprese, che cosa vi attendete per il 2023?

«I risultati delle aziende italiane sono stati mediamente buoni. L'effetto negativo dei volumi del secondo semestre del 2022 permarrà anche nel 2023, soprattutto nella prima parte, dove ci attendiamo una contrazione, con una probabile ripresa nella seconda metà. È chiaro che l'inflazione continuerà a giocare un ruolo importante, con le imprese che cercheranno di traslare l'aumento dei costi sui prodotti finali. In alcuni settori, la riduzione dei prezzi all'ingrosso di certe materie prime potrebbe aiutare i margini, un effetto positivo che potrebbe però essere più che compensato da quello negativo della discesa dei volumi venduti. Nella migliore delle ipotesi, ci aspettiamo che i margini tengano, se non addirittura che si contraggano ulteriormente. Per quanto riguarda, invece, la generazione di cassa, inizierà a risentire dei maggiori oneri finanziari dovuti all'aumento dei tassi».

## E in termini di margini operativi e di capex?

«Se si guardano gli annunci fatti dalle imprese, anche in occasione della pubblicazione dei

risultati, ci attendiamo una sostanziale tenuta degli investimenti e, nel peggiore dei casi, una moderata riduzione. Consideriamo che, nei due anni precedenti, i livelli di capex sono stati consistenti e questa considerazione vale, sia per le aziende italiane, sia per quelle europee. Le imprese, forti anche della solidità dei loro bilanci, non vogliono rinunciare alle opportunità che vengono loro offerte dai nuovi investimenti, quali quelli digitali, o per la riduzione dei rischi climatici. È chiaro che, se ci si trovasse di fronte a una situazione di incertezza prolungata nel tempo, ci potrebbe essere un rallentamento di questi piani o una loro posticipazione. Un discorso a parte, invece, riguarda le costruzioni in Italia, dove bisogna fare una distinzione tra investimenti in opere infrastrutturali, che sono previsti in aumento nel corso del 2023, se non altro per effetto del Pnrr, e quelli residenziali, che è probabile si contraggano per il cambio della normativa sulle agevolazioni fiscali».

## L'aumento della leva finanziaria degli scorsi anni è per voi una preoccupazione?

«Mediamente, dalla Grande crisi finanziaria, si è avuto senza dubbio un aumento della leva finanziaria, sia a livello corporate, sia governativo. La situazione attuale per i corporate italiani non è però preoccupante, tenendo ovviamente conto dei diversi livelli di rating. Sono le società speculative grade, in particolare con rating nella categoria B, che potrebbero soffrire maggiormente nell'attuale situazione di rialzo dei tassi. In generale, comunque, tendiamo sempre a mettere in rapporto il livello del debito con la redditività di un'azienda e non riteniamo che un aumento del primo sia un segnale negativo, se avviene in concomitanza con un miglioramento della seconda».

## FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

**MARIO ROMANO**  
DIRETTORE INVESTIMENTI  
SELLA SGR

# «L'anno del riscatto dei bond»

a cura di Pinuccia Parini



La recente volatilità dei mercati richiede alcune riflessioni sulle prospettive future. Fondi&Sicav ne ha parlato con **Mario Romano**, direttore investimenti di **Sella Sgr**, che sottolinea soprattutto la necessità di una gestione fortemente attiva e attenta alle perturbazioni ancora presenti sui mercati.

### **La crisi di alcune banche provocherà un'ulteriore stretta del credito con una serie di ricadute sulla crescita economica?**

«Il rialzo dei tassi da parte delle banche centrali ha già posto le condizioni per un inasprimento delle condizioni del mercato del credito, con un rallentamento degli impieghi e degli investimenti. La crisi di alcuni istituti negli Usa e in Svizzera avrà l'effetto di accelerare questo fenomeno, con ricadute sul tessuto economico. Il mercato, di fatto, sta già scontando un rallentamento nella parte finale dell'anno o nel primo trimestre del prossimo, che potrebbe essere anticipato a causa degli eventi citati. Nella situazione attuale, tuttavia, è difficile quantificarne l'entità, soprattutto perché l'attività economica mostra ancora segnali di robustezza, con alcuni indicatori, però, che segnalano un'inclinazione al ribasso della tendenza».

### **Pensa che si possa assistere a un effetto contagio?**

«Ciò che stiamo vedendo in queste settimane è l'effetto indesiderato di tassi più alti, dopo un periodo in cui sono stati vicini allo zero, se non addirittura negativi, e inevitabilmente sono diventati parametri di riferimento nei modelli di valutazioni alla base di diverse decisioni, tra le quali quelle di investimento. Ora lo scenario è mutato e, di conseguenza, è presumibile supporre che alcuni di questi modelli non siano più attuali».

### **C'è la possibilità che le banche centrali abbiano aumentato troppo velocemente i tassi?**



«La mia lettura è che l'accelerazione possa essere spiegata dalla necessità, da parte di queste istituzioni, di avere alcuni strumenti a disposizione con i quali intervenire e apportare correttivi in un contesto di mercato come quello attuale. I ripetuti rialzi in un lasso di tempo contenuto sono serviti per contrastare l'inflazione e, contestualmente, hanno creato un margine di azione per le stesse banche centrali».

#### **Ritiene che ci sia il rischio di un credit crunch?**

«Rispetto a quanto successo nelle precedenti fasi storiche, le aziende presentano livelli più bassi di indebitamento. Una politica monetaria maggiormente restrittiva rende difficile l'accesso al mercato per alcune imprese, ma non vedo emergere particolari criticità che possano portare a un marcato deterioramento della situazione. Una delle ragioni è che, negli anni, la dipendenza delle società dai finanziamenti bancari è diminuita, mentre il mercato finanziario è diventato sempre più il luogo cui rivolgersi per reperire capitale. Ovviamente, le condizioni cambiano in base al profilo dei singoli emittenti e, per alcuni di essi, potrebbe diventare oneroso farlo. Ormai l'era dei tassi zero è finita e con essa la facilità di finanziarsi a costi irrisori, indipendentemente dalla solidità e validità del modello di business di un'impresa. È per questa ragione che, sui mercati, ci attendiamo una maggiore dispersione tra i diversi emittenti, non ascrivibile all'appartenenza a un'area geografica o a un settore, bensì alla redditività e alla solidità della singola società. Si tratta di una condizione all'interno della quale chi fa gestione attiva potrà fare la differenza nella performance».

#### **Si assisterà a una decorrelazione tra azionario e obbligazionario?**

«Ci sarà e, in parte, lo abbiamo già visto ac-

cadere dall'inizio di quest'anno. La tendenza diverrà ancora più pronunciata quando le banche centrali cambieranno il loro approccio alla politica monetaria e, dopo una fase di stabilizzazione, passeranno a misure espansive. Va però sottolineato che, quando ciò avverrà, la profondità del rallentamento economico potrà causare volatilità nei mercati e, in particolare, in alcuni settori. La decorrelazione tra azionario e obbligazionario aiuterà a costruire i portafogli, con i titoli governativi che verranno visti, sia come bene rifugio, sia come asset class che beneficerà del taglio dei tassi».

#### **Per cogliere le evoluzioni del mercato, si potrebbe pensare a una soluzione d'investimento bilanciata 60/40?**

«Nell'accezione anglosassone la formula 60/40, privilegia le azioni. La nostra propensione è improntata a una maggiore cautela e, mantenendo le stesse proporzioni, attribuiremmo il maggiore peso alla componente obbligazionaria, ritenendo che il mercato azionario conoscerà fasi di volatilità. Direi che si può immaginare il 2023 come un anno del riscatto dei bond dopo la disastrosa performance del 2022».

#### **Per quanto riguarda la componente azionaria, qual è il vostro approccio?**

«Per la costruzione del portafoglio azionario partiamo sempre da considerazioni macro che si coniugano con un approccio bottom-up, focalizzandoci sulle società che riteniamo migliori nel loro ambito e guardando anche ai temi di lungo periodo quali la transizione energetica, l'ambiente e la sostenibilità».

#### **A proposito di sostenibilità, il governatore della Florida, Ron DeSantis, si è unito a 18 governatori**

#### **in un'alleanza annunciata contro le politiche ambientali, sociali e di governance (Esg). Che cosa ne pensa?**

«Penso che sia una risposta ideologica e provocatoria, che non credo possa avere ampio seguito, visto come le aziende americane si sono comportate durante il mandato di Trump, che non aveva certo mostrato particolare sensibilità su questi temi. Le imprese che vogliono rimanere sul mercato hanno bisogno di una visione di lungo periodo, che non può ignorare la sostenibilità e, da questo punto di vista, va sottolineato che la finanza ha aiutato a orientare in tale direzione i loro comportamenti. Nello svolgere la nostra attività, incontriamo costantemente aziende, soprattutto italiane ed europee, con le quali svolgiamo attività di engagement. L'impegno nei confronti degli aspetti ambientali, sociali e di governance è ormai un tratto comune, che vede le società di tutti i settori con un atteggiamento di attenzione. Anche i consumatori, che sono poi i nostri sottoscrittori, lo chiedono. Certo, la sostenibilità ha un costo, ma crediamo che gli investimenti che saranno richiesti avranno ritorni positivi. Ce lo insegna anche la nostra esperienza con le imprese italiane, abituate a operare in un paese che non ha materie prime, ma che sono riuscite ad attrezzarsi e dare vita a modelli di economia circolare particolarmente efficienti e virtuosi».

#### **Qual è la vostra asset allocation?**

«In questa fase abbiamo assunto una posizione di neutralità, con sfumature positive. Riteniamo che la maggior parte del rialzo dei tassi sia avvenuta e pensiamo che la componente reddito fisso possa attrarre l'attenzione degli investitori, in particolare quella governativa e quella investment grade. Il comparto corporate Hy è potenzialmente più a rischio di debolezza e volatilità. Siamo più cauti sulle azioni, soprattutto dopo l'eccessivo rialzo di inizio d'anno, e attendiamo che vi sia un assestamento. Per questa asset class abbiamo assunto un approccio più tattico e opportunistico».

#### **C'è qualcosa che la preoccupa?**

«La dinamica dei prezzi, perché l'inflazione non è facile da dominare. Bisognerà seguire quale ne sarà l'evoluzione in un contesto di rallentamento economico».

# La Fed in aiuto, anche se alzerà ancora

di Boris Secciani

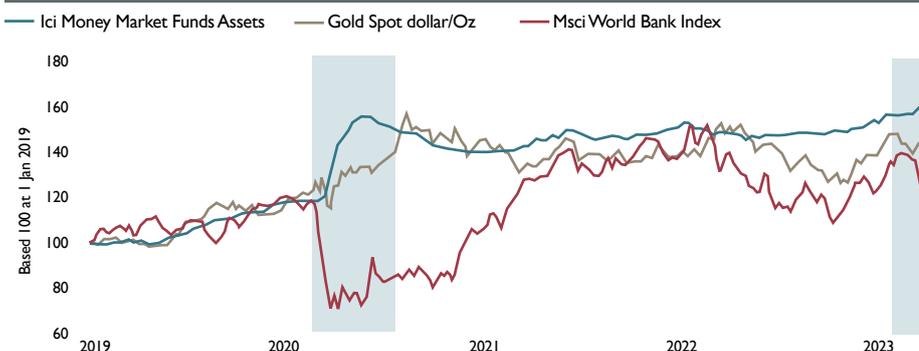
**I problemi del settore bancario sono stati i protagonisti dei mercati nelle ultime settimane e, al di là dei singoli episodi, hanno fatto tornare la paura che si stesse per verificare un crollo di tutto il sistema finanziario in una fase già difficile. Negli Usa la Fed ha agito con determinazione e, pur continuando ad alzare i tassi, ha messo a disposizione degli istituti in difficoltà la liquidità necessaria, un approccio ibrido che coniuga una sorta di quasi quantitative easing con la continuazione della lotta all'inflazione. Alla base dei dissesti c'è soprattutto la precedente politica monetaria che ha creato una bolla sui bond che è fragorosamente esplosa e ha lasciato molti istituti di credito con coperture limitate. Comunque, è stato fatto notare che in fondo ad avere avuto forti difficoltà sono state soprattutto aziende di credito di modeste dimensioni**

La fine di febbraio e la prima metà di marzo hanno portato a sviluppi che possono apparire completamente inaspettati e il preciso segnale di una nuova era, ma anche talmente scontati da indurre gli osservatori a chiedersi perché i problemi non siano esplosi prima. Ovviamente, il riferimento è agli spasmi del settore bancario, che hanno generato un rapido bear market del comparto su entrambe le sponde dell'Oceano Atlantico. Infatti, i titoli bancari dell'S&P 500 e quelli dello Stoxx europeo, nel periodo preso in esame, hanno lasciato sul terreno circa un quarto della loro capitalizzazione prima di stabilizzarsi e riprendersi parzialmente. A dominare le news è stato un mix di elementi che vanno dalla fuga dei depositi di banche regionali come Svb Bank e Signature in America, al salvataggio al volo di Credit Suisse per arrivare ai problemi sul debito e i Cds di Deutsche Bank. Come vedremo, in questo caso i due pilastri dell'occidente stanno reagendo alle loro difficoltà in maniera piuttosto differente. Resta il fatto che l'origine di tutto ciò è la stessa: la stretta monetaria dell'ultimo anno e mezzo. Nello specifico a scatenare il panico è stato il peggiore bear market obbligazionario da decenni a questa parte, che ha indotto gli investitori a focalizzarsi ossessivamente sulle perdite non realizzate e non aggiornate a mark-to-market dai vari portafogli del reddito fisso presenti nei bilanci delle banche di mezzo mondo.





## IL DEBOLE SENTIMENT DEL MERCATO PORTA GLI INVESTITORI SU LIQUIDITÀ E ORO



Fonte: Amundi Institute, as of 24 March 2023

Ciò permette di meglio inquadrare l'affermazione iniziale, cioè che un simile sfacelo non è certo sorprendente. Non si afferma, infatti, nulla di particolarmente scandaloso nel dire che quasi tutte le istituzioni finanziarie del pianeta hanno continuato a investire, fino a un minuto prima dell'esplosione dell'inflazione, su bond ai record storici in termini di valutazioni. Il tutto, come nel caso di Silicon Valley Bank, aumentando ulteriormente i potenziali rischi con il sovraccarico di strumenti come le Mbs, che notoriamente sono caratterizzate da convessità negativa e quindi particolarmente tossiche durante i periodi di rialzo dei tassi. Di conseguenza, tutto sommato è sorprendente che l'instabilità non sia esplosa prima. Al tempo stesso, però, siamo di fronte a fibrillazioni per certi versi nuo-

ve, dalla cui risoluzione passa un bel po' dei destini dell'economia globale.

### CRISI DI LIQUIDITÀ

Va subito detto, innanzitutto, che, rispetto al 2008, viviamo oggi in un quadro radicalmente mutato. Uno degli elementi chiave di discrepanza è il fatto che finora questa è stata solo una crisi di liquidità, in cui non si è avuto alcun incremento significativo dei tassi di default lungo quasi tutto l'arco del reddito fisso. I guai non sono stati infatti indotti dalla presenza massiccia di titoli tossici, bensì, in alcuni casi, da una pura e semplice corsa agli sportelli (soprattutto virtuali) e da scommesse contro il debito e derivati di vari istituti.

La grande presenza dell'home banking sottolinea un'ulteriore diversità rispetto alla Grande crisi, ossia il ruolo preponderante giocato da internet. Rispetto a 15 anni

fa, infatti, l'uso di app bancarie è diventato molto più capillare. Inoltre, l'onnipresenza dei contenuti generati su varie comunità digitali ha sicuramente diffuso in maniera rapida il panico: oggi anche i pilastri del sistema sono soggetti alle stesse pressioni che caratterizzano le più improbabili cripto e meme stock.

Alcuni elementi sono però rimasti uguali negli ultimi tre lustri. Uno di questi è la relativa fragilità delle banche regionali statunitensi, spesso caratterizzate da una concentrazione di rischi notevole e tuttora da un certo lassismo regolatorio. Dall'altra parte, in Europa, pur con tutti i mille passi in avanti fatti a livello di solidità patrimoniale, il sistema è costretto a lottare ancora con la presenza di mega-conglomerati finanziarie caratterizzate da un eccessivo uso della leva. De facto dei giganteschi hedge fund con attaccata un'attività di banca commerciale del tutto marginale. Il tutto con un'inflazione che ancora non è stata domata, economie non esattamente in boom e un'azione delle banche centrali che rischia di diventare contraddittoria e di non sapere che pesci prendere a fronte di esigenze fra loro contrapposte. La presenza contemporanea di tutti questi fattori rende chiaramente difficile tentare di capire se vi è davvero da avere paura o siamo di fronte a una delle tante turbolenze di un mondo ormai divenuto sistematicamente più instabile.

## ALCUNE CONCESSIONI MIRATE

«Il 16 marzo, la Banca Centrale Europea apre le danze annunciando un rialzo dei tassi di riferimento dello 0,50%. Il 22 marzo è la volta della Federal Reserve con un aumento dello 0,25%, seguita dalla Bank of England con un +0,25% e dalla Banca Nazionale Svizzera, infine, con un +0,50%. Con questi annunci, ogni banca centrale si è schierata ribadendo le sue posizioni, salvo poi fare alcune concessioni mirate dando liquidità aggiuntiva al settore bancario in crisi di fiducia. Hanno quindi scelto di non rallentare il ritmo dei rialzi che avrebbe potuto lasciare intendere che i rischi erano ben più gravi di quelli prospettati dai mercati. Al contrario, se si fossero spinte oltre nell'ampiezza dei rialzi avrebbero corso il rischio di sembrare del



**CLÉMENT INBONA**  
gestore  
La Financière de l'Echiquier



*[Le banche centrali] hanno scelto di non rallentare il ritmo dei rialzi che avrebbe potuto lasciare intendere che i rischi erano ben più gravi di quelli prospettati dai mercati*



tutto sorde di fronte al subbuglio esploso nel settore bancario». Questo intervento di **Clément Inbona**, gestore di **La Financière de l'Echiquier**, riassume in maniera mirabile la reazione delle principali autorità monetarie del mondo (ex Asia, che rappresenta un capitolo a parte) a fronte di sviluppi dei quali sicuramente avrebbero fatto volentieri a meno. Fino a marzo, essenzialmente il problema principale era il persistere dell'inflazione che, combinato con una maggiore tenuta dell'economia rispetto alle previsioni di inizio anno, stava disfacendo le ottimistiche previsioni di essere quasi alla fine dell'era della crescita del costo del denaro e che presto si sarebbe tornati a rendere più lassiste le condizioni finanziarie. Come si è visto, contenere il costo della vita rimane l'obiettivo principale di Fed, Bce e altri. Purtroppo,

però, la già strettissima feritoia in cui passare si è ulteriormente rimpicciolita a causa della crisi bancaria.

### PROBLEMI SPECIFICI

Ogni area del mondo, ovviamente, presenta i propri problemi specifici e, da un punto di vista strettamente macro, forse i dilemmi più complessi si trovano oggi di fronte alla Federal Reserve. Gli Stati Uniti, per le ragioni tante volte spiegate da operatori e media finanziari, sono attualmente la grande economia con le più intense e stabili pulsioni inflazionistiche sulla Terra. La maggiore potenza del pianeta è anche quella che si è trovata a gestire il più aggressivo processo di rialzo dei tassi, che ha portato alla fine di una lunghissima era di sovraperformance dei propri asset. L'America, dall'altra parte, si trova anche nella



*Si era ipotizzata una pausa o addirittura un taglio dei tassi da parte della Fed in risposta al fallimento di Silicon Valley Bank e Signature Bank, ma il presidente Powell ha sottolineato le azioni intraprese dalla Fed, dal Tesoro e dalla Federal deposit insurance corporation (Fdic) per sostenere il sistema bancario e garantire un'adeguata liquidità*



**KEITH WADE**  
chief economist & strategist  
Schroders

di rialzo dei tassi in vista di questo meeting sono passate da un rialzo di 50 punti base, dopo la testimonianza del presidente Powell al Congresso, a una probabilità del 50% di un rialzo di 25 pb. Si era ipotizzata una pausa o addirittura un taglio dei tassi da parte della Fed in risposta al fallimento di Silicon Valley Bank e Signature Bank, ma, durante la conferenza stampa, il presidente Powell ha sottolineato le azioni intraprese dalla Fed, dal Tesoro e dalla Federal deposit insurance corporation (Fdic) per sostenere il sistema bancario e garantire un'adeguata liquidità. Tuttavia, la decisione di continuare ad aumentare i tassi non ha ignorato la situazione del settore bancario. La dichiarazione della Fed ha rilevato che le condizioni del credito nell'economia sarebbero state inasprite dai recenti eventi e la forward guidance è stata ammorbidita, dicendo che potrebbe essere necessario un "ulteriore irrigidimento" della politica monetaria, invece di un "proseguimento dell'aumento dei tassi"».

#### **IL FANTASMA DEGLI ANNI '70**

Le aspettative e gli atteggiamenti dei diversi agenti che costituiscono il sistema finanziario statunitense e globale hanno attualmente più a che fare con elementi di tipo psicologico e irrazionale che con una realistica valutazione dell'attuale ciclo. Infatti, in questo momento, l'ipotesi di una sforbiciata ai Fed Funds è ai confini della follia. Anche perché, paradossalmente, non è irrealistico pensare che una simile decisione da parte di Powell, come sottolineato da Inbona, avrebbe potuto innescare un effetto opposto rispetto a quello desiderato. Priorità e paure sono però profondamente mutate anche in seno alla più importante istituzione monetaria del mondo. Infatti, ciò che è successo nell'ultimo biennio ha rappresentato uno shock tale da avere indotto mutamenti anche nell'uso del gergo corrente per descrivere il quadro macro. Se fino a qualche anno fa si discuteva di una bassa crescita strutturale data da un eccesso di offerta e da una domanda anemica, attualmente la paura peggiore è avere creato un'economia della scarsità che ricorda gli anni '70.

Proprio i 10 anni peggiori che le economie occidentali hanno vissuto dal dopoguerra costituiscono, per Powell e soci, un esempio negativo da non ripetere assolutamente. **Nor-**



peculiare situazione di mostrare una marcata dicotomia fra il proprio vasto e frammentato insieme delle banche regionali e i colossi nazionali, che hanno visto finora affluire un oceano di liquidità in fuga dall'ignoto. Infatti, a livello di realtà locali, permangono diverse magagne tipiche del primo decennio degli anni 2000, incluso un certo lassismo a livello di vigilanza.

L'atteggiamento corrente della Fed rispetto agli sviluppi finora visti è bene sintetizzato da **Keith Wade**, chief economist & strategist di **Schroders**: «Nel corso dell'ultima riunione, la Federal Reserve ha alzato il tasso di riferimento dei Fed Funds di 25 punti base, portandolo al 5% nel suo limite superiore. La mossa arriva dopo una settimana tumultuosa in cui le aspettative



**Norman Villamin**, chief investment officer wealth management di **Ubp**, sottolinea che all'epoca le capacità di persistenza dell'inflazione erano state sottovalutate: «Nel 1973-74, la Fed alzò i tassi parallelamente all'accelerazione dell'inflazione globale. L'ultimo rialzo avvenne quando l'inflazione dei prezzi dei generi alimentari e dell'energia aveva raggiunto il suo picco e la disoccupazione era aumentata, mentre l'inflazione dei servizi continuava ad accelerare. Il ciclo di rialzo dei tassi fu abbastanza aggressivo, tanto da provocare un continuo aumento della disoccupazione fino al 1975, con un picco del 9%. L'inflazione dei servizi legati all'edilizia abitativa si attenuò rispetto al suo picco, ma l'inflazione dei servizi non legati all'edilizia abitativa si dimostrò più insidiosa. Ciò fu probabilmente dovuto all'immediato passaggio al ciclo di allentamento del 1974-75, che riportò i tassi ai livelli precedenti all'embargo petrolifero del 1973. All'indomani della rivoluzione iraniana del 1979, si verificò una dinamica simile. Quando l'inflazione delle materie prime raggiunse il suo picco all'inizio del 1980, la Fed allentò aggressivamente la pressione in un momento in cui la disoccupazione era passata da meno del 6% nel 1979 a quasi l'8% a metà del 1980. Questa risposta all'aumento della disoccupazione permise solo all'inflazione legata ai servizi di scendere appena al di sopra del 10%, mentre l'inflazione dei servizi non abitativi rimase ancora una volta stabile, attestandosi vicino al 12% quando la Fed iniziò ad allentare la pressione. Il brusco passaggio

a un atteggiamento di allentamento, proprio come nel 1974, permise all'inflazione di riaccelerare e richiese tassi di policy di quasi il 20% nel 1981, che, combinati con i guadagni di produttività della rivoluzione informatica e l'espansione della forza lavoro posero finalmente fine all'era della Grande inflazione».

Di conseguenza, che cosa ci si può aspettare sul fronte monetario al di là dell'Atlantico? I dot plot dei Fed Funds indicano tuttora un tasso terminale intorno al 5,1%: perciò, il sentiero più probabile è che venga attuato un altro rialzo di 25 punti base per poi fermarsi e attendere l'evoluzione dei dati. Ciò implica, però, che il denaro continuerà ad aumentare ancora per un po' il proprio costo nel sistema, a causa dell'inevitabile lag nella trasmissione degli effetti dell'innalzamento dei tassi. All'orizzonte, appunto, non si vede nessuna ragionevole prospettiva di discesa dei costi di finanziamento. Ciò in un momento in cui l'approccio fiscale americano sta diventando sempre più restrittivo nel tentativo di contenere i mostruosi disavanzi pubblici post-Covid. Come si può intuire, si tratta di una gestione completamente opposta rispetto a quanto visto per tutti gli anni '10 e poi riproposto, con il turbo, nel biennio centrale della pandemia. L'aspetto di novità di queste settimane, però, è che lo stile draconiano generale si sta accompagnando a misure legislative di garanzia dei depositi e di salvataggio degli istituti di credito in difficoltà (ciò ha anche aspetti giuridici non del tutto scevri da controversie), accom-



**NORMAN VILLAMIN**  
chief investment officer  
wealth management  
Ubp



*Il brusco passaggio a un atteggiamento di allentamento, proprio come nel 1974, permise all'inflazione di riaccelerare e richiese tassi di policy di quasi il 20% nel 1981, che, combinati con i guadagni di produttività della rivoluzione informatica e l'espansione della forza lavoro posero finalmente fine all'era della Grande inflazione*



pagnate da una forte iniezione di liquidità da parte delle banche centrali principali. La Fed, ad esempio, ha varato misure di prestiti bancari a breve termine collateralizzabili a valore nominale e senza applicare alcun haircut con i bond di buona qualità detenuti in portafoglio. Dunque, un approccio ibrido che coniuga una sorta di quasi quantitative easing con però la continuazione della lotta all'inflazione.

# Un'Europa con un sistema creditizio solido

**L'inflazione nella fase iniziale era stata sottovalutata dall'Europa e ciò ha comportato che la Bce si è dovuta affannare a rialzare i tassi. Questo fatto ha reso lo scenario del Vecchio continente particolarmente incerto e con priorità forse ancora più inconciliabili rispetto all'America. Nel contesto delle prime difficoltà delle banche, Francoforte ha il problema di dovere fare attenzione a non esagerare nell'offrire supporto alle aziende di credito, per non dare l'impressione che vi siano minacce drammatiche. In ogni caso, finora misure specifiche in termini di iniezione di liquidità non sono state varate e oggi forse l'Europa può contare sul sistema creditizio più solido a livello globale**

Negli Usa le spinte locali sul costo del lavoro, decisamente più intense rispetto all'Europa, rendono in qualche maniera il paragone con gli anni '70 più calzante. Ciò non toglie, però, che probabilmente un po' tutti hanno sottovalutato la forza delle pulsioni al rialzo dei prezzi dalle nostre parti, con il risultato di avere una Bce che ha dovuto fare all'improvviso la faccia feroce. Un ritratto della poco rassicu-

rante situazione generale viene elaborato da **Claudio Wewel**, Fx strategist di **J. Safra Sarasin**, che sottolinea che, al netto della volatilità dello shock esogeno dato dai corsi delle materie prime, le dinamiche dei prezzi europei sono preoccupanti: «Nell'area euro, il quadro dell'inflazione non appare affatto meno disastroso. Le banche centrali di solito si concentrano sul dato dell'inflazione core, che esclude una serie di voci volatili, come i prezzi dell'energia e degli alimenti. Pertanto, il confronto tra l'Eurozona e gli Stati Uniti si basa su quest'ultimo. Su base annua, l'inflazione di fondo è aumentata fortemente in entrambe le regioni fino alla metà dello scorso anno, quando negli Usa ha raggiunto il massimo. Tuttavia, da ottobre l'inflazione core statunitense ha iniziato a calare, mentre nell'area euro ha continuato a salire».

Il fatto di essere in ritardo rispetto al ciclo generale rende lo scenario del Vecchio continente particolarmente incerto e con priorità forse ancora più inconciliabili rispetto all'America. Infatti, per quest'ultima il dilemma sembra incentrato su quanto a lungo tenere l'assetto attuale prima di cominciare a tagliare. Il problema per Francoforte è ben altro. Per meglio comprendere il tema, sono interessanti due interventi. Il primo è ancora di Claudio Wewel:



**CLAUDIO WEWEL**  
Fx strategist  
J. Safra Sarasin



*Il crescente consenso sul fatto che l'istituto di Francoforte debba inasprire maggiormente la politica monetaria spinge le aspettative sui tassi per l'area euro al rialzo. Di conseguenza, il vantaggio dei tassi Usa rispetto all'area euro è diminuito nell'ultimo anno*



«Con ogni probabilità, ciò implica che l'orientamento di politica monetaria della Bce dovrà essere almeno altrettanto aggressivo quanto quello della Federal Reserve. Prevediamo che il tasso di riferimento della Banca Centrale Europea raggiunga un picco del 3,50% a giugno (il che implica un ulteriore 1,0% di rialzi), mentre quello sui Fed Funds dovrebbe raggiungere il top del 5,25%. Il crescente consenso sul fatto che l'istituto di Francoforte debba inasprire maggiormente la politica monetaria spinge le aspettative sui tassi per l'area euro al rialzo. Di conseguenza, il vantaggio dei tassi Usa rispetto all'area euro è diminuito nell'ultimo anno». Il secondo intervento, invece, è di **Gilles**

**Moëc**, group chief economist di **Axa Investment Managers**: «Pur concordando sulla necessità di una maggiore prudenza nel ritmo di inasprimento, riteniamo che nel caso della Bce il ricorso a rialzi di 25 punti base, piuttosto che ai recenti incrementi di 50 pb, dovrebbe essere la strada da percorrere: è probabile che le banche centrali debbano conciliare i segnali già tangibili di un'inflazione che tarda a decelerare con la mera possibilità che le tensioni bancarie inneschino un brusco deterioramento dell'attività economica e quindi smorzino la pressione inflazionistica».

**FALCHI E COLOMBE**

Come si può intuire, oggi più che mai l'Europa si trova di fronte alla solita contrapposizione, che l'accompagna dall'avvio dell'era dell'euro, fra rigoristi e coloro che invece vogliono condizioni meno rigide. Se questi ultimi hanno dominato per un decennio fino alla fine del 2021, un periodo in cui all'orizzonte sembrava esserci solo una perenne deflazione di tipo giapponese, l'ultimo anno e mezzo ha mutato radicalmente il panorama. La dura realtà dell'inflazione europea ha riportato quasi tutto l'assetto dei centri di potere continentali verso le tesi dei paesi definiti come frugali. Di conseguenza, per il momento la Bce si è mossa soprattutto a parole, dovendo districarsi in qualche maniera fra questi due fronti ideologici, come ricorda Clément Inbona di La Financière de l'Echiquier: «Va pur detto che la disciplina monetaria è più un'arte che una scienza. È spesso necessario, infatti, dare un colpo al cerchio e uno alla botte condendo il tutto con un linguaggio rassicurante per le parti interessate. Le dichiarazioni di Christine Lagarde ne sono la perfetta rappresentazione, perché è riuscita ad affermare che "il nostro obiettivo di portare l'inflazione al 2% nel me-



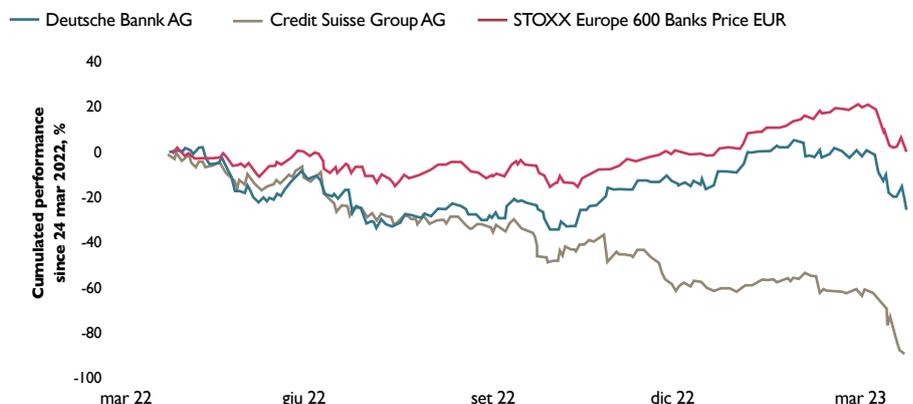
**GILLES MOËC**  
group chief economist  
Axa Investment Managers



*È probabile che le banche centrali debbano conciliare i segnali già tangibili di un'inflazione che tarda a decelerare con la mera possibilità che le tensioni bancarie inneschino un brusco deterioramento dell'attività economica e quindi smorzino la pressione inflazionistica*



**DOPO IL CREDIT SUISSE, LE AZIONI DI DEUTSCHE BANK SONO SOTTO PRESSIONE**



Fonte: Amundi Institute, as of 24 March 2023



*È importante notare che la Bce ha eliminato la forward guidance e ha introdotto un nuovo linguaggio in cui dichiara di essere pronta a intervenire per proteggere la stabilità finanziaria, se necessario*



**ROBERT SCHRAMM-FUCHS**  
portfolio manager  
Janus Henderson



**AZAD ZANGANA**  
senior european economist  
and strategist  
Schroders



*Gli investitori sono consapevoli del fatto che i policymaker dispongono di più informazioni di quelle pubblicamente disponibili e quindi le azioni delle banche centrali sono importanti per tutti coloro che cercano di valutare il rischio in corso*



dio termine non è negoziabile” e allo stesso tempo che “stiamo monitorando attentamente le attuali tensioni sui mercati, pronti a reagire qualora fosse necessario”».

L'ambiguità della politica monetaria dell'area euro si esplica anche nelle previsioni stesse di inflazione, come specifica **Robert Schramm-Fuchs**, portfolio manager di **Janus Henderson**: «È importante notare che la Bce ha eliminato la forward guidance e ha introdotto un nuovo linguaggio in cui dichiara di essere pronta a intervenire per proteggere la stabilità finanziaria, se necessario. La banca ha anche abbassato le proiezioni sull'inflazione per quest'anno e fino al 2025, prevedendo il 5,3% per il 2023 (era il 6,3% nell'ultima previsione di dicembre) e il 2,9% per il 2024 (era il 3,4%). Concordiamo con le attese di un leggero raffreddamento delle pressioni inflazionistiche nei prossimi mesi, ma riteniamo che nel corso del 2023 e del 2024 l'inflazione di fondo rimarrà ferma

e leggermente superiore agli obiettivi delle banche centrali. Le proiezioni di inflazione della Bce per il 2023 sembrano realistiche, ma quelle per il 2024 potrebbero rivelarsi un po' ottimistiche». Non è difficile immaginare che cosa succederebbe se questo target dovesse venire mancato in maniera significativa.

Non si può peraltro poi dimenticare che pure nell'Eurozona c'è lo stesso problema di dovere fare attenzione a non esagerare nell'offrire supporto al sistema bancario, per non dare l'impressione che vi siano minacce drammatiche. **Azad Zangana**, senior european economist and strategist di **Schroders**, spiega: «È chiaro che se la Bce non avesse adottato un rialzo di questa portata, avrebbe potuto inviare il segnale che ci fosse qualche preoccupazione per la stabilità del sistema bancario. Gli investitori sono consapevoli del fatto che i policymaker dispongono di più informazioni di quelle pubblicamente disponibili e quindi le

azioni delle banche centrali sono importanti per coloro che cercano di valutare il rischio in corso».

Come si può notare, finora misure specifiche in termini di iniezione di liquidità non sono state varate e la frattura fra falchi e colombe non sembra promettere bene per una decisione rapida da questo punto di vista. Dall'altra parte, oggi forse l'Europa può contare sul sistema bancario più solido a livello globale. Se non verranno prese decisioni avventate e non dovesse deteriorarsi troppo l'economia, entrambe due potenti incognite, l'azione e le parole della Bce potrebbero bastare per evitare guai seri.

# Poche mele marce

**La situazione delle banche americane è molto particolare e i problemi sono presenti soprattutto nelle realtà di piccole e medie dimensioni, che sono tuttora caratterizzate da una concentrazione di rischi spesso piuttosto pesanti. Inoltre, ci sono minori requisiti a livello di vigilanza e controlli. I grandi istituti non sembrano al contrario avere difficoltà. In Europa, Credit Suisse e Deutsche Bank sono casi molto specifici e non certo la norma del panorama bancario dell'area. Il sistema finanziario continentale vanta mezzi propri in abbondanza, elevate riserve accantonate, un uso meno allegro delle valutazioni del reddito fisso e minori**

**rischi di fuga dei capitali, il che dovrebbe garantire una relativamente tranquilla fase di transizione verso un mondo caratterizzato da un più elevato margine di interesse**

Dopo avere parlato dei dilemmi delle banche centrali a fronte di una crisi scoppiata all'improvviso e che è andata a sommarsi a un prolungamento, piuttosto inaspettato, delle spinte inflazionistiche, è venuto il momento di tentare di capire qual è per davvero la situazione del sistema bancario mondiale. Da questo punto di vista, Usa ed Europa si confermano come gemelli diversi, guidati da dinamiche generali simili e da specificità e idiosincrasie locali che rendono difficile dare una valutazione unica. Complessivamente, gli istituti di credito del Vecchio continente sono allo stato attuale di qualità migliore rispetto alle controparti al di là dell'Atlantico. Il che, probabilmente, rappresenta un'ancora di salvezza per un'Eurozona che si trova oggi a inseguire in ritardo un'inflazione core più intrattabile del previsto. Tutto ciò, come si è visto, sta di nuovo dividendo l'Europa in falchi e colombe.

Per inquadrare il paradigma bancario statunitense contemporaneo, vale la pena ripercorrere, grazie al resoconto di **Paolo Mauri Brusa**, gestore del team multi-asset Italia di **Gam (Italia) Sgr**, ciò che è accaduto a Silicon Valley Bank: «La crisi è arrivata, come sempre accade in questi casi, senza che nessuno se ne accorgesse. In soli due giorni, fra il 9 e il 10 marzo, tre banche regionali statunitensi sono finite in default per il più classico dei motivi: la corsa agli sportelli. I tre istituti avevano moltissimo in comune: una clientela concen-

“

*A nostro avviso, in Europa la solidità del sistema bancario non è in discussione: la normativa sui requisiti patrimoniali si applica a tutti gli istituti a prescindere dalle loro dimensioni*



**PAOLO MAURI BRUSA**  
gestore  
del team multi-asset Italia  
Gam (Italia) Sgr

”



**STEPHON JACKSON**  
director of associate  
analyst programs  
T.Rowe Price



*Siamo preoccupati per le banche che hanno, sia un'alta percentuale di depositi superiori a 250 mila dollari, non assicurati dalla Fdic, sia grandi concentrazioni di depositi da clienti di settori specifici*



trata nei segmenti delle start-up tecnologiche, del venture capital e nel mondo delle criptovalute ed erano soggetti alla regolamentazione “semplificata” che comporta minori requisiti patrimoniali e garanzie sui depositi. La Silicon Valley Bank (Svb), la maggiore del gruppo, era il 16° istituto finanziario degli Stati Uniti, con oltre 200 miliardi di asset. In un solo giorno ha avuto richieste di rimborso per oltre 42 miliardi (il 20% del totale degli attivi). Nessuna fila fuori dalle sue filiali: è avvenuto tutto per via elettronica ed è stato il primo “digital bank run” della storia. Per fare fronte ai prelievi, Svb ha venduto i Treasury che aveva in bilancio, che però erano valorizzati al costo storico. I rialzi dei tassi da parte della Fed ne avevano fatto calare sensibilmente il prezzo e le perdite realizzate, quasi 3 miliardi di dollari, hanno portato al fallimento».

### LA CONCENTRAZIONE USA

Il caso specifico è interessante per il fatto che Svb rappresentava uno dei pochi esempi di banca locale che aveva una forte esposizione in bond, che, elemento al quale prestare grande attenzione, rappresenta una caratteristica tipica delle grandi banche, che, invece, hanno raccolto un bel po' di depositi in fuga dai player regionali. Questi ultimi sono tuttora caratterizzati da una concentrazione di rischi in non pochi casi piuttosto pesante, ai quali si accompagnavano minori requisiti a livello di vigilanza e controlli. Questa considerazione serve a introdurre un altro punto non secondario: sono soprattutto le banche regionali negli Usa (e altrove) a finanziare il tessuto produttivo locale. Spesso, dunque, esse si specializzano in determinati comparti, sia per quanto riguarda i propri attivi, sia per i depositi. Il risultato è

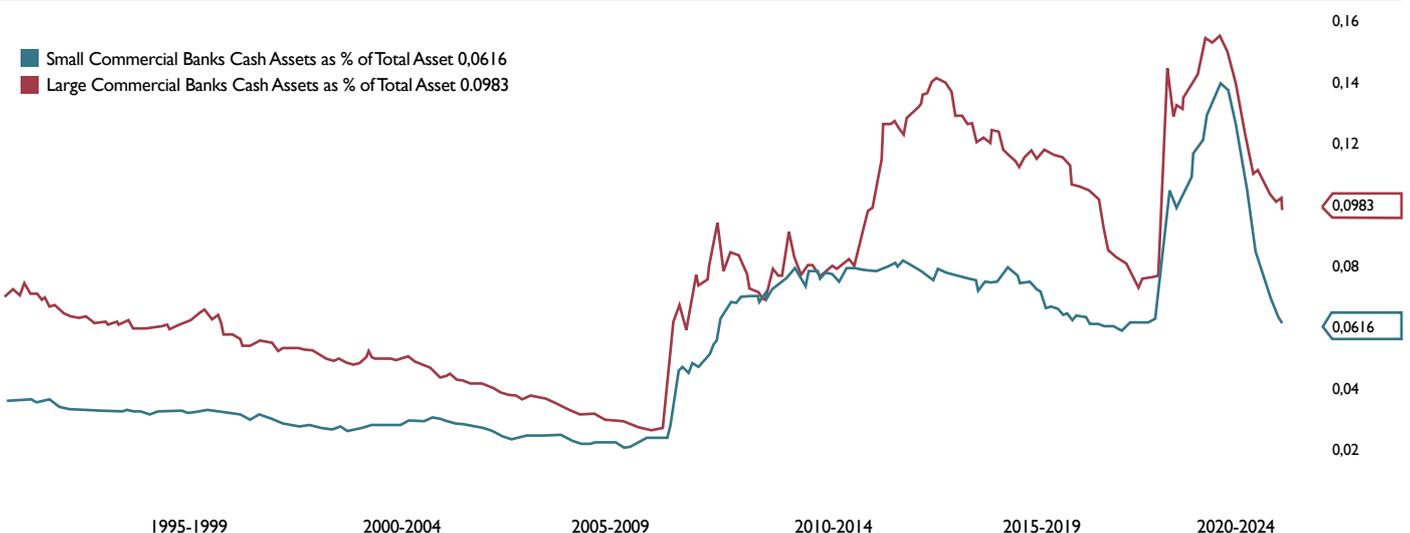
che, quando un segmento economico entra in crisi, in America si hanno spesso recessioni concentrate intense, accompagnate da crisi finanziarie localizzate. Esempi di ciò si sono avuti allo scoppio della bolla dello shale nel 2016. Andando un po' più indietro nel tempo, diversi elementi in comune con il quadro attuale si possono trovare con la crisi delle casse di risparmio americane a fine anni '80, inizio '90.

A questo punto, non si può non chiedersi come riuscire a identificare possibili situazioni di crisi, dato che non sono poche le aree particolarmente sensibili all'andamento dei tassi di interesse e che vedono una forte presenza di banche regionali. Un esempio di ciò è dato dall'enorme complesso immobiliare statunitense.

Le caratteristiche del credito locale in America si traducono dall'altra parte non poche volte in una struttura dei depositi alquanto concentrata in relativamente pochi nomi aziendali, che costituiscono anche la propria base di clienti.

**Stephon Jackson**, director of associate analyst programs di **T. Rowe Price**, punta proprio su questo aspetto come criterio decisivo per differenziare fra i diversi nomi dell'industria: «Mentre consideriamo quali altre banche regionali statunitensi potrebbero essere vulnerabili a una crisi di liquidità, dovremmo prestare molta attenzione alle basi di deposito dei singoli istituti. In particolare, siamo preoccupati per le aziende di credito che hanno sia un'alta percentuale di depositi superiori a 250 mila dollari, non assicurati dalla Fdic, sia grandi concentrazioni di depositi da clienti di settori specifici. Se da un lato è probabile che le autorità di regolamentazione applichino regole di liquidità per gli istituti di credito più piccoli, dall'altro esaminiamo i bilanci bancari per de-

## ATTIVITÀ LIQUIDE DI GRANDI E PICCOLE BANCHE USA A CONFRONTO



terminare quali imprese abbiano la capacità di vendere asset per coprire eventuali gravi perdite di depositi. In questo momento, non vediamo alcun fondamentale impatto o contagio dei recenti fallimenti bancari sui fondi comuni del mercato monetario e riteniamo che la Fed controllerà l'inflazione tramite rialzi dei tassi, nonostante i recenti fallimenti bancari».

## IL FAR WEST È FINITO

L'ultimo punto rappresenta un altro nodo fondamentale per mantenere stabile il sistema. I tre istituti finiti al disastro in America hanno infatti spinto molti clienti a spostare i propri soldi su colossi come Citigroup, Bank of America e JP Morgan. Queste ultime, peraltro, giocano un ruolo fondamentale nell'ambito del reddito fisso, sia buy, sia sell side. Finora esse hanno fornito una colonna vertebrale solidissima, a differenza che nel 2008, dove invece ci si avvitò in una spirale di azzeramento della liquidità sull'interbancario e di fuga dai grandi fondi money market. Al giorno d'oggi, la Federal Reserve è intervenuta prontamente con una strana politica ibrida per evitare un bis di quella tragica epoca, assicurandosi che i giganti del sistema ricevano liquidità sufficiente mentre si combatte per domare le spinte sui prezzi. Inoltre, anche se sicuramente il sistema in Europa ha operato riforme più profonde, ciò non toglie che anche il patrimonio e la situazione della liquidità delle banche americane siano migliorati negli ultimi tre lustri, come ricorda **Giorgio Broggi**, quantitative analyst di **Moneyfarm**: «Sul fronte Usa, si nota che le riserve delle banche americane risultano ben superiori ai livelli pre-2008, soprattutto per quanto concerne i grandi istituti di credito, che presentano una situazione ancora relativamente solida, nonostante la volatilità del 2022. Le banche di dimensioni me-



**GIORGIO BROGGI**  
quantitative analyst  
Moneyfarm



*Sul fronte Usa, si nota che le riserve delle banche americane risultano ben superiori ai livelli pre-2008, soprattutto per quanto concerne i grandi istituti di credito, che presentano una situazione ancora relativamente solida, nonostante la volatilità del 2022*

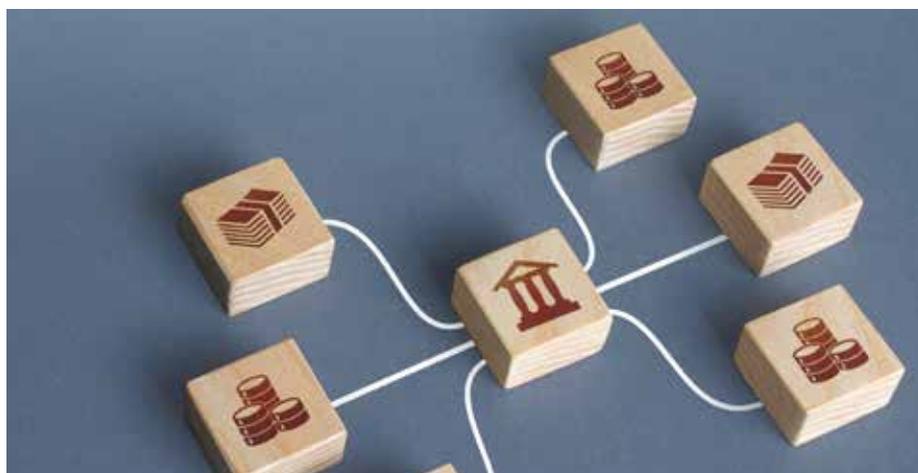


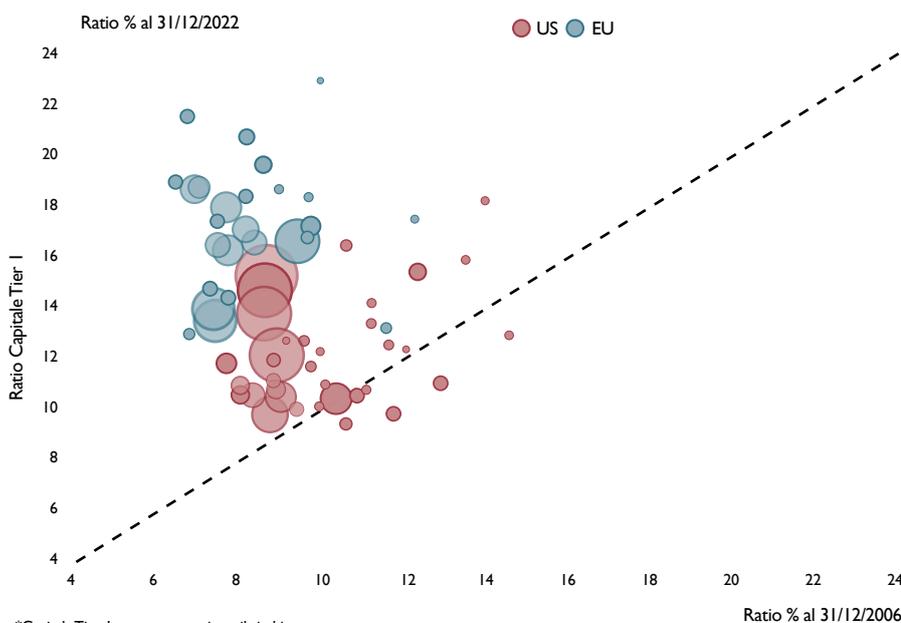
dio-piccole, invece, pur essendo più esposte al rischio, non rappresentano una così grave minaccia per il sistema creditizio e l'economia globale».

## SOLIDITÀ IN EUROPA

Se spostiamo la nostra attenzione sull'Europa, poi, si ha una situazione che è al solito più frammentata e contraddittoria, con luci e ombre a volte di difficile interpretazione. All'inizio degli anni '10 dei 2000, dalle nostre parti si rischiò una tempesta finanziaria ancora peggiore di quella nord-americana, con diverse banche alle quali l'utilizzo della leva e la mancanza di controllo sui rischi era sfuggito completamente di mano. Molte novità hanno preso forma da allora: dalle nuove regole sul capitale al lancio di strumenti come gli AtI (o coco che dir si voglia), passando in mezzo a una lunghissima fase di modeste performance di borsa. Un'epoca che è stata, non a torto, definita come pessima per gli azionisti e ottima per gli obbligazionisti. Tutto ciò fino alla crisi, con seguente salvataggio in fretta e furia, di Credit Suisse. Il pacchetto di aiuti messo insieme dal governo svizzero coinvolgendo l'Ubs ha visto una parziale protezione degli investitori equity e l'annullamento del valore dei coco. Si tratta di un passo per certi versi epocale, che potrebbe cambiare (probabilmente non in meglio) la percezione dei mercati dei capitali europei.

Dall'altra parte, però, oltre all'ovvio fatto che ciò non ha coinvolto direttamente l'Unione Europea, non ha torto chi ricorda che i problemi di istituti come il suddetto Credit Suisse o Deutsche Bank sono molto specifici e non certo la norma del panorama bancario continentale. Per certi versi, le situazioni di crisi nel Vecchio continente rappresentano rimasugli di un'altra epoca. Parole di ottimismo sull'argomento vengono pronunciate da Paolo Mauri Brusa di Gam (Italia) Sgr: «A nostro avviso, in Europa la solidità del sistema bancario non è in discussione: la normativa sui requisiti patrimoniali si applica a tutti gli istituti a prescindere dalle loro dimensioni e l'impatto del rialzo dei tassi, che comporta una discesa del valore delle obbligazioni che le banche hanno in pancia, viene contabilizzato nei bilanci ai prezzi di mercato. Il caso di Credit Suisse è sicuramente isolato: la crisi viene da lontano e non è certamente lega-





\*Capitale Tier 1 su assets pesati per il rischio  
Dimensione bolla= nazionale di asset pesati per il rischio

Fonte: Refinitiv Datastream/Fathom Consulting.

ta alle politiche monetarie restrittive, ma a scelte gestionali sbagliate. Diversa, invece, la situazione negli Stati Uniti. Il problema che ha interessato Svb potrebbe allargarsi ad altre banche regionali: per questo motivo la Fed e i maggiori istituti bancari, come JP Morgan, si sono affrettati a fornire supporto a quelle in difficoltà».

### LA FORZA DEI DEPOSITI

In definitiva, oltre che per avere abbracciato una disciplina del risk management e un modello di capitalizzazione molto più robusti che negli Stati Uniti, la grande ricchezza degli istituti di credito in questa parte di mondo è data dalla loro base di depositi, molto più incentrata sulla clientela retail. Si è spesso parlato dell'enorme quantità di liquidità che i cittadini europei tengono, sostanzialmente inutilizzata, sui conti correnti come una piaga dell'economia continentale. Questa gigantesca mole di denaro potrebbe in effetti finanziare il salto quantico di cui l'imprenditoria del Vecchio continente ha bisogno, però, in un frangente come questo, non dovere gestire il rischio di un corto circuito innescato da depositi e impieghi presso pochi clienti istituzionali costituisce un plus non da poco. Del resto, era già stato notato che alcune istituzioni europee sono tuttora giganteschi hedge fund con un modesto business di banca commerciale attaccato. Questa non benigna definizione fu coniata

anni fa per Deutsche Bank. In realtà probabilmente saranno proprio le componenti meno sexy dell'attività creditizia a evitare guai peggiori.

**Monica Defend**, head of **Amundi Institute**, **Vincent Mortier**, group chief investment officer, e **Matteo Germano**, deputy group chief investment officer, di **Amundi**, offrono al riguardo un'analisi molto chiara: «I fondamentali delle banche europee sono solidi e gli istituti di credito, compresa Deutsche Bank, hanno livelli di capitale e liquidità superiori ai requisiti normativi. Notiamo anche che la Bce e le altre banche centrali hanno fornito esplicite rassicurazioni sulla loro disponibilità a fare fronte a eventuali carenze di liquidità nel sistema. Inoltre, tutti i regolatori europei hanno rassicurato gli investitori bancari che rispetteranno la logica del capitale in caso di risoluzione o fusione, confermando che l'episodio del Credit Suisse è stato un'eccezione. All'interno del settore, continuiamo a preferire le banche retail con fonti di deposito stabili e diversificate, in grado di generare elevati livelli di redditività e di coprire il costo del capitale. In un contesto di tassi d'interesse più elevati, in cui il mercato è più attento ai modelli di business, la capacità di generare utili sostenibili sarà sempre più importante».

Dunque, il sistema finanziario europeo si presenta di fronte alle sfide correnti con mezzi propri in abbondanza, elevate riser-



**MONICA DEFEND**  
head  
Amundi Institute



*I fondamentali delle banche europee sono solidi e gli istituti di credito, compresa Deutsche Bank, hanno livelli di capitale e liquidità superiori ai requisiti normativi. Notiamo anche che la Bce e le altre banche centrali hanno fornito esplicite rassicurazioni sulla loro disponibilità a fare fronte a eventuali carenze di liquidità nel sistema*



ve accantonate, un uso meno allegro delle valutazioni del reddito fisso e minori rischi di fuga di capitali, il che dovrebbe garantire una relativamente tranquilla fase di transizione verso un mondo caratterizzato da un più elevato margine di interesse. Tutte qualità decisamente desiderabili, alle quali si accompagna però una Bce decisamente dietro la curva. Non si può non notare che a Francoforte finora ci si è limitati a offrire parole rassicuranti, mentre la Fed è già passata all'azione. Forse, se tutto va bene, non sarà necessario altro.

# Pericolo credit crunch

Una delle prospettive più inquietanti dell'attuale situazione è che si arrivi a un forte taglio dei finanziamenti alle imprese da parte delle banche, specie da parte di quelle specializzate in particolari settori dell'economia. In tal caso, soprattutto con gli istituti centrali che continuano la lotta contro l'inflazione, la possibilità che si torni velocemente alla recessione non è da sottovalutare. Il rallentamento della crescita del credito può da solo rappresentare un significativo vento contrario all'incremento del Pil. In questo contesto, l'Europa è di certo meno rischiosa degli Usa, anche se nulla è scontato

Una grossa incognita che tutti gli investitori devono tenere a mente, anche se solo come scenario outlier, riguarda la possibilità che il mix costituito da un proseguimento delle tensioni bancarie, accompagnate da fenomeni di fuga dei depositi, e da banche centrali che continuano a essere inflessibili, possa portare a un forte deterioramento macroeconomico. Per meglio inquadrare il fenomeno, conviene tornare indietro nel tempo di qualche settimana, prima che le difficoltà degli istituti di credito dominassero il ciclo delle news. L'intervento di **Tiffany Wilding**, north american economist e **Allison Boxer**, economist di **Pimco**, è un eccellente riassunto di dove l'America si trovava prima del fiasco della Silicon Valley Bank: «Lo scenario economico si è modificato in modo rapido e significativo nelle settimane e nei giorni precedenti la riunione della Fed di marzo. Dopo che la Federal Reserve ha rallentato il ritmo dei rialzi dei tassi nella precedente riunione, con un ritocco di 25 punti base, i dati sull'attività economica di febbraio e marzo hanno indicato una crescita più solida del previsto. In primo luogo, i numeri sull'inflazione del quarto trimestre, che in precedenza mostravano una moderazione più pronunciata del tasso di inflazione statunitense, sono stati rivisti al rialzo. In secondo luogo, l'economia statunitense ha continuato ad aggiungere posti di lavoro a un ritmo ben superiore al trend, con oltre 800 mila nuovi occupati solo nei primi due mesi dell'anno. Infine, gli indicatori dell'attività economica hanno suggerito che i consumi e l'attività manifatturiera hanno riaccelerato nel 2023, dopo avere chiuso il 2022 su basi deboli». Gli asset rischiosi, in pratica, avevano spe-

“

*Lo scenario economico si è modificato in modo rapido e significativo nelle settimane e nei giorni precedenti la riunione della Fed di marzo. Dopo che la Federal Reserve ha rallentato il ritmo dei rialzi dei tassi nella precedente riunione, con un ritocco di 25 punti base, i dati sull'attività economica di febbraio e marzo hanno indicato una crescita più solida del previsto*



**TIFFANY WILDING**  
North American economist  
Pimco

”



**ALLISON BOXER**  
economist  
Pimco



*Sebbene i fallimenti di Svb e Signature Bank a marzo possano rivelarsi in ultima analisi casi isolati, riteniamo probabile che portino a un rallentamento della crescita del credito nell'economia in generale, nonostante le misure adottate dai politici per sostenere il settore bancario*



rimentato un rialzo della volatilità già fra febbraio e marzo, proprio a causa di quanto evidenziato da Wilding e Boxer. L'allontanamento delle prospettive di contrazione economica avevano spinto le maggiori banche centrali del pianeta a continuare a stringere i cordoni, mettendo in ansia gli investitori. Questi ultimi, infatti, che notoriamente cercano sempre di anticipare gli sviluppi futuri, avevano cominciato a chiedersi se, basandosi su una ripresa forse temporanea, alla fine Powell, Lagarde e gli altri non sarebbero riusciti a deprimere per davvero il ciclo macro.

## UN OCEANO DI LIQUIDITÀ

L'ultima ondata di guai non ha fatto altro che avvicinare e intensificare l'eventualità di un simile scenario. È stato infatti evidenziato che negli Stati Uniti sono proprio le banche regionali a finanziare in maniera significativa l'economia reale, spesso con una forte concentrazione settoriale e di clientela. A ciò va poi aggiunto l'oceano di liquidità che viene fatto fluire da questi istituti verso la galassia delle piccole e medie imprese. Purtroppo, in questo segmento dei servizi finanziari made in Usa, non è irragionevole immaginare una forte tirata del freno a mano a livello di credito erogato. Se tutto va bene, il credit crunch prossimo venturo dovrebbe limitarsi a raffreddare l'economia senza scatenare una recessione dura. Se quest'ultima, però, si materializzasse, le conseguenze potrebbero essere davvero imprevedibili. Finora, infatti, l'instabilità dell'intelaiatura bancaria è stata dovuta esclusivamente a problemi di liquidità, per risolvere i quali è bastato qualche provvedimento rapido e non del tutto convenzionale da parte della Fed. Peraltro, va detto che reagire rapidamente ai problemi è da anni uno dei vantaggi principali di cui gode il sistema statunitense.

Se, invece, si dovesse andare incontro a un'era di significativo deterioramento della qualità

degli asset, allora ci vorrebbe ben altro (nello specifico, tagli veloci dei tassi e una ripresa del quantitative easing, senza badare troppo all'inflazione) per evitare il peggio. Pur non abbandonandosi al pessimismo, sempre Boxer e Wilding esprimono una certa cautela: «Sebbene i fallimenti di Svb e Signature Bank a marzo possano rivelarsi in ultima analisi casi isolati, riteniamo probabile che portino a un rallentamento della crescita del credito nell'economia in generale, nonostante le misure adottate dai politici per sostenere il settore bancario. Non è obbligatoriamente necessario un evento di deleveraging massiccio e sistemico, come abbiamo visto nel 2008, perché l'economia cada in recessione; il rallentamento della crescita del credito può da solo rappresentare un significativo vento contrario alla crescita del Pil. Le banche regionali e comunitarie più piccole sono particolarmente importanti per fornire credito alle piccole imprese, che a loro volta rappresentano circa il 50% dell'occupazione complessiva degli Stati Uniti. Poiché l'economia rallenta a causa delle condizioni di credito più rigide, riteniamo che le piccole e medie aziende siano un canale chiave attraverso il quale questa perturbazione potrebbe ripercuotersi sui mercati del lavoro e sull'inflazione, sia pure con un certo ritardo».





**BENJAMIN MELMAN**  
global chief investment officer  
Edmond de Rothschild  
Asset Management



*Il timore è che la prevedibile stretta sui prestiti sia sufficiente a generare una forma di credit crunch, con un aumento dei tassi di default e quindi una crisi degli asset*



Sulla stessa lunghezza d'onda appare anche il ragionamento di **Benjamin Melman**, global chief investment officer di **Edmond de Rothschild Asset Management**, che si focalizza sull'incognita dell'immobiliare: «Il timore è che la prevedibile stretta sui prestiti sia sufficiente a generare una forma di credit crunch, con un aumento dei tassi di default e quindi una crisi degli asset. L'esempio più eclatante è quello degli immobili commerciali statunitensi: le piccole banche finanziano quasi l'80% dei prestiti bancari a questo settore, che rappresenta il 29% dei loro attivi. È ancora troppo presto per commentare questo rischio, perché in questa fase è difficile sapere in quale misura gli istituti di credito ridurranno i prestiti, ma questo aspetto dovrà essere monitorato attentamente».



### LA SALVEZZA DAI CONSUMATORI

Ma in Europa il quadro bancario è molto diverso, sia come modello di business, sia di approccio regolatorio. Il fatto di avere una base di depositi molto più orientata al retail dovrebbe in qualche maniera limitare i rischi di corse agli sportelli e, di conseguenza, allontanare il pericolo di avere dalle nostre parti una diminuzione significativa della liquidità erogata. Ciò non toglie che gli investitori sui mercati continentali abbiano reagito con una logica tipicamente risk-off. Al riguardo qualche dettaglio viene fornito da **Monica Defend**, head of **Amundi Institute**, **Vincent Mortier**, group chief investment officer, e **Matteo Germano**, deputy group chief investment officer, di **Amundi**: «Attualmente i mercati sembrano guidati soprattutto dai crescenti timori di recessione, dopo un forte inizio d'anno caratterizzato da un eccessivo compiacimento; tuttavia, non vediamo grandi cambiamenti in termini di fondamentali rispetto alle settimane precedenti. I titoli bancari non sono gli unici a subire un forte impatto. Anche quelli dell'energia e delle materie prime, così come i prezzi del petrolio, sono stati colpiti. Sul fronte opposto, gli investitori si sono spostati verso l'oro, i mercati monetari e i titoli di stato alla ricerca di sicurezza».

### MEGLIO L'EUROPA

Come si può notare, in pratica viene scontato un incremento delle probabilità di una recessione significativa, accompagnato dagli

ormai quasi intrattabili problemi di inflazione. Sono giustificati tali timori su questa sponda dell'Atlantico? Defend, Mortier e Germano non sembrano convinti: «Sebbene la crescita del mercato del credito continui a diminuire, non ci aspettiamo una contrazione del credito in Europa. È importante notare che le imprese e le famiglie di questa area non hanno una leva finanziaria eccessiva. Le banche continentali dispongono di capitale e liquidità in abbondanza per sostenere l'economia reale, quindi ci aspettiamo che rimangano pronte a operare e che continuino a concedere prestiti a clienti meritevoli di credito». Il punto da loro sollevato è particolarmente interessante.

Nelle prime settimane dell'anno si è parlato molto della Cina come possibile dinamo del pianeta, grazie al ritorno alla normalità post-Covid operato in fretta e furia, ma i dati che finora stanno provenendo dal Dragone non sono in verità particolarmente entusiasmanti. Dall'altra parte, però, l'Eurozona sta trovando in una domanda domestica più solida del previsto, una più che benvenuta stampella al suo solito paradigma basato sull'andamento del ciclo globale. **David Dowsett**, global head of investments di **Gam Investments**, sottolinea appunto che c'è nell'Unione Europea tuttora una certa voglia di acquisti: «Anche se il settore finanziario ha monopolizzato le notizie della scorsa settimana, alcuni dati sulle attività, almeno per quanto riguarda i servizi, sono stati più positivi, soprattutto in Europa. A questo punto, in generale, sembra

esserci una certa resilienza nel settore del commercio al dettaglio».

### L'OMBRA LUNGA DEL COVID

Per inquadrare i problemi di queste settimane, infine, va considerato un ulteriore elemento, ossia che probabilmente ciò che è accaduto al sistema finanziario è in parte un effetto delle distorsioni all'economia globale da long Covid. Nello specifico, si intende il fatto che, in realtà, la crescita dei depositi, registrata un po' dappertutto nel 2020-2022, rappresenta un outlier che sta adesso rientrando. Si è avuto, infatti, un rigonfiamento enorme della liquidità, grazie agli enormi sussidi erogati dalla politica fiscale, combinata con la scarsa propensione da parte delle imprese a investire in tale epoca. Non è un caso che proprio in quel triennio, dopo un decennio di aumento robusto, la leva aziendale complessiva abbia preso a scendere in maniera significativa. In una qualche maniera, gli spasmi attuali sembrano figli di tre anni di distorsioni folli, nei confronti delle quali non tutti gli istituti di credito hanno reagito in maniera prudente. Al tempo stesso, però, non sembra esserci un abuso sistematico della leva da parte di banche, aziende e privati (altrettanto non si può dire a livello di stati, ma questa è un'altra storia).

Un'analisi molto interessante viene elaborata al riguardo dal team di gestione di **Pharus**: «Il settore bancario europeo, dopo il 2008 risulta particolarmente vigilato e so-

lido, come dimostrato dai numeri: i depositi bancari di clienti retail pesano circa per il 60% in media sul totale. I conti retail tendono a essere più stabili, come dimostrato dalle banche americane colpite maggiormente dalla crisi, che avevano una prevalenza di rapporti aziendali. L'indice di liquidità bancario è intorno al 245%, decisamente al di sopra del limite regolatorio del 100%. La patrimonializzazione delle banche risulta solida e superiore alle richieste regolatorie. Tra i principali fattori che stanno aumentando la turbolenza bancaria, c'è la riduzione dei depositi. Gli aiuti fiscali post pandemia, infatti, avevano contribuito a un incremento dei conti bancari, i quali a oggi, in un contesto di inflazione elevata e aumento dei tassi di interesse, si stanno riducendo. Questo calo dei depositi fa sì che le banche debbano ridurre l'attivo e, in uno scenario di crescita dei tassi di interesse, questo fatto può portare a perdite, soprattutto in quegli istituti che avevano previsto un'espansione maggiore dei depositi e non hanno gestito al meglio i propri bilanci».

### UNA DIFFICILE QUADRA

Detto ciò, molto dipenderà da un'adeguata risposta da parte delle autorità. Oltre a trovare una difficilissima quadra fra lotta all'inflazione e protezione dell'economia reale da parte della Bce, al tempo stesso bisognerà preservare il capitale di fiducia e buona reputazione che il sistema bancario continentale si è costruito in



**DAVID DOWSETT**  
global head of investments  
Gam Investments



*Anche se il settore finanziario ha monopolizzato le notizie della scorsa settimana, alcuni dati sulle attività, almeno per quanto riguarda i servizi, sono stati più positivi, soprattutto in Europa*



oltre un decennio di implementazione, particolarmente certosina e rigida, del paradigma elaborato all'interno di Basilea 3. Non a caso varie voci si sono levate a protezione del mercato degli AtI dell'Unione, sottolineando che le problematiche e le soluzioni controverse messe in atto per Credit Suisse costituiscono un unicum svizzero. Ormai a livello globale, margini per mettere una toppa allargando i cordoni della borsa della spesa pubblica non ci sono: tutto dipenderà, dunque, dalla competitività delle società europee e dalla capacità dei propri cittadini di sostenerne l'economia. In tutto ciò, sicuramente buone notizie sul piano dell'inflazione, core e non solo, aiuterebbero. Infatti, l'ultima cosa che oggi ci si può permettere è un'ulteriore perdita di potere d'acquisto che finisca alla fine per colpire sul serio margini e flussi di cassa societari.

# Forse torna la primavera

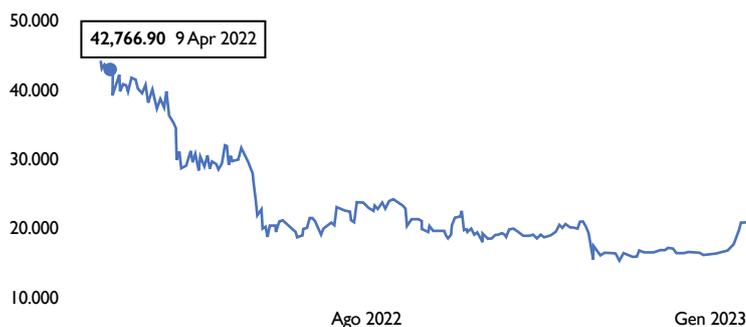
a cura di Boris Secciani



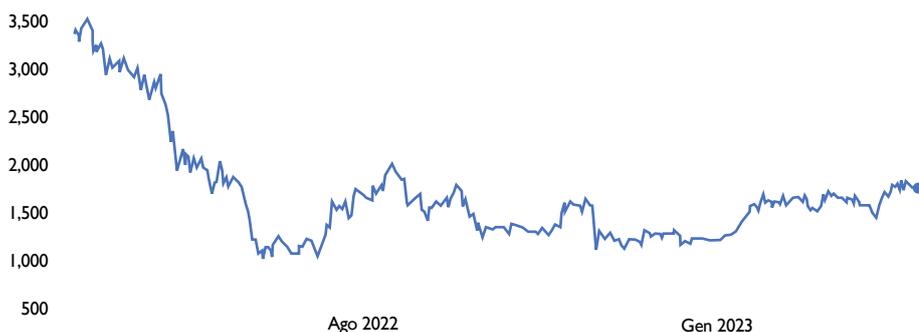
**Nonostante gli scandali e i fallimenti di alcune criptovalute, di varie piattaforme e di gruppi finanziari che avevano puntato su questo settore, l'inverno del crypto, come è stato definito, sembra vedere la fine. La volatilità, dopo una fase indubbiamente molto complicata anche per le criptomonete leader, sembra alla fine e c'è chi preconizza il ritorno a un ruolo simile a quello dell'oro nel caso che la recessione sia più dura del previsto. In questo contesto, un'incognita è rappresentata dal tentativo di regolare il segmento da parte di molti stati: da una parte è positivo che ci siano norme certe, ma dall'altra c'è una chiara tendenza a ostacolare la diffusione del fenomeno crypto**

Quando si parla del complesso, dinamico e controverso segmento delle tecnologie blockchain e ancora di più quando si scende nello specifico delle criptovalute, non mancano i paragoni con quanto è successo durante la prima ondata di internet. In effetti, sotto molti punti di vista, il novembre del 2021 ha presentato alcuni tratti in comune con la fine

## UN INVERNO LUNGO UN ANNO PER I BITCOIN (IN DOLLARI)



## UN INVERNO LUNGO UN ANNO PER ETHEREUM (IN DOLLARI)



del 1999. In entrambi i casi, il mondo ha assistito a uno show fatto di valutazioni irrealistiche, a un eccesso di entusiasmo, a truffe vere e proprie e alla creazione quasi istantanea di una classe di miliardari della tecnologia che prometteva di rivoluzionare il mondo, con modelli di business sovente ai limiti della follia. Ciò che è successo a partire dal 2022 è ben sintetizzato da **Patrick Lemmens**, lead portfolio manager fintech e membro del team trends equities di **Robeco**: «I prezzi delle criptovalute sono crollati nel 2022 a causa delle condizioni finanziarie globali più

rigide, che hanno impattato gli asset più rischiosi dei mercati, attirando un'enorme copertura mediatica e incoraggiando alcuni investitori a liquidare gli asset digitali, in quanto fenomeno puramente speculativo. L'ecosistema degli asset digitali è certamente abituato a grande volatilità e le implosioni della terza più grande stablecoin Terra Usd (Luna), delle piattaforme di finanziamento crypto Celsius e BlockFi, dell'hedge fund crypto Three Arrows Capital e dell'exchange di criptovalute Ftx stanno rendendo questo inverno crypto problematico».



### PATRICK LEMMENS

lead portfolio manager fintech  
e membro del team  
trends equities  
Robeco



*Nel 2023 riteniamo che le autorità di regolamentazione adotteranno finalmente misure concrete per ripristinare la fiducia e legittimare l'uso degli asset digitali e della tecnologia sottostante in tutto il panorama economico*



### VOLATILITÀ IN CALO

Il post-bolla, ormai comunemente noto come inverno delle crypto, viene poi ulteriormente complicato dalle difficoltà del sistema bancario. Infatti, il crash di Silicon Valley Bank e di Signature Bank ha coinvolto ancora una volta questo controverso settore. Per quanto riguarda i recenti sviluppi, forse le conseguenze non saranno enormi e una valutazione cauta al riguardo viene elaborata da **David Dowsett**, global head of investments di **Gam Investments**: «Probabilmente il settore è già imploso e, quindi, non



**DAVID DOWSETT**  
global head of investments  
Gam Investments



*Probabilmente il settore è già imploso e, quindi, non dovrebbe esserci un eccessivo rischio di contagio. Detto ciò, Signature Bank, che ha dovuto chiudere, era esposta alle criptovalute*



dovrebbe esserci un eccessivo rischio di contagio. Detto ciò, Signature Bank, che ha dovuto chiudere, era esposta alle criptovalute. Inoltre, molte stablecoin detenevano depositi presso Svb».

Il commento di Dowsett permette però di introdurre quella che è oggi la questione cruciale per quanto riguarda l'evoluzione futura post-inverno dei principali asset digitali presenti al mondo e della tecnologia blockchain in genere. Il quinquennio 2017-2022 al quale si è accennato è stato infatti vissuto da questo complesso in maniera simile all'insieme dei titoli growth tecnologici, nel bene e nel male. **Ferdinando Ametrano**, cofounder & chief executive officer di **CheckSig**, su questo punto sottolinea diversi dettagli interessanti: «Se osserviamo la volatilità rolling di

bitcoin ed ether su un orizzonte temporale a uno, tre e cinque anni, vediamo che essa è in un trend decrescente. Il comportamento di queste due crypto è stato per molti aspetti paragonabile a quello delle azioni Faang. Il bitcoin nell'ultimo decennio è comunque stato l'asset che ha meglio performato in assoluto. È chiaro che simili rendimenti non possono non accompagnarsi a una volatilità robusta. I processi di svelamento del fair value di un'attività non sono mai né semplici né lineari. Peraltro, nei primi anni 2000 Amazon visse un drawdown pari al 94% e il sistema degli asset digitali, al netto di episodi truffaldini, oggi appare più stabile».

### **NORME SENSATE CERCANSI**

In effetti, se analizziamo le quotazioni dei principali mercati digitali, non possiamo fare a meno di affermare che tutto sommato poteva andare molto peggio. Covid, strozzature post-Covid, la più feroce politica dei tassi di interesse da oltre 40 anni, lo scoppio della bolla del growth dopo il periodo di più intense sovraperformance di questo stile e, non ultima, la terribile invasione dell'Ucraina non hanno piegato un'asset class che continua ad attirare sempre più interesse da parte degli investitori. Questi ultimi, come ricordato da Ametrano, finora hanno mostrato un grado di maturità tutto sommato maggiore rispetto a quanto è successo durante il crash delle dotcom nel 2000-2002, quando nessuno sembrava distinguere fra Amazon e Pets.com. Dunque, il collasso di Ftx non ha portato all'uscita di scena di exchange più trasparenti e la scomparsa delle stablecoin non ha devastato modelli caratterizzati da un'adeguata collaterizzazione. Ciò non vuole dire, però, che non vi sia comunque un disperato bisogno di riforme legislative adeguate. Queste ultime, come ricorda Patrick Lemmens, devono riuscire a realizzare il duplice (certamente non facile) obiettivo di favorire la crescita di un comparto potenzialmente dirompente, al contempo isolando e togliendo di mezzo cialtroni e/o criminali: «I progressi conseguiti per colmare il gap normativo nel mondo crypto sono stati lenti, soprattutto perché la regolamentazione è sempre in ritardo rispetto all'innovazione e la tecnologia blockchain è relativamente nuova. Tuttavia, il ciclo del 2022, che ha visto l'implosione di modelli di business non troppo trasparenti e inutilmente complessi, aggravati da un'elevata leva finanziaria, dalla mancanza



**FERDINANDO AMETRANO**  
cofounder & chief  
executive officer  
CheckSig



*Se osserviamo la volatilità rolling di bitcoin ed ether su un orizzonte temporale a uno, tre e cinque anni, vediamo che essa è in un trend decrescente. Il comportamento di queste due crypto è stato per molti aspetti paragonabile a quello delle azioni Faang*



di supervisione, dall'assenza di separazione dei compiti e da una scarsa gestione del rischio, ha messo sotto pressione i regolatori globali. Nel 2023 riteniamo che le autorità di regolamentazione adotteranno finalmente misure concrete per ripristinare la fiducia e legittimare l'uso degli asset digitali e della tecnologia sottostante in tutto il panorama economico. Gli standard normativi dovrebbero mitigare i rischi di ribasso, promuovendo al contempo l'innovazione».

Il discorso fatto vale a livello generale: ovvia-

mente nel mondo ci sono stati che operano con un atteggiamento più costruttivo nei confronti di questo insieme di tecnologie e altri che, invece, adottano approcci più rigidi e contraddittori. Non sorprendentemente, il nostro Paese si posiziona nel secondo gruppo. Alcuni degli sviluppi recenti che si sono visti in Italia sono però comuni anche al resto d'Europa e non solo. Interessante, da questo punto di vista, appare quanto riportato da Ferdinando Ametrano: «Purtroppo i regolatori si stanno muovendo in modo contraddittorio. Da una parte, con Mica vengono definiti legalmente gli asset digitali e nell'ultima finanziaria viene inserita una revisione del quadro fiscale nei confronti di questi ultimi. Dall'altra parte, permane una forte moral suasion da parte delle autorità nei confronti delle banche affinché non offrano servizi dedicati alle crypto e nei confronti delle aziende di consulenza e revisione per fare sì che non accettino incarichi dalle società che operano con questa asset class. È invece interesse di tutti, specialmente per la tutela di risparmiatori e investitori, aiutare a fare emergere i soggetti più seri e trasparenti».

Questo duplice atteggiamento, senza volere fare psicologia spicciola, sembra in effetti privo di qualsiasi logica. In pratica sembra che il sistema finanziario tradizionale e i regolatori stiano tentando di inquadrare giuridicamente nella maniera adeguata il fenomeno, sperando però in cuor loro che esso imploda e sparisca da solo, magari con l'aiuto di qualche azione di disturbo.

## QUI PER RESTARE

Le varie crisi che si sono succedute, seguite da forti riprese, mostrano però che questa nuova classe di attivi non rappresenta (solo) una moda temporanea. A molti osservatori è capitato in passato di chiedersi quale fosse alla fin fine l'utilità di crypto, Nft e altri. Da questo punto di vista Ametrano fornisce un'analisi piuttosto precisa: «Il bitcoin ha un grande potenziale di diventare l'oro digitale. Questo strumento non funziona come un mezzo di pagamento per attività consumer di tutti i giorni. Esso, però, potrebbe configurarsi come un sistema per gestire in tempo reale grandi transazioni finanziarie internazionali. Dall'altra parte, sulla blockchain di ethereum è possibile creare smart contract che in una singola transazione trasferiscono il possesso di un bene digitale (smart asset)

contestualmente al suo pagamento in ether, il token nativo di ethereum. Si tratta di una novità assoluta: pensiamo, infatti, a una transazione di acquisto su Amazon e notiamo che la consegna del bene e il pagamento avvengono su due infrastrutture diverse, poco sincronizzate, con una discrepanza in termini di tempi. Ethereum permette di avere quel delivery-vs-payment che è l'ideale del commercio elettronico, bitcoin consente transazioni di valore sovranazionale senza intermediari e incensurabili».

Sicuramente, qualora si giungesse in tempi brevi alla fine del ciclo di rialzo dei tassi e, per via delle notizie preoccupanti provenienti dagli istituti di credito, le banche centrali tornassero a iniettare molta liquidità sui mercati, la tesi del bitcoin come nuovo oro troverebbe

un test interessante. Come nel caso dei metalli preziosi, infatti, la propria base di investitori ha dovuto gestire un indubbio e crescente svantaggio in termini di carry.

## BLOCKCHAIN CRESCE ANCORA

Uscire dalla fase pionieristica e mettersi nell'ottica di accettare la rivoluzione tecnologica in atto rappresenta un must anche per un altro motivo. Parliamo, infatti, della crescita esplosiva, ben al di là dei destini delle crypto, dei servizi basati su blockchain. In particolare, nell'ambito della finanza, **Roger Bayston**, head of digital assets di **Franklin Templeton** vede all'orizzonte una diffusione ininterrotta: «L'attività degli sviluppatori in queste tecnologie è molto intensa, rispetto ad altri ambienti di programmazione open-source. Inoltre, è costantemen-





**ROGER BAYSTON**  
head of digital assets  
Franklin Templeton



*Abbiamo stabilito il valore di lungo termine della tecnologia blockchain e il suo impatto sulle operazioni della gestione patrimoniale professionale. Prevediamo che questa tecnologia sarà fondamentale nel settore dei servizi finanziari, che utilizza volumi massicci di dati e registrazioni*



te aumentato l'inserimento degli asset digitali che alimentano gli aspetti economici di queste piattaforme di sviluppo nei portafogli degli investitori, insieme a beni quali azioni e investimenti correlati al credito nei mercati pubblici e privati. Abbiamo stabilito il valore di lungo termine della tecnologia blockchain e il suo impatto sulle operazioni della gestione patrimoniale professionale. Prevediamo che questa tecnologia sarà fondamentale nel settore dei servizi finanziari, che utilizza volumi massicci di dati e registrazioni. Con questa convinzione fondamentale, riteniamo che non vi saranno

limiti all'utilità di questa tecnologia in qualsiasi settore e impresa commerciale nell'intero pianeta».

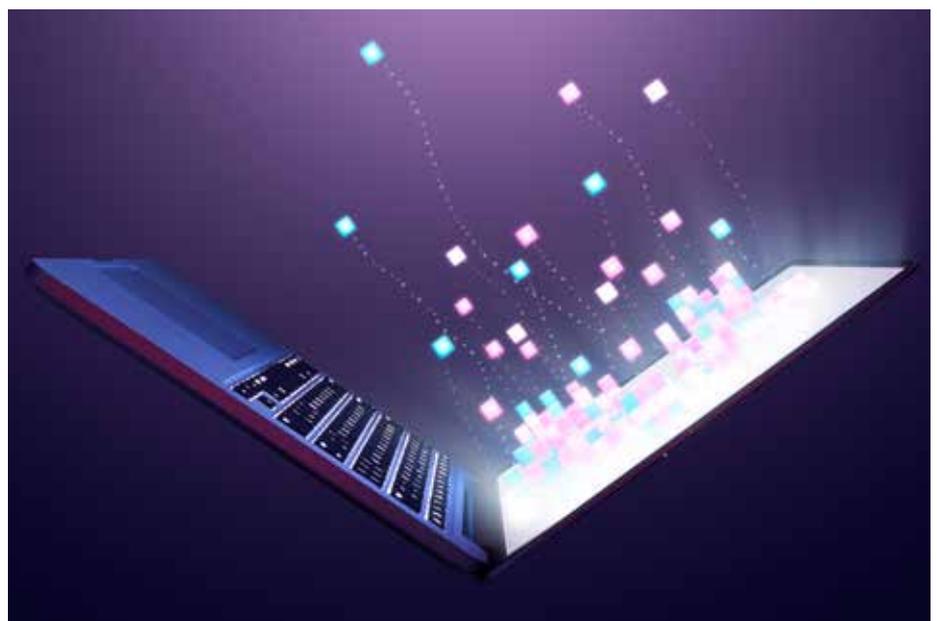
La rivoluzione portata dalla blockchain permette, infatti, di gestire e scambiare asset finanziari e reali con un grado di velocità e sicurezza come mai si è visto prima. Si sta in pratica andando incontro alla possibilità di creare alcuni mercati (primari e secondari) liquidi ed efficienti dove non esistevano o erano farraginosi, lenti e costosi. Un esempio, con qualche cifra significativa, dell'impatto di queste tecnologie, sia in ambito finanziario, sia societario, viene fornito da Patrick Lemmens di Robeco: «Al di là dei titoli di giornale, è in atto una rivoluzione silenziosa: start-up e aziende applicano la tecnologia blockchain per cambiare e migliorare il modo in cui fanno business. Tra gli esempi si possono citare Mgm, che ha connesso i contratti intelligenti ai biglietti dei concerti con vantaggi aggiuntivi, l'elaborazione da parte di JP Morgan di oltre 430 miliardi di dollari di transazioni repo infragiornaliere tokenizzate e Walmart, che ha tokenizzato la sua catena di approvvigionamento allo scopo di ridurre il tempo necessario a tracciare la provenienza di un determinato alimento da sette giorni a 2,2 secondi. Uno sviluppo interessante dal punto di vista degli investitori è rappresentato dalle potenziali sfide che Web3 sottopone agli attuali operatori storici del cloud computing e dello storage. Mentre aziende come Google, Amazon e Dropbox sono state leader nell'offerta di soluzioni cloud di prim'ordine, l'era di Web3 sta rendendo possibili questi

servizi a una frazione del prezzo e con un'efficienza e una flessibilità esponenzialmente maggiori».

## ENORMI INTERROGATIVI

Stiamo dunque andando incontro, grazie alla tokenizzazione, a una trasformazione dell'intelaiatura di tutto ciò che oggi chiamiamo finanza? La tentazione di rispondere affermativamente è forte, per le ragioni già esposte. Gli ambiti della creazione e dello scambio di prodotti finanziari sono fra quelli in cui la blockchain offre il maggiore valore aggiunto e i più evidenti vantaggi comparativi. Anche in questo caso, però, bisognerà fare un salto di mentalità quantico e andare incontro a una revisione quasi completa dell'approccio regolatorio. Per meglio esplicitare il concetto, è interessante un'affermazione piuttosto schietta di Ferdinando Ametrano di CheckSig: «Certamente la tokenizzazione degli asset rappresenta uno sviluppo potenzialmente esplosivo. Le autorità di tutto il mondo dovrebbero però abbandonare un modello, basato sulla centralizzazione (central clearing, central counterparty, ecc.), ormai radicatosi negli ultimi decenni. Sicuramente le resistenze verso un simile cambio di paradigma saranno molto forti».

La marcia degli asset digitali, dunque, appare per certi versi come una valanga inarrestabile, a rischio di deragliare, in parte per l'insipienza di certi protagonisti dell'industria, in parte per la voglia di tornare al business as usual di un sistema che fa fatica digerire cambiamenti tanto rapidi quanto profondi.



# FONDI&SICAV

conoscere per investire al meglio

## **ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER**



**per rimanere aggiornato  
sui trend del mercato e  
del mondo del risparmio gestito**

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

seguici



# I dati alternativi che producono davvero alfa

a cura di **Boris Secciani**

Con questa intervista ad **Andrea Casati**, principal data scientist responsabile del mercato financial services di **Bip xTech**, continua la collaborazione fra Fondi&Sicav e la maggiore società di consulenza italiana. Il gruppo ha costruito il più vasto team di data scientist nel nostro Paese, attivo su tutte le industry. In particolare, nel mondo dei financial services, fornisce servizi e soluzioni innovative basate su dati e intelligenza artificiale al comparto dell'asset management. In questo incontro l'attenzione è concentrata su applicazioni e potenzialità dei cosiddetti dataset alternativi.

**Si sente spesso parlare di dataset alternativi: che cosa si intende?**

«Nel perimetro di dati alternativi rientra qualsiasi tipo di informazione, tipicamente dataset voluminosi e destrutturati, che non faccia parte del tradizionale flusso di metriche finanziarie strutturate, quali prezzi e volumi derivanti dalla contrattazione sui mercati. Come discusso nell'articolo precedente in relazione alla

nostra collaborazione con Ematrend e la loro soluzione Hft Scanner, anche dati derivati con trasformazioni complesse da quelli tradizionali possono essere considerati dati alternativi. I principali hedge fund e investitori istituzionali, soprattutto oltre oceano, utilizzano da tempo queste informazioni per la generazione di alfa e per una migliore gestione del rischio. Ci sono molte aziende tecnologiche a livello mondiale che forniscono dati di questo tipo. Ad esempio, la start-up americana Quandl, a oggi Nasdaq Data Link, nacque nel 2013 e fu uno dei principali attori in quest'ambito. La stessa JP Morgan pubblicò nell'ormai lontano 2017 un report "Big Data and Ai Strategies" di quasi 300 pagine sull'utilizzo di dati alternativi per la creazione di strategie di investimento, con un'appendice che censiva centinaia e centinaia di fonti di dati alternativi».

**Quale può essere la loro utilità nell'alveo di una moderna gestione di portafoglio e perché sono rilevanti oggi?**



**ANDREA CASATI**  
principal data scientist responsabile  
del mercato financial services  
Bip xTech

«L'esigenza dei dati alternativi nasce dalla sempre più accesa competizione sui mercati finanziari e dalla costante ricerca di driver di investimento distintivi in ottica di ritorno e soprattutto di diversificazione. Le grandi case d'investimento tipicamente utilizzano qualsiasi informazione a disposizione, quantitativa o qualitativa, per generare sovraperformance o creare prodotti altamente decorrelati col mercato. I dati alternativi sono semplicemente un'altra preziosa fonte d'informazione, spesso altamente complessa, ma per questo motivo, anche una grande fonte di opportunità. Riguardo all'importanza dei dati, Peter Norvig, uno dei padri fondatori dell'intelligenza artificiale, si esprime dicendo: "More data beats clever algorithms, but better data beats more data". I dati alternativi rappresentano a oggi una delle fonti più importanti di innovazione e vantaggio competitivo per il settore dell'asset management. Il grande problema dei dati alternativi, finora, era lo storico ridotto: come sappiamo, lo sviluppo di modelli di intelligenza artificiale necessita di una quantità significativa di dati storici per potere creare modelli accurati e robusti. Oggi ci troviamo di fronte a uno scenario in cui i dati alternativi hanno raggiunto la maturazione in termini di qualità e presentano uno storico sufficientemente profondo per essere utilizzati proficuamente anche tramite modelli di Ai e con la possibilità di eseguire backtest significativi. Da non dimenticare, poi, i giganteschi passi in avanti fatti nello svi-



luppo di modelli di intelligenza artificiale negli ultimi anni, soprattutto in ambito testo, immagini e video».

### **Potrebbe fare qualche esempio concreto?**

«Periodicamente vengono pubblicati dati macroeconomici e aziendali spesso al centro dell'attenzione di tutta l'industry, ma che fotografano situazioni inevitabilmente invecchiate quando vengono pubblicati. Pensiamo a numeri come l'andamento del Pil, dell'inflazione o i report trimestrali sui risultati delle società. Accedere, invece, a una serie di informazioni più granulari e veloci, ad esempio giornalmente, sull'andamento dell'economia e delle vendite di un

settore rappresenta un valore aggiunto importantissimo per i gestori di portafoglio. Un'altra pratica molto innovativa è l'utilizzo delle immagini satellitari del traffico in determinati nodi di trasporto di grande importanza. Esse forniscono una fotografia in tempo reale dell'evoluzione dell'economia, con la quale si può stimare l'andamento dei flussi turistici, dei consumi di benzina e di altre grandezze. Un altro esempio in ambito retail, ma con dati meno complessi e costosi, è l'utilizzo del volume totale giornaliero di email di conferma d'acquisto nell'e-commerce per monitorare ed eventualmente predire l'andamento delle vendite e gestire di conseguenza il proprio posizionamento sul mercato. Recenti ricer-

che interne di Bip xTech dimostrano che è possibile anche predire l'andamento di alcuni Etf di settore a partire dalle transazioni di pagamento, delle quali ogni banca o sistema di pagamento dispone. Risultati ancora più accurati in questo ambito possono essere ottenuti grazie all'aggregazione di dati da più provider tramite Open Finance».

**Come si integrano i vostri servizi nell'attività di investimento della clientela istituzionale?**

«Il gruppo Bip supporta i clienti end-to-end con team e professionalità esperte di asset management, regolamentazione, finanza quantitativa, dati e intelligenza artificiale, ma anche altre tecnologie, come cloud, blockchain e internet-of-things. In alcuni casi, aiutiamo i nostri clienti a ideare, testare, sviluppare e portare sul mercato nuovi prodotti. In altre situazioni, invece, anche a causa dell'estrema importanza e del vantaggio competitivo che complesse strategie di investimento rappresentano per i nostri clienti, ci limitiamo a generare preziosi insight da dati alternativi tramite algoritmi di Ai, ovvero trasformare dati grezzi e destrutturati in dati strutturati a valore aggiunto. In questo caso, gli strumenti predittivi creati da Bip xTech vengono messi a disposizione dell'asset manager,

cui spetta ovviamente la decisione finale sulla loro incorporazione nella propria strategia e nel proprio processo decisionale di investimento. Il nostro obiettivo, infatti, non è prendere decisioni di acquisto e vendita al posto dei money manager, bensì fornire loro strumenti più potenti rispetto a quelli disponibili in passato per potere gestire in maniera ottimale il proprio portafoglio. Ci sono poi casi in cui supportiamo i clienti anche nel sourcing dei dati alternativi tramite le diverse partnership tecnologiche che abbiamo con diverse aziende nel settore».

**Potrebbe descrivere un caso di cliente al quale avete applicato queste tecniche?**

«Per diverse aziende, sia in ambito commodity trading, sia food & beverage, abbiamo sviluppato modelli Ai di predizione del raccolto di materie prime agro-alimentari, come grano, riso e nocciole. I modelli si basano su diversi dati, tra i quali il meteo dei grandi poli produttivi di queste commodity. Su base settimanale, i modelli predicono il raccolto dei prossimi tre mesi con un errore percentuale inferiore all'1%. Grazie a queste informazioni, i trading desk dell'azienda cliente sono in grado di ottimizzare le proprie decisioni di acquisto e vendita delle materie di base. Nel caso di clienti food &

beverage queste informazioni vengono anche utilizzate per ottimizzare la pianificazione della produzione dei prodotti e relativo pricing e marketing».

**Negli ultimi anni hanno guadagnato popolarità le tecniche che cercano di cogliere l'evoluzione del sentiment prevalente degli investitori in grado di influenzare l'andamento dei mercati; come vi state muovendo in questo ambito?**

«Avere a disposizione strumenti automatizzati di sentiment analysis è sicuramente di vitale importanza per una gestione moderna. Si parla di finanza comportamentale dagli inizi del 1900, quando George Charles Selden pubblicò "Psychology of the Stock Market". Seguirono poi diversi approfondimenti e pubblicazioni più o meno famosi, tra i quali i lavori di Kahneman e poi Shiller, che vinse il premio Nobel per l'economia nel 2013. L'utilizzo di Ai per estrapolare entità e sentiment associato nelle news e nei post social non è altro che l'automazione scalabile dei concetti alla base della finanza comportamentale stessa. Negli anni, abbiamo messo a punto diversi prodotti che permettono di monitorare sul web in modo non-supervisionato volume di menzione e



sentiment di entità quali titoli, settori, ma anche concetti emergenti. Questo approccio permette al gestore di analizzare una mole enorme di contenuti, difficilmente gestibili anche da un team di persone. Le notizie, inoltre, vengono raggruppate automaticamente per contenuto e per ogni cluster notiziario viene generato un riassunto automatico dei punti chiave personalizzato per ogni categoria di utenti in base agli argomenti di interesse. Ciò consente di reagire prontamente a eventi sui quali si ha esposizione, gestire al meglio portafogli o anche utilizzare queste informazioni per ideare nuovi prodotti di interesse per gli investitori. Rispetto ad anni fa, oggi questi tipi di applicazioni Ai sono notevolmente maturati e permettono di raggiungere accuratezze comparabili con il livello umano a fronte di complessità progettuali medio-basse. In Bip xTech abbiamo applicato queste tecniche in diversi casi, ottenendo interessanti risultati. Ad esempio, abbiamo creato strategie automatiche di investimento long/short su equity europee guidate da sentiment analysis. È interessante notare che i mercati reagiscono con crolli verticali a fronte di notizie negative e, invece, rispondono con una risalita di prezzi lenta e costante alle notizie positive. Abbiamo inoltre individuato che il volume di menzione nelle news è di per sé un indicatore molto importante, a prescindere dal sentiment associato».

### **Su quest'ultimo aspetto, quali fonti sono interessanti per voi?**

«Se pensiamo alla vita di tutti i giorni, Google rimane uno strumento chiave, un'autentica proxy, a livello globale, degli interessi e dei gusti della popolazione mondiale. Google trends è un prodotto di Google che fornisce le serie temporali sul volume di ricerca di specifiche frasi o parole chiave su Google. Il dato è normalizzato, per cui deve essere elaborato coerentemente, ma contiene sicuramente un valore informativo notevole e unico nel suo genere. Altre fonti che abbiamo utilizzato molto in passato sono stati i dati meteo, già discussi in precedenza. Oltre a questi, ci sono anche le informazioni destrutturate conte-



nute nelle centinaia di pagine dei report annuali/trimestrali delle aziende quotate o anche nelle pubblicazioni fatte. Dati di questo tipo possono essere molto utili nello scoring Esg delle aziende, ad esempio».

### **I servizi descritti permettono di avere a disposizione dati molto più granulari rispetto alle tradizionali fonti e una fotografia più accurata e ricca di dettagli di ciò che sta accadendo. È però possibile, secondo voi, riuscire a fare emergere con l’Ai l’evoluzione di fenomeni ancora sconosciuti?**

«Il chief risk officer di una grande banca internazionale ci ha fatto la stessa do-

manda qualche anno fa. L’obiettivo è individuare e monitorare temi futuri di potenziale interesse o rischio nel momento in cui emergeranno, senza averne una conoscenza pregressa: il monitoraggio dei famosi unknown unknowns. A oggi abbiamo già una soluzione di Ai per il monitoraggio di entità specifiche sul web. Proprio in questi mesi, invece, stiamo lavorando all’estensione di questo strumento in ottica unsupervised in modo che possa fare topic ed entity extraction in automatico di qualsiasi entità, anche quelle a oggi non esistenti e non note. A valle avremo poi un modulo di sentiment analysis e time series analysis che possano individuare nuovi trend, anomalie ed eventi rari».

# Dall'open banking all'open finance

**di Alessandro Faes**  
– Ricercatore Osservatorio  
Fintech & Insurtech

Il termine open banking, ancora oggi ampiamente usato in ambito business e giornalistico, è fin dall'origine strettamente correlato alle normative introdotte tra il 2015 e il 2020 nel Regno Unito e in Europa. Nel 2019, la Payment services directive 2 (Psd2) ha concluso il proprio iter ed è entrata in vigore nell'Unione Europea, Italia compresa, con l'obiettivo di regolare e migliorare il mercato dei servizi di pagamento. Tra le disposizioni più significative della Psd2, vi è l'obbligo imposto alle banche di condividere alcuni dati dei propri clienti, previo consenso degli stessi, con specifici fornitori di servizi di pagamento di terze parti. La direttiva ha definito la figura dei fornitori di servizi di pagamento terzi (third party provider) che possono accedere ai dati dei conti di pagamento dei clienti tramite l'utilizzo di Api (Application programming interface) e fornire loro servizi alternativi rispetto a quelli della banca quando ne facciano richiesta. In linea con le previsioni della normativa, l'open banking è diventato così sinonimo di apertura alla condivisione dei dati e servizi bancari tra le banche e attori

terzi. L'open banking mirava ad aprire le porte dell'industria bancaria a innovazioni esterne e a nuovi attori del mercato, aumentando la concorrenza e migliorando l'esperienza dell'utente.

L'impatto della Psd2 e dell'open banking nel settore bancario è stato significativo, anche al di là delle specifiche prescrizioni normative. Le banche tradizionali hanno iniziato a valutare strategicamente i dati dei propri clienti, un asset che veniva considerato a completa disposizione e spesso trascurato, e a considerare la collaborazione con attori terzi per migliorare i propri servizi e mantenere la fidelizzazione dei clienti. La direttiva ha "aperto", sia metaforicamente che letteralmente, notevoli opportunità in ambito finanziario per innovare, arrivando a fare parlare di open banking come di un sinonimo di open innovation, o innovazione aperta, nel mondo bancario.

## **UN CONCETTO LIMITATO**

Gli impatti e le strategie correlate hanno portato velocemente il mondo finanziario, tanto il mercato, quanto i regolatori e l'ac-



**ALESSANDRO FAES**  
**Ricercatore Osservatorio**  
**Fintech & Insurtech**

cademia, a considerare il concetto di open banking come limitato. Già nel 2019, l'Osservatorio fintech & insurtech aveva richiamato l'attenzione sulla necessità di evolvere il concetto verso l'open finance, per due motivi che oggi sono ancora più evidenti. In primo luogo, è emerso in modo chiaro e consolidato che per fare leva davvero sui dati e favorire l'innovazione non ci si può limitare ai dati bancari su conti e pagamenti. L'innovazione autentica e completa, che raggiunga gli obiettivi indicati della Psd2 e incorporati da una gran parte degli operatori finanziari, non può prescindere dalla creazione di modelli di business basati sullo scambio e sulla valorizzazione di tutti i dati. Ciò include i dati più vicini al mondo bancario, come quelli sui prestiti, ma anche altri legati al comparto delle assicurazioni o degli investimenti. La Commissione europea stessa, nella propria Digital finance strategy, ha identificato la necessità di potenziare la condivisione di diversi tipi di dati ai fini dell'apertura del settore finanziario nel complesso.

#### **NON SOLO BANCHE**

In secondo luogo, non si può parlare di innovazione davvero open limitandosi al settore bancario. Il paradigma dell'open innovation richiama l'urgenza di aprire il processo di disruption delle aziende a idee, flussi di informazioni e conoscenze provenienti da fonti esterne all'azienda e addirittura esterne al settore, in modo da migliorare il processo e i risultati del rinnovamento. Parlare di innovazione aperta nel solo mondo bancario, in altre parole di open banking, è quindi intrinsecamen-

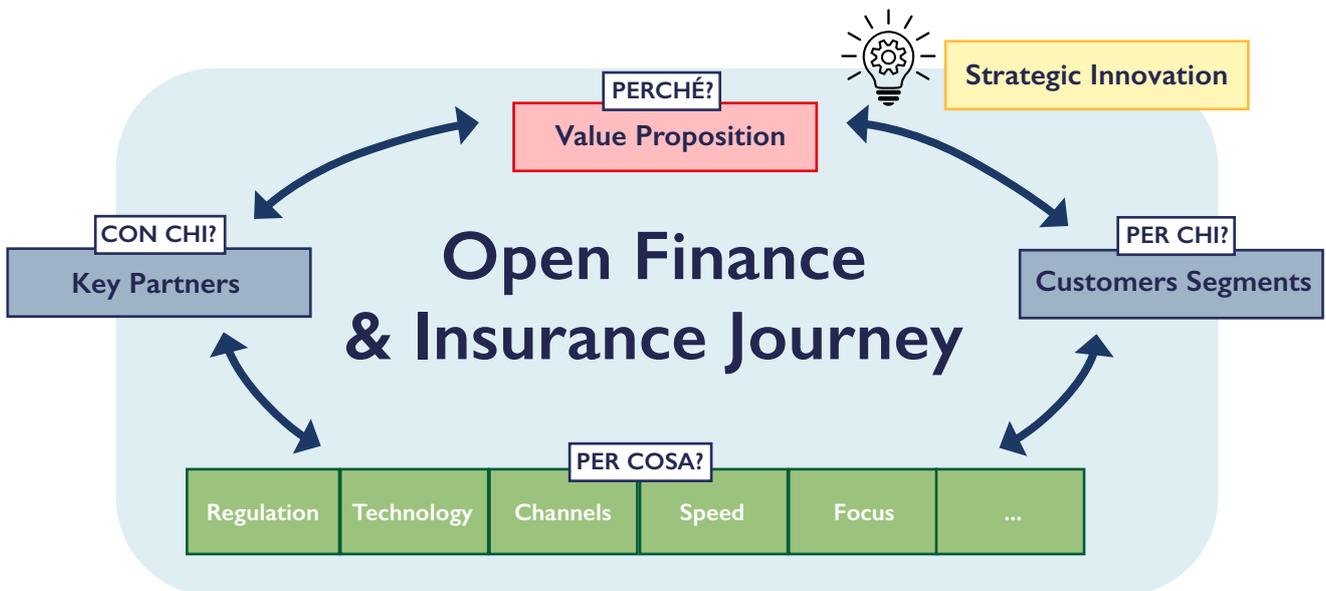


“ “ *Non si può parlare di innovazione davvero open limitandosi al settore bancario. Il paradigma dell'open innovation richiama l'urgenza di aprire il processo di disruption delle aziende a idee, flussi di informazioni e conoscenze provenienti da fonti esterne all'azienda e addirittura esterne al settore, in modo da migliorare il processo e i risultati del rinnovamento. Parlare di innovazione aperta nel solo mondo bancario, in altre parole di open banking, è quindi intrinsecamente limitato, specialmente nel momento in cui i confini stessi del settore bancario e finanziario stanno mutando e sfumando* ” ”

te limitato, specialmente nel momento in cui i confini stessi del settore bancario e finanziario stanno mutando e sfumando. L'open finance è un termine più ampio che si riferisce alla collaborazione aperta, basata sulla condivisione di dati e servizi finanziari, che coinvolge tutti gli attori del mondo finanziario e non solo. Interessa le banche certamente, ma anche attori finanziari come le assicurazioni, i gestori patrimoniali e le società di investimento, fino ad

arrivare alle big tech che stanno entrando nel mondo finanziario sfruttando le proprie basi di utenti e la loro esperienza nel settore tecnologico per offrire servizi finanziari innovativi e convenienti ai propri utenti.

Il passaggio dall'open banking all'open finance, che può sembrare un mero esercizio definitorio, in realtà sottolinea che l'intero mondo finanziario deve evolvere con decisione e apertura nell'approccio e nella pre-



Fonte: Copyright Osservatorio Fintech & Insurtech - Politecnico di Milano

parazione all'innovazione. Tutto ciò significa trovare e costruire una strada per arrivare a uno sviluppo sempre più concreto e innovativo dell'ecosistema fintech, che passa necessariamente dal fatto che tutti i player coinvolti sviluppino partnership e servizi congiunti, con l'obiettivo di valorizzare i dati e migliorare i servizi offerti agli end-user. Emerge quindi un tema chiave: l'open finance è un concetto molto più ampio di un prodotto, di un servizio o di una normativa. Può essere ricondotto a una journey, cioè un viaggio o percorso che consente di introdurre

l'open innovation in modo efficace in diversi operatori del mondo finanziario, a partire dalle banche ma anche da tutti gli operatori del mondo del credito, delle assicurazioni, degli investimenti. Un percorso in cui i dati e la loro gestione strategica assumono un ruolo pivotale. Un percorso fondamentale per potere competere nel nuovo mondo plasmato dai recenti cambiamenti, tecnologici e non.

#### LE PROSPETTIVE E GLI ATTORI

Le startup fintech & insurtech, da sempre legate all'open innovation e tra i primi operatori ad

avere lavorato all'open finance, anche prima della Psd2, sono tra i protagonisti di questo viaggio, in grado di accompagnare gli operatori tradizionali con collaborazioni per creare insieme valore aggiunto. Non è un caso che proprio il 2018, quando era ormai chiara la prossima entrata in vigore della direttiva Psd2, sia stato tra gli anni in cui è stato registrato il numero massimo di costituzioni di startup fintech (in base ai dati dell'Osservatorio ben 88 realtà innovative costituite nel solo 2018). Nel corso degli anni, il focus nei confronti dell'open finance e della valorizzazione dei



dati tramite la condivisione non sta peraltro scendendo. Le analisi del 2022 dell'Osservatorio hanno rilevato che le Api, la tecnologia al centro dell'open finance, sono utilizzate dal 74% delle realtà innovative italiane, in testa alla classifica delle tecnologie più utilizzate. La crescita continua degli investimenti nelle startup, che hanno raggiunto un totale di 3,7 miliardi di euro di funding dal 2009 a oggi, e il continuo puntare sulle partnership da parte degli operatori tradizionali sono chiari segnali dell'interesse dell'ecosistema nei confronti delle startup e dell'innovazione che rappresentano.

### GRANDI ESEMPI RECENTI

Le big tech rappresentano poi una sfida continua per le realtà finanziarie più tradizionali, viste sia come possibili competitor, sia come alleati. Tra gli esempi più recenti, Apple ha recentemente lanciato il proprio servizio "buy now, pay later" negli Stati Uniti, permettendo agli utenti l'opzione di dilazionare i pagamenti in più rate senza interessi. Twitter ha invece recentemente avviato le procedure per richiedere alle autorità le licenze per introdurre all'interno della propria piattaforma la possibilità di effettuare pagamenti, iniziando le operazioni per renderla una "everything app" in grado di offrire la possibilità di svolgere tutte le operazioni per l'uso quotidiano. Ma al di là degli esempi più recenti, in questo ambito l'Osservatorio ha mappato aziende di oltre 12 settori e industrie diverse che hanno introdotto servizi finanziari, in partnership con istituti finanziari o talvolta in autonomia. Esaminando esempi italiani troviamo sistemi di pagamento innovativi proposti da utility, assicurazioni viaggio offerte da attori del settore travel, così come prestiti innovativi e carte di pagamenti nel settore retail ed e-commerce. D'altra parte, è emerso anche in un precedente articolo quanto l'embedded finance e l'embedded insurance siano tra i principali trend del momento, e attirino una raccolta di investimenti rilevante. Sempre più player appartenenti a diversi settori integrano prodotti e servizi finanziari e assicurativi all'interno della user experience del proprio cliente, ottenendo interesse positivo da parte dei clienti. I dati del nostro Osservatorio evidenziano che in Italia il 45% dei consumatori prenderebbe in seria considerazione la possibilità di sottoscrivere un'assicurazione di viaggio al momento dell'acquisto di una vacanza, e ben

“ Le big tech rappresentano una sfida continua per le realtà finanziarie più tradizionali, viste sia come possibili competitor, sia come alleati. Tra gli esempi più recenti, Apple ha recentemente lanciato il proprio servizio "buy now pay later" negli Stati Uniti, permettendo agli utenti l'opzione di dilazionare i pagamenti in più rate senza interessi. Twitter ha invece recentemente avviato le procedure per richiedere alle autorità le licenze per introdurre all'interno della propria piattaforma la possibilità di effettuare pagamenti ”



il 65% valterebbe almeno un'offerta di embedded insurance. Restano pochissimi, invece, almeno per ora, i clienti italiani che prenderebbero in considerazione offerte embedded per gestire i propri risparmi (solo il 22% ne valterebbe almeno una), sintomo di un segmento in cui la fiducia del consumatore va ancora agli operatori più solidi.

Per quanto l'embedded finance e insurance non siano di per sé sinonimi di open finance, rientrano certamente nel paradigma quando nascono dalla collaborazione tra attori diversi e coinvolgono una strategia sulla gestione, condivisione e valorizzazione dei dati dei clienti.

### UNA GRANDE SFIDA

Tra le sfide più grandi per l'implementazione dell'open finance resta, in sintesi, quella di convincere il consumatore finale dell'opportunità di condividere i propri dati, mostrando che si tratta di un passo necessario per

ottenere servizi sempre migliori. E almeno in questa azione il mondo degli investimenti, pur non toccato da normative come la Psd2, ha ampie prospettive di sviluppo. Se l'idea di rivolgersi ad attori non finanziari per gestire propri risparmi resta per il cliente poco attrattiva, molto più interessante è la disposizione a condividere dati sugli investimenti, che il cliente non distingue in modo rilevante da quelli di pagamento. Così come il 56% dei consumatori sarebbe disposto a condividere dati su conto e pagamenti in ottica Psd2, sulla carta ben il 52% dei consumatori sarebbe disposto a permettere alla propria banca di condividere dati sul proprio portafoglio di investimenti con altri operatori come aggregatori di conti o di app specializzate. La differenza è ancora minore se il dato deve circolare nel solo mondo degli attori tradizionali: se il 60% farebbe condividere i propri dati di conto e pagamento con altre banche, il 59% farebbe lo stesso con i propri investimenti.

# Rendimenti che mancavano da un decennio

a cura di **Pinuccia Parini**

### **Qual è il vostro approccio all'investimento nell'universo Hy?**

«Dipende dalla tipologia del fondo, se è un-constrained o se c'è un benchmark di riferimento. Al momento, degli oltre 2 miliardi di dollari investiti nell'universo Hy, due terzi sono target maturity fund, gestiti con un approccio bottom-up, basato completamente sui fondamentali, mentre la parte rimanente è in prodotti total return, income fund e tematici. Attraverso i target maturity fund, investiamo in titoli che portiamo a scadenza, con diverso vintage. La duration media dipende dalla maturity e dal vintage del portafoglio. Una caratteristica che vorrei sottolineare, che ci distingue dalla concorrenza, è il fatto che questi prodotti sono soluzioni globali e, in quanto tali, comprendono anche i mercati emergenti, in cui si investe attraverso le emissioni hard currency. L'esposizione valutaria è completamente hedged in euro. Inoltre, nei fondi non sono presenti strumenti quali il debito ibrido (Contingent Convertibles o CoCo), quello privato e quello strutturato. Si tratta quindi di una strategia molto chiara, immediata, ben diversificata, visto che il portafoglio è solitamente costituito da almeno 100 emittenti, con un'esposizione massima per ciascuno dell'1,5%».

### **Come valuta questa asset class dopo il recente recupero? Ritiene che gli spread siano ancora interessanti?**

«Se si guarda allo spread, attualmente la media tra Europa e Stati Uniti è di 450 punti base, in linea con quella degli ultimi 10 anni, e non ha nulla a che vedere con i valori registrati durante la pandemia. Tuttavia, gli yield sono molto interessanti e a livelli che, nel caso dell'Europa, non si vedevano da un decennio che è stato caratterizzato da politiche monetarie ultraespansive. Oggi la media dei rendimenti è intorno al 7,5% e anche le cedole risultano attraenti. Sul mercato primario, per emissioni BB, il coupon è intorno all'8%, rapportato al 2,5% che si era avuto nei precedenti cinque anni per gli stessi emittenti, mentre per quelli con rating B è addirittura salito a doppia cifra. I livelli indicati sono da intendere come una media tra il mercato dell'Eurozona e quello americano, espressi in euro».

### **Quali sono le dinamiche sul mercato primario?**

«I costi di finanziamento sono cambiati molto nell'anno trascorso, visto l'aumento dei tassi. Le dinamiche mostrate sono, di conseguenza, diverse rispetto a quelle registrate nei cinque



**AKRAM GHARBI**  
head of high yield credit  
La Française Asset Management

anni precedenti, soprattutto in Europa, dove l'attività sul mercato primario è diminuita, mentre negli Stati Uniti mostra maggiore vivacità. Ciononostante, va sottolineato che gli emittenti di entrambe le aree geografiche hanno sufficiente liquidità a disposizione e, di conseguenza, non hanno la necessità di accedere di corsa al primario e le emissioni in scadenza sono relativamente contenute. Si stima che nel periodo 2023-2024 meno dell'8% degli emittenti americani abbia debito Hy in scadenza, rispetto al 17% in Europa. Tuttavia, le società del Vecchio continente mostrano di essere in buona salute, con cash a disposizione, e, avendo un rating BB, hanno diverse opzioni per potersi rifinanziare oltre al mercato del credito».

### **Non la preoccupa la politica restrittiva da parte delle banche centrali e la possibilità di nuovi rialzi?**

«Direi che il mercato sta già scontando tutto ciò. Prima del recente default di Svb negli Stati Uniti, il mercato si aspettava un tasso terminale del 4% e del 5,75% in Europa e negli Stati Uniti. Da allora, la situazione è cambiata molto e il mercato ha rivisto al ribasso le proprie aspettative. Certamente, un costo del denaro più elevato creerà problemi ad alcune imprese, che potrebbero usare altri canali per finanziarsi, ma non credo che allontanerà gli investitori dalle società con buoni fondamentali. Ciò che è cambiato rispetto ai 10 anni passati, durante i quali si era alla disperata ricerca del rendimento, a volte a scapito della qualità, è l'inclinazione degli investitori, che sono diventati molto più selettivi e più propensi a considerare società con un buon modello di business e finanziariamente in salute, a scapito delle cosiddette



“zombie company”. Le banche centrali hanno iniziato un processo di deleveraging dei loro bilanci che richiederà del tempo e anche il mercato dovrà adattarsi a questa nuova fase, non priva di volatilità. Il vero rischio è che gli istituti centrali, nelle loro decisioni, rincorrono i dati ed eccedano in questo ciclo di rialzi, perché una stretta eccessiva potrebbe avere effetti negativi sull'attività economica e causare anche una recessione severa. Noi ci attendiamo un'inflazione in discesa per quest'anno, grazie agli effetti della stretta monetaria in corso, e pensiamo che questa tendenza si stia già manifestando».

### **Se ci fosse una recessione, ritiene che si potrebbe assistere a un aumento significativo dei fallimenti o pensa che le società siano in condizioni tali da poterla superare?**

«Secondo il nostro scenario di base, non ci aspettiamo una recessione, soprattutto negli Usa, ma un soft landing dell'economia. La situazione potrebbe mutare se, come accennato in precedenza, ci dovesse essere un rialzo eccessivo dei tassi. Ci attendiamo che il default rate per il 2023-2024 passi al 4% dal 2% attuale, a meno che non ci sia un forte deterioramento della situazione. Se si verificasse una profonda recessione, causata dagli errori di valutazione da parte delle banche centrali, allora l'accesso al mercato potrebbe diventare più difficoltoso per alcune società e il tasso di fallimento rischierebbe di salire al 5-6% o, addirittura, al 7%. In termini di rischio, non siamo preoccupati per il mercato Hy, data la sua composizione che vede una forte presenza di emittenti BB

(73% in Europa e 56-60% negli Usa). Invece, vediamo diverse criticità per il mercato dei leveraged loan, che sono prestiti a tasso variabile e con la presenza di emittenti CCC, il cui numero è aumentato nei cinque anni passati».

### **Dove vede opportunità da cogliere nel mercato?**

«Poiché la curva dei rendimenti è piatta, investiamo nelle scadenze tra i tre e i cinque anni, perché non riteniamo necessario accollarci alcun rischio legato alla duration. In termini geografici, preferiamo le economie avanzate e il nostro focus è in Usa ed Europa. In termini relativi, non riteniamo che il valore presente nell'area emergente sia tale da risultare appetibile. Siamo cauti in America Latina per i rischi politici e per l'eccessiva esposizione degli emittenti al mercato delle materie prime (circa l'80%). Non abbiamo esposizione in Cemea, mentre in Asia guardiamo alle opportunità che possono emergere grazie all'apertura della Cina. Per quanto riguarda i settori, invece, evitiamo quelli ciclici e più sensibili ai tassi d'interesse, come l'immobiliare, soprattutto in Europa (Germania, Europa del Nord e Francia), e i consumi. Siamo invece positivi per il comparto dei servizi, delle telecomunicazioni, della sanità e dell'alimentare, sempre concentrandoci su aziende di qualità e con buoni bilanci. Per quanto riguarda il settore finanziario, riconosciamo il miglioramento del profilo di credito che il comparto ha registrato negli ultimi anni, soprattutto in Europa con la sensibile riduzione degli Npl, ma preferiamo rimanere concentrati sugli emittenti best in class».

# Contesto macro più favorevole in Europa

a cura di Emanuela Zini

Con il picco dell'inflazione molto probabilmente alle spalle, i mercati finanziari si stanno interrogando sulle implicazioni di una possibile recessione. Il sentiment degli investitori è che potremo registrare i primi sentori di decrescita durante questo primo semestre dell'anno, probabilmente più pronunciati in Europa che negli Stati Uniti, mentre ci sono maggiori incertezze, sia sull'intensità, sia sulla durata, di questo periodo recessivo. Ma come gestire tale fase e le implicazioni sull'asset class del credito? A rispondere è **Stanislas de Bailliencourt**, head of investment management di **Sycomore Am**, boutique parte dell'ecosistema di Generali Investments, e gestore del fondo **Sycomore Selection Credit**.

**Negli ultimi mesi, tra difficoltà di approvvigionamento e prezzi record, sembrava probabile lo scenario di una dura crisi energetica. Oggi queste preoccupazioni sono scomparse; tuttavia, la crisi che ha colpito diversi istituti bancari negli Stati Uniti e in Europa ha creato uno shock e nuove aree di preoccupazione. Quale contesto macroeconomico si prospetta?**

«Le misure messe in atto a livello europeo per fare fronte alle difficoltà nell'approvvigionamento energetico e le temperature miti di questo inverno hanno evitato che lo scenario peggiorasse troppo. Allo stesso tempo, grazie al calo dei prezzi dell'energia e alla normalizzazione delle catene di approvvigionamento, l'inflazione ha iniziato a rallentare dall'inizio di novembre. Il contesto macroeconomico è molto più favorevole rispetto a sei mesi fa: le riserve di gas sono ben al di sopra dei livelli normali, il mercato del lavoro è più forte del previsto e la spesa dei consumatori è rimasta resiliente. Tuttavia, l'aumento dei tassi e la crisi che sta attualmente investendo diversi segmenti del settore bancario stanno influenzando negativamente lo scenario. Nonostante il rapido intervento pubblico, al momento i livelli di stress rimangono elevati».

**Quali sono le vostre aspettative per i prossimi mesi, in particolare guardando alle mosse delle banche centrali?**

«La situazione attuale e il suo impatto sulla crescita impediranno alle banche centrali di alzare ulteriormente i tassi in modo significativo. Riteniamo che il ciclo di aumenti sia terminato, o quasi, sia negli Stati Uniti,



**STANISLAS DE BAILLIENCOURT**  
head of investment management  
**Sycomore Am**  
gestore del fondo  
**Sycomore Selection Credit**

sia in Europa. L'inflazione rimarrà elevata, in particolare i valori di quella core in Europa. Ciò incoraggerà la Bce a mantenere i tassi al livello attuale per un periodo prolungato, almeno per alcuni trimestri. La crescita sarà inferiore in Europa nel 2024 e potremmo anche osservare alcuni mesi di crescita negativa negli Stati Uniti alla fine del 2023».

**Quali ripercussioni potrebbe avere sul comparto del credito la recente crisi che ha colpito le istituzioni finanziarie?**

«Lo stress generato dalla situazione nelle banche regionali statunitensi e l'acquisizione d'emergenza di Credit Suisse da parte di Ubs hanno fatto aumentare sensibilmente gli spread creditizi. Negli Stati Uniti, è probabile che le più difficili capacità di ottenere un prestito da parte di diverse piccole e medie imprese e dei privati abbiano un impatto negativo sulla crescita. Prevediamo che i costi di indebitamento e gli spread creditizi rimarranno elevati in questo contesto».

**Quali sono le prospettive per il credito nei segmenti investment grade e high yield?**

«In Europa, i tassi più elevati e gli spread creditizi hanno spinto i rendimenti delle obbligazioni societarie in un territorio interessante. In Sycomore Asset Management, le nostre strategie a reddito fisso si concentrano sulle singole società e hanno un'esposizione molto bassa al settore bancario e assicurativo. Al momento, riteniamo che il segmento crossover, che comprende obbligazioni con rating BBB e BB,



offre un valore interessante, in quanto non è più necessario selezionare obbligazioni a lunga durata per ottenere rendimenti più elevati».

**Nell'ambito del vostro approccio, selezionate i bond emessi da società europee sulla base di precisi standard Esg. Come si inserisce questa filosofia di investimento nel quadro che è stato delineato precedentemente?**

«Il nostro solido processo di investimento, compresa la valutazione dei fondamentali finanziari e l'integrazione dei fattori Esg, che consentono un'analisi a 360° delle aziende, combinata con oltre 10 anni di esperienza negli investimenti creditizi Esg, ha favorito un approccio particolarmente selettivo e consapevole del rischio. Per noi, la considerazione dei rischi extra-finanziari è essenziale quando si costruisce una visione completa sulla qualità di un emittente».

**Come applicate questo approccio nella selezione degli emittenti in Sycomore Am?**

«Riteniamo che, oltre al processo di screening, l'analisi extra-finanziaria debba basarsi

su metodologie collaudate che consentano al gestore del fondo di misurare gli impatti sociali e ambientali, sia positivi, sia negativi, che un emittente può generare per i suoi stakeholder. In Sycomore Am abbiamo sviluppato due metodologie: il "Net environmental contribution", in collaborazione con I care, e il "Societal contribution". Questi indicatori misurano i contributi ambientali e/o sociali dei prodotti e servizi di un'azienda su una scala che va da -100% a +100%, dove lo 0% rappresenta il livello medio dell'economia globale.

**In quali settori giudicate che ci siano le migliori opportunità per i prossimi mesi?**

«Riteniamo che il segmento crossover dovrebbe registrare buone performance nei prossimi mesi, in particolare le obbligazioni di media duration (da due a cinque anni) che soddisfano i nostri vincoli Esg. I servizi industriali offrono opportunità interessanti, così come alcune società più cicliche nell'auto. Rimaniamo molto cauti per quanto riguarda il settore finanziario. Attualmente, la nostra esposizione verso banche e assicurazioni è inferiore rispettivamente all'1% e al 5%».

# Una crescita del 38,1% annuo fino al 2030

a cura di **Paolo Andrea Gemelli, Aiaig**  
- Associazione Italiana Analisti di Intelligence e Geopolitica

- La dimensione globale del mercato dell'intelligenza artificiale (Ai) è stata stimata a 119,78 miliardi di dollari nel 2022 e si prevede che raggiungerà 1.591,03 miliardi entro il 2030 con un Cagr del 38,1% dal 2022 al 2030.

- Si stima che il mercato Asia-Pacifico crescerà al più alto Cagr del 42% dal 2022 al 2030.

- Sulla base della tecnologia, il segmento del deep learning ha conquistato una quota di mercato del 39% nel 2022.

- Per soluzione, il comparto software ha rappresentato oltre il 41% del totale nel 2022.

- Per utente finale, il settore pubblicità e media è arrivato al 22% del mercato nel 2022.

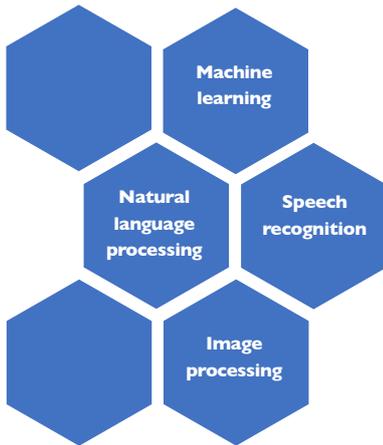
- Il Nord America costituiva una quota di mercato del 43% nel 2022.

L'intelligenza artificiale (Ai) è uno strumento potente, non privo di contraddizioni, ma che, attualmente, è anche sorprendentemente limitato. Mentre ha il potenziale per migliorare l'esistenza di molte persone, allo stesso tempo minaccia di approfondire le divisioni sociali e di mettere a rischio milioni di posti di lavoro. Analoghe dinamiche possono essere riscontrate anche nel contesto internazionale, dove l'Ai ha il potenziale per approfondire, sia le divisioni interne, sia tra i paesi stessi, in conseguenza della distribuzione dei relativi vantaggi e del know-how. Secondo un rapporto pubblicato da PwC, è probabile che il Nord America e la Cina assorbiranno il 70% dell'impatto economico globale dell'Ai, mentre il restante 30% riguarderà gli altri paesi sviluppati in Europa e Asia.

#### UN RUOLO SIGNIFICATIVO

In un contesto altamente competitivo come quello attuale, la concorrenza comporta non solo battaglie per l'acquisizione di talenti e di infrastrutture informatiche, ma anche per l'accesso e il controllo dei dati. Un secondo aspetto rilevante in ambito geopolitico riguarda il ruolo che la tecnologia può svolgere, sia involontariamente, sia intenzionalmente,

**GRAFICO 1 - SEGMENTAZIONE DEL MERCATO DELL'AI PER SETTORE TECNOLOGICO**



dati: Aiaig

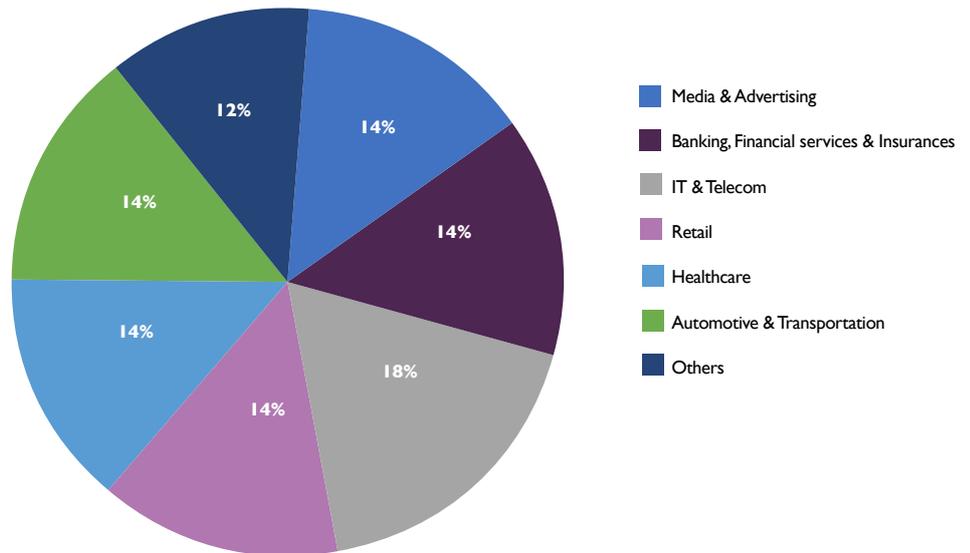
nell'esacerbare le divisioni politiche e polarizzare le società. C'è una crescente consapevolezza dei modi in cui i social media possono contribuire alla polarizzazione e, in questo senso, gli algoritmi di raccomandazione guidati dall'intelligenza artificiale svolgono un ruolo significativo. Oltre ad avere il potenziale per trattenere gli utenti intrappolati all'interno di bolle di contenuti che corrispondono alla loro visione del mondo, questi sistemi sono in grado di spingere attivamente gli utenti verso contenuti più estremi.

Le attuali capacità espresse dall'AI sono molto al di sotto della vera intelligenza. Nella maggior parte dei casi, oggi, si tratta di una qualche forma di apprendimento automatico, che funziona cercando schemi in esempi del mondo reale o utilizzando grossi data-set. Quando viene implementato, un sistema di apprendimento automatico utilizza i modelli identificati nei dati di addestramento per prevedere o prendere decisioni. Sebbene possa essere più veloce di un essere umano e migliore nell'ottimizzazione, può apprendere solo un'attività specifica. Se la situazione cambia e non corrisponde più ai dati di addestramento, l'algoritmo deve essere riaddestrato. Non è, cioè, in grado di sviluppare concetti generali capaci di portare da una situazione all'altra, che è un elemento chiave di "intelligenza generale artificiale", che attualmente tuttavia non esiste.

### PROSPETTIVE DI CRESCITA

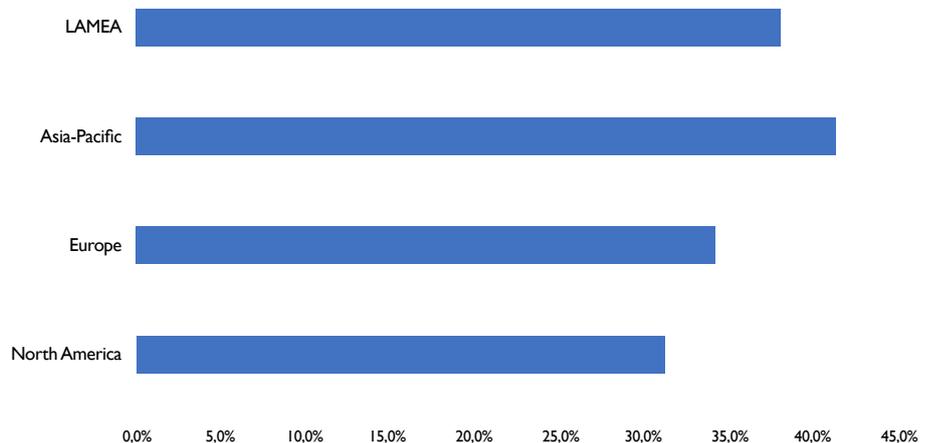
La rapida penetrazione delle tecnologie digitali e di Internet ha contribuito in modo significativo alla crescita del mer-

**GRAFICO 2 - SUDDIVISIONE DEL MERCATO PER SETTORI INDUSTRIALI**



dati: PwC, elaborazione Aiaig

**GRAFICO 3 - CAGR % 2019-26**



dati: PwC, elaborazione Aiaig

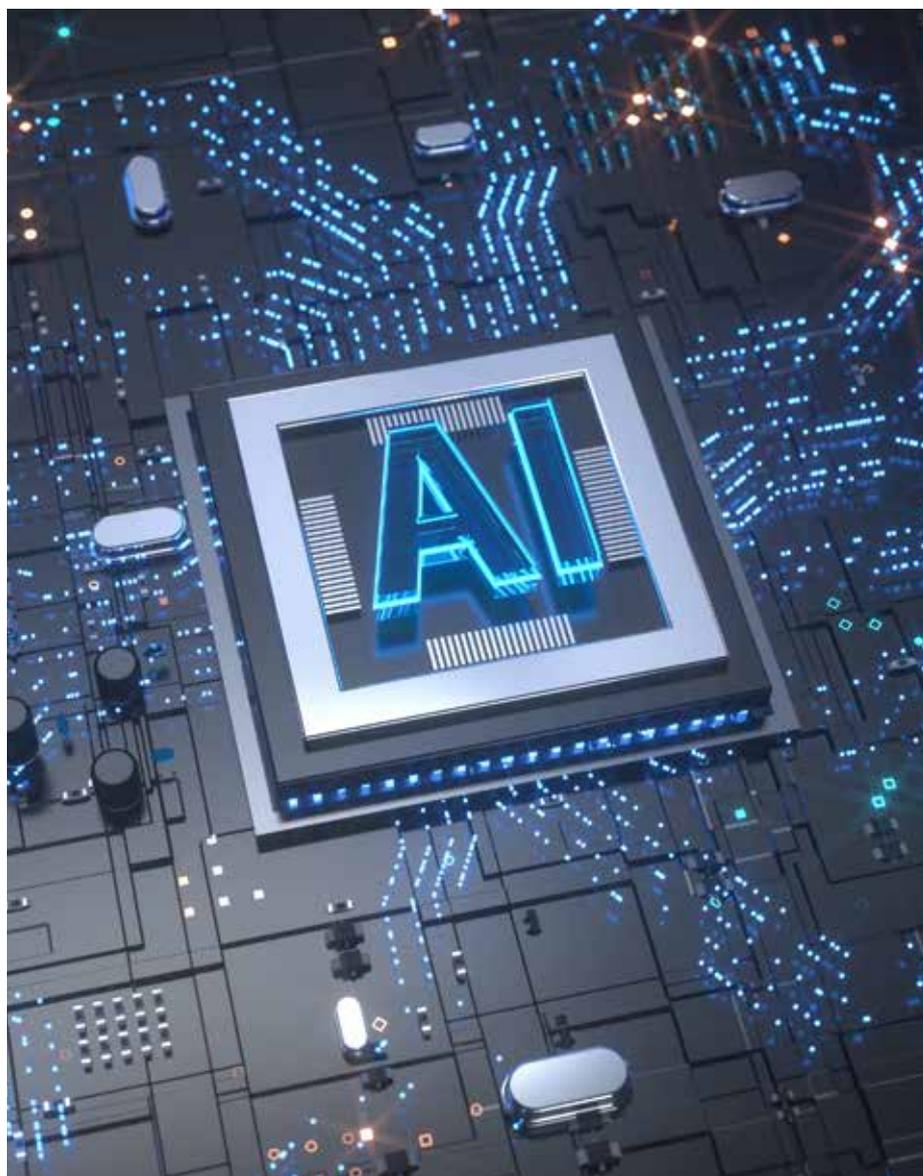


cato globale dell'intelligenza artificiale negli ultimi anni. I pesanti investimenti dei giganti della tecnologia nella ricerca e nello sviluppo alimentano continuamente i progressi tecnologici in vari settori. Si prevede che la crescente domanda di tecnologia artificiale tra i vari settori verticali di utilizzo finale, come l'auto, la sanità, le banche e la finanza, il manifatturiero, l'alimentare e le bevande, la logistica e la vendita al dettaglio guiderà in modo significativo la crescita del mercato globale dell'intelligenza artificiale nei prossimi anni.

La crescente popolarità di vari dispositivi medici salvavita e la funzione di guida autonoma nei nuovi veicoli elettrici stanno favorendo in modo significativo lo sviluppo del settore dell'intelligenza artificiale in tutto il mondo, così come lo spostamento dell'attenzione mondiale verso la digitalizzazione. I principali player tecnologici globali come Google, Microsoft, Ibm, Amazon e Apple stanno aumentando i loro investimenti nell'aggiornamento e nello sviluppo di varie applicazioni dell'AI e si prevede che i crescenti sforzi per migliorare l'accesso a questa tecnologia favoriranno la crescita del mercato globale.

Si stima che il mercato dell'intelligenza artificiale assisterà a una crescita significativa nel settore Bfsi (banking, financial services and insurances) a causa delle applicazioni di data mining. È infatti in atto un aumento nell'adozione di soluzioni di intelligenza artificiale nell'analisi dei dati, nel rilevamento delle frodi, nella sicurezza informatica e nei sistemi di database. Un ulteriore stimolo allo sviluppo del mercato è rappresentato dalla crescita di servizi basati su cloud.

Gli attuali strumenti di intelligenza artificiale, infatti, forniscono al cloud computing un valore innovativo e ampliato: ciò si è dimostrato rilevante anche per l'implementazione di nuove tecnologie. Il cloud AI consente la convergenza di due tecnologie, hardware AI e software AI. Il cloud computing e l'intelligenza artificiale vengono dunque combinati in un sistema ibrido con il quale le aziende possono così accedere all'intelligenza artificiale tramite cloud mediante sistemi di AI software-as-a-service.



## LA SPINTA DEI GOVERNI

Le iniziative governative favorevoli dovrebbero rappresentare un ulteriore elemento positivo per la crescita del settore. Nel 2020, ad esempio, il governo indiano ha aumentato la spesa per Digital India a 477 milioni di dollari per potenziare AI, IoT, big data, sicurezza informatica, machine learning e robotica. Anche il Canada ha dichiarato che sta investendo in imprese e tecnologie innovative: l'Agenzia federale per lo sviluppo economico per l'Ontario meridionale, FedDev Ontario, ha annunciato un investimento di oltre 5,7 milioni di dollari per la società di intelligenza artificiale (AI) Canvass Analytics Inc. (Canvass AI).

Nell'ambito dei singoli settori industriali si prevede che il settore sanitario be-

neficerà in modo rilevante delle nuove tecnologie, grazie anche alla crescente richiesta di informatizzazione dei dati, di medicina personalizzata e di aumentata necessità di riduzione delle spese di assistenza.

In questo contesto, gli algoritmi di intelligenza artificiale vengono ampiamente adottati e integrati nei sistemi sanitari per favorire la diagnosi precoce di patologie sulla base di ampi data set sanitari. La crescente penetrazione delle tecnologie AI nelle applicazioni sanitarie ha quindi portato i principali player a concentrarsi sull'innovazione dei prodotti e sulle collaborazioni tecnologiche per espandere il proprio portafoglio di prodotti e soddisfare le crescenti richieste specialmente durante la pandemia di Covid-19.

### IL MERCATO DEGLI ETF SECONDO FRANKLIN TEMPLETON

# Ancora tanta crescita davanti

a cura di **Pinuccia Parini**

Alla fine del 2022, l'industria globale degli Etf ha registrato il suo 43° mese di raccolta positiva consecutivo, il secondo migliore di sempre, raggiungendo un patrimonio globale di 9.230 miliardi di dollari e facendo segnare un tasso annuo di crescita composto del 16,8%. In termini di aree geografiche, svettano gli Stati Uniti, dove il mercato degli Etf ha iniziato a svilupparsi dal 1998. Qui il patrimonio raggiunto è di 6.510 miliardi, con 3092 prodotti e una raccolta netta nel 2022 di 607 miliardi. In Europa, il mercato è dimensionalmente più piccolo, perché è iniziato solo nel 2000, con un patrimonio complessivo di 1.420 miliardi di dollari, con 2.937 prodotti e una raccolta netta di 89 miliardi lo scorso anno.

#### NUOVA FASE DI CRESCITA

Dalla loro introduzione nel 1993, gli exchange traded fund sono diventati una delle innovazioni di prodotto più popolari, dirompenti e ampiamente discusse nel wealth management. Un rapporto di PwC, "Etf 2026: The next big leap", ha esplorato le ultime tendenze dei mercati Etf globali e regionali e i temi che si prevede guideranno la crescita di questi strumenti nei prossimi cinque anni. Lo studio ha identificato la nuova fase di crescita e di innovazione del prodotto nelle strategie attive, negli Etf cripto, nei prodotti incentrati su ambiente, società e governance (Esg) e nell'espansione in nuovi mercati e piattaforme di distribuzione online. Sempre secondo PwC, il prossimo grande

balzo di questo comparto comporterà anche un aumento della concorrenza, della complessità e un continuo controllo normativo. I vincitori saranno coloro che innoveranno, si differenzieranno e otterranno rendimenti eccellenti, mantenendo la trasparenza, le strutture delle commissioni e le altre attrattive fondamentali degli Etf. In base al sondaggio fatto dalla società di consulenza, i financial advisor, le piattaforme online e gli investitori retail saranno i primi tre segmenti a guidare la domanda globale di Etf nei prossimi cinque anni. Dopo molti anni passati nell'ombra degli Etf azionari, quelli obbligazionari sono considerati oggi una delle migliori opportunità di crescita, in particolare in Europa. Nello studio di PwC si stima che le masse gestite in Etf supereranno 20 trilioni di dollari entro il 2026, un'espansione che è equivalente a una crescita annua composta del 17%.

#### I SETTORI PIÙ PROMETTENTI

La crescita sostenuta di questa industria è stata tale da fare sorgere, in alcuni casi, la domanda se il mercato sia prossimo a diventare saturo. **Demis Todeschini**, senior Etf sales specialist per l'Italia di **Franklin Templeton**, sostiene che a fronte di «ben 30 mila fondi di investimento, il numero di Etf presente sul mercato è esiguo e ci sono ancora ampi spazi per ulteriori e importanti sviluppi». In particolare, nell'ultimo periodo si è visto un forte interesse per gli Etf legati agli Esg e per



**DEMIS TODESCHINI**  
senior Etf sales  
specialist per l'Italia  
Franklin Templeton

quelli tematici, anche se le potenzialità per il segmento fixed income, che pesa il 30% all'interno di tutto l'universo Etf, è visto in aumento. Ancora piccolo, in termini di dimensioni, è l'ambito degli Etf attivi, anche se potrebbe promettere sviluppi futuri.

#### IL MERCATO ITALIANO

In Italia il patrimonio in Etf è di 108,2 miliardi di dollari, con 1.440 prodotti dal 2002 e, lo scorso anno, la raccolta netta è stata di 1,1 miliardi di dollari. «L'Italia è cresciuta in linea con l'Europa, con un fortissimo contributo derivante dagli Etf Esg. È interessante notare, invece, che, per quanto riguarda gli Etf fixed income, la media del mercato italiano è superiore a quella europea: 39% rispetto al 26%». In termini di tendenze, sottolinea sempre Todeschini, «rileviamo il continuo interesse per gli Etf tematici, con gli Etf Esg che pesano per il 51% all'interno della categoria che comprende 183 prodotti. Bene anche gli Etf attivi, più che triplicati negli ultimi tre anni in termini di masse, che, sempre alla fine dello scorso anno, erano pari a 3,6 miliardi di euro». Un altro fenomeno che è importante rilevare riguarda la graduale «riduzione della dimensione media dei contratti in Etf, che dal 2018 è passata da 22.760 euro a 13.424 euro nel 2022. Non ci sono dati ufficiali a disposizione, ma questa tendenza potrebbe trovare una spiegazione in un aumento della presenza degli investitori retail su questo mercato», conclude Demis Todeschini.

# Intelligenza artificiale, dove serve davvero

Un dato di fatto è che l'intelligenza artificiale (Ai) è una supremazia emergente impiegata in un sempre maggiore numero di settori. Parimenti è fortemente criticata e usata anche laddove non si è pienamente consapevoli del suo utilizzo e dei rischi che si corrono. Si sta parlando di una tecnologia che, a livello mondiale, è destinata a mettere a segno una crescita costante. Ma l'Ai rappresenta veramente l'investimento rivoluzionario del futuro? È il caso di porci la domanda se investire in questa tecnologia è una scelta giusta oppure no? Prima di tutto è fondamentale analizzarla e capire che l'Ai non è tutta uguale.

Ogni volta che ci si trova di fronte a qualcosa di nuovo come una tecnologia dirompente e rivoluzionaria, le tipiche reazioni vanno dalla (i) curiosità, alle (ii) grandi aspettative, (iii) passando alla paura e alle critiche, dovute anche a ignoranza di fronte a un fenomeno nuovo, (iv) per arrivare, infine, all'impennata del cambiamento che spazza via tutto il passato. L'Ai si trova attualmente tra la seconda e la terza fase: quella della critica.

Diverse personalità, infatti, quali Steve Wozniak, cofondatore di Apple, ed Elon Musk, proprietario di Twitter e fondatore di SpaceX e Tesla, hanno fatto pressione per chiedere una moratoria di sei mesi sull'Ai. È chiaro, quindi, che attualmente non c'è un leader e che, laddove l'Europa sta cercando di normare le Ai, con la giusta preoccupazione di salvare i diritti fondamentali, dal mercato statunitense provengono pressioni con critiche commisurate alla posta in gioco.

## **NON SI FERMA IL PROGRESSO**

La storia purtroppo insegna che non sarà un ritardo di alcuni mesi a proteggere dal rischio di perdere il controllo della nostra civiltà: il periodo trascorso dopo la scoperta di Marie Curie non è stato utilizzato per il bene dell'umanità, ma per perfezionare un'arma con un potenziale di annientamento che ancora oggi non ha eguali. Nessuna forma di proibizione intellettuale, di moratoria o addirittura di inquisizione ha mai fermato la marcia del progresso; piuttosto è meglio muoversi in direzione delle nuove aspettative sociali dell'epoca in cui si inserisce. Quindi, a parte la lettera aperta, emotiva e polemica, pubblicata dagli illustri firmatari, l'in-

telligenza artificiale è spesso criticata per diversi motivi; vediamo alcuni.

### CONOSCERLA PER INVESTIRE

Se si prova a capirne il significato a partire dal termine, si intuisce che si tratta di un tropo, una sorta di sineddoche particolarizzante centrata sul termine astratto “intelligenza”, destinata ad abbellire e umanizzare una caratteristica deviata dal suo significato letterale. Infatti, l’Ai non è intelligente. In realtà, è un uso intensivo di algoritmi massivamente ricorsivi. È quindi etimologicamente stupida, perché manca di intelligenza, nel senso di giudizio, di riflessione. Anche se sicuramente sorprende i non iniziati con le sue prestazioni. Al di là della conoscenza che le è stata instillata a monte nella fase di programmazione, l’Ai è in grado di sviluppare autonomamente conoscenze procedurali che non erano contenute in forma esplicita nelle sue banche dati, ma che sono state prodotte per inferenza, generando così risultati “disumani” grazie alla sua velocità di calcolo; ma queste risposte non vanno confuse con un prodotto intelligente.

Nel campo delle intelligenze artificiali, sono due i principali ambiti di ricerca: quelli che mirano a replicare le attività cognitive dell’uomo, (le cosiddette Artificial general intelligence-Agi), e l’Ai predittiva. Per quanto riguarda le Agi, note anche come “Ai forti”, c’è al massimo un centinaio di progetti simili al mondo a causa delle difficoltà di ricerca teoriche e tecniche e degli investimenti cospicui che richiedono.

### UN PASSO AVANTI

L’Ai predittiva rappresenta un passo avanti; sebbene gli esseri umani siano dotati di coscienza, nel senso di una mente, hanno solo capacità predittive limitate, anche se non inesistenti. Sebbene le persone non abbiano i sensori per cronometrare lo scorrere del tempo, per vedere nella gamma degli infrarossi o per essere consapevoli dei livelli di radiazione, sono tuttavia in grado di prevederli. Ma vi sono parecchi bias mentali o errori metodologici nei quali incorriamo, quali, ad esempio, la fallacia della causa singola o le carenze di misurazioni che richiedono l’ausilio di altri strumenti. Oltre, quindi, all’inadeguatezza delle opzioni



tradizionali, l’esigenza preponderante di avere una Ai predittiva è la causa esogena di un mondo non lineare, sempre più instabile, che richiede strumenti predittivi accurati.

Da un lato l’evoluzione di sistemi di intelligenza artificiale è costante e va oltre il tentativo di normarla e delle definizioni, dall’altro lato molti parlano di intelligenza artificiale con qualsiasi algoritmo mettano in uso, ma, approfondendo meglio, si vede che in realtà ciò che viene spacciato per tecnologia rivoluzionaria possiede, a volte, algoritmi antidiluviani.

### IL MACHINE LEARNING

Il machine learning (ML) che molti chiamano indistintamente intelligenza artificiale, è una tecnologia della metà degli anni ’50, quando alcuni ricercatori americani cominciarono a sviluppare i primi algoritmi di apprendimento automatico.

Il machine learning apprende da un gran numero di ripetizioni (mediante le quali impara) e fornisce output che dipendono soprattutto dalla metodologia a monte. Con questo tipo di modello, applicando algoritmi di regressione lineare o di classificazione, il risultato che otteniamo è già “pre-etichettato”. È solamente più rapido di un essere umano, grazie alla potenza di calcolo, ma unicamente dopo avere imparato e quindi acquisito molte ripetizioni di dati. Visto che la matematica utilizzata in questi casi è principalmente la statistica, la probabilità che l’algoritmo impari a replicare modelli del passato è ciò che rende fallibile per almeno il 30% dei casi i risultati ottenuti in questo modo. A questo punto è logico domandarsi se è utile investire in qualcosa che replica i dati del passato, dove non c’è più niente di simile a ciò che facciamo oggi. Potere scegliere più velocemente è



sicuramente un vantaggio, ma solo fare la scelta giusta è vincente.

## I CHATBOT

Il MI è solo uno tra i possibili esempi di Ai che fornisce risultati incerti e, perciò, rischiosi. Altri sistemi che sono sicuramente stati sperimentati da tutti almeno una volta, sono i Chatbot. Uno di questi, in particolare, è diventato molto famoso in poco tempo, anche perché la società californiana che lo ha ideato lo ha messo inizialmente a disposizione in modalità open source. Immaginiamo che non serva ricordare il famoso detto derivato da ciò che tutti noi abbiamo già sperimentato dai Gafam, cioè che quando un prodotto è gratuito, il prodotto siamo noi. Infatti, è andata sostanzialmente così. Questo chatbot ha raccolto milioni di utenti, con un record di crescita e di miliardi di finanziamenti. Ma per gli utilizzatori è andata diversamente: i principali rischi sono la protezione dei dati personali e delle informazioni di profilazione e il concreto pericolo di violare i diritti d'autore, poiché questo sistema pesca ovunque, anche su fonti coperte da copyright.

È recentissima la notizia del Garante italiano che è intervenuto a bloccare Gpt-3 a causa della raccolta illecita di dati personali e della mancanza di un filtro per la verifica dei minori. Gpt-3 deve comunicare entro 20 giorni le misure intra-

prese in attuazione di quanto richiesto dal Garante, pena una sanzione fino a 20 milioni di euro o fino al 4% del fatturato globale annuo. È chiaro che questi sistemi dovranno essere perfezionati e resi sicuri, ma la soluzione migliore è adottare strategie non di retroguardia, bensì governare i processi per poterli guidare a vantaggio dell'umanità.

Altre evidenti imperfezioni includono la difficoltà di riuscire a ottenere la risposta giusta. Se l'utente non pone la domanda in modo precisissimo, avrà solo risultati imprecisi, che quindi tutto fanno tranne che risolvere un problema o guidare verso la scelta giusta. Se poi, questi algoritmi sono stati allenati ad apprendere su fonti non buone, ne risentirà la qualità delle risposte.

## A COSA SERVE QUINDI L'AI?

L'intelligenza artificiale serve a prevenire e a prevedere. Pianificare per potere prevenire è fondamentale in un mondo la cui velocità ci espone sempre più a situazioni non statisticamente documentate e senza precedenti. L'AI predittiva sviluppata da Kelony® si comporta come se dovesse simulare la volontà umana e può essere messa a fattor comune, ad esempio, per salvare delle vite, ridurre gli sprechi e aumentare la produttività, ma comunque essere d'ausilio all'uomo in ambiente protetto dalla simulazione. La differenza con

altri sistemi è palese: ad esempio, se fossimo in un labirinto con una chatbot, o con un sistema di MI o di deep learning, non ne usciremmo vivi. Invece, con una Ai predittiva e il suo modo di simulare, la nostra intelligenza artificiale avrebbe la stessa curiosità di un bambino nel trovare la soluzione e inizierebbe l'esplorazione individuando le risposte giuste, in minore tempo. Ecco perché sviluppare soluzioni avanzate di intelligenza artificiale che possano aiutare il processo decisionale è essenziale per il bene dell'umanità.

Ciò che conta nello sviluppo di queste soluzioni non è tanto la programmazione stessa, quanto la matematica utilizzata come base degli algoritmi coinvolti; ma attenzione, la matematica risponde alle domande sulla nostra realtà solo se abbiamo fatto la scelta giusta del tipo di matematica da usare! L'analisi in matematica, ad esempio, consente di prevedere perfettamente se un'equazione polinomiale sarà risolvibile senza nemmeno conoscere i suoi elementi costitutivi ed è quindi possibile prevedere determinati fenomeni anche senza avere a disposizione tutti i meccanismi e tutti i dettagli.

## PRINCIPALI SFIDE LEGATE ALL'AI

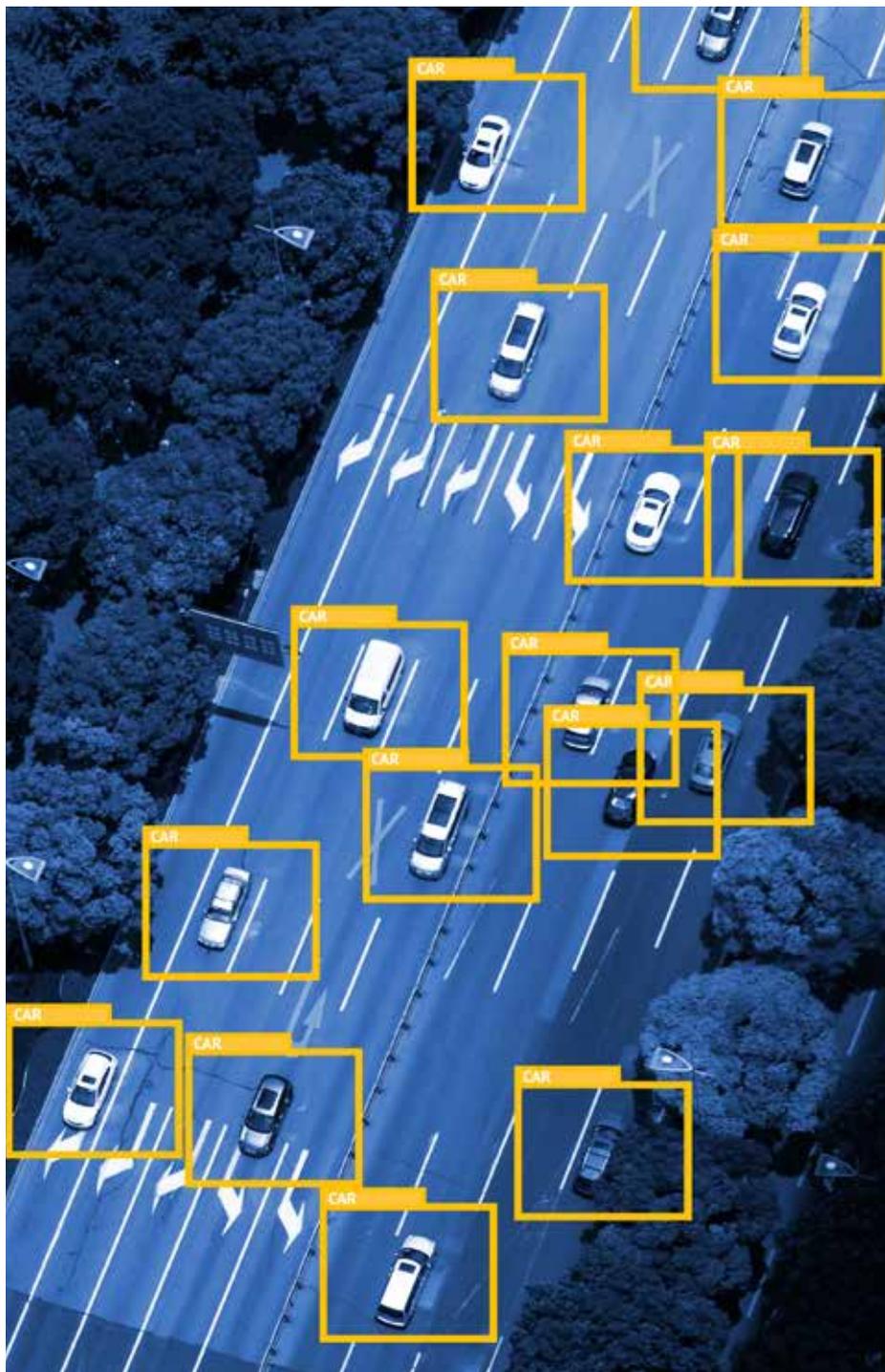
Le sfide dell'AI sono poco comprese, perché l'argomento è ancora scarsamente padroneggiato dal grande pub-

blico. Questa mancanza di conoscenza è aggravata da tre fattori: la complessità intrinseca della matematica utilizzata, l'evoluzione permanente di questa matematica sottoposta alla ricerca e, infine, la natura intangibile dell'AI. Non secondario, anzi particolarmente dibattuto, è il problema della qualità dei dati. Anche su questo aspetto è utile fare un po' di chiarezza per comprenderne appieno le potenzialità reali di sviluppo e l'affidabilità dell'investimento.

Secondo Kelony® il tema è sopravvalutato nella stessa misura in cui è il processo di raffinazione che conta. Il mondo reale è disordinato, così come i dati che raccogliamo in esso. Sono spesso sfocati con un alone di "rumore" e dettagli non necessari. L'errore più comune è perciò volere filtrare a monte, invece di raffinare a valle. Tra i processi di raffinazione dei dati abbiamo, ad esempio, la trasformazione di Fourier. È uno strumento per rivelare gli ingredienti atomici di informazioni complesse. Ad esempio, in campo musicale permette di estrarre le note di un suono composto, in astronomia di calcolare la massa di una stella a milioni di anni luce dalla Terra o più vicina a noi, e di utilizzo immediato in ambiti come il riconoscimento vocale. I migliori strumenti predittivi disponibili oggi lo fanno, rilevando le proprietà invariante e profondamente nascoste, e la matematica che si sceglie di utilizzare è il motore vincente per avere le migliori previsioni del mondo reale, che non può essere cioè "preformato a monte".

Un problema del mondo reale non è mai completamente isolato da qualsiasi altra parte del mondo. Ad esempio, elettrificare il parco auto per rendere i trasporti meno inquinanti per l'umanità e il pianeta implica aumentare la produzione di energia elettrica, ma anche di CO<sub>2</sub> da parte delle centrali elettriche a carbone e la quantità di rifiuti radioattivi che possono inquinare l'ambiente e contaminare l'umanità e il pianeta. L'uso della giusta matematica unito alla potenza di calcolo dei computer permette di vedere ciò che l'occhio umano non coglie, di attraversare domini mai incrociati prima o di porre domande mai poste prima.

Questo processo consente una migliore previsione, incluso ciò che non è mai stato nemmeno considerato. Si tratta di



un vantaggio strategico essenziale in un mondo in cui aumenta la necessità di formalizzare competenze e modelli previsionali, in particolare per quanto riguarda il rischio. È qui che entrano in gioco i cosiddetti algoritmi avanzati di AI predittiva, perché ispirati alle neuroscienze, capaci di aiutarci a trovare ordine grazie alla scelta della giusta griglia di lettura.

## CONCLUSIONE

L'intelligenza artificiale è un mercato in forte espansione, che secondo le ana-

lisi di Bloomberg è destinato a raggiungere 1.581,7 miliardi di dollari nel 2030 (Cagr 2022-2030: 38%) L'AI predittiva è un sottoinsieme in crescita del mercato dell'AI, valutato a 696,1 miliardi di dollari nel 2030. I numeri parlano da soli ed è quanto meno strano che dal mercato statunitense vengano indirizzate al legislatore europeo norme stringenti, più di quelle alle quali l'Europa stava pensando. La battaglia per conquistare una fetta di mercato per la tecnologia di punta dell'AI è appena iniziata.

# L'importanza di mantenere la rotta

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

Dopo la pandemia globale di Covid-19, le tensioni geopolitiche derivanti dall'invasione in Ucraina, le incessanti fluttuazioni del prezzo delle materie prime degli ultimi mesi, l'esplosione dell'inflazione a livello mondiale e i conseguenti effetti sui tassi di interesse e, più in generale, sulla politica fiscale e monetaria delle banche centrali, sono arrivati anche i primi scricchiolii da parte del sistema bancario statunitense ed europeo. Tutti fattori che possono avere messo a dura prova i nervi degli investitori. La sensazione, in questo momento, è di trovarsi in una situazione eccezionale, con ben pochi precedenti abbastanza adeguati per poterne ricavare qualche utile spunto operativo. Spingiamoci un po' più indietro, allora, visto che stiamo navigando in acque sconosciute.

## UN LUNGO VIAGGIO

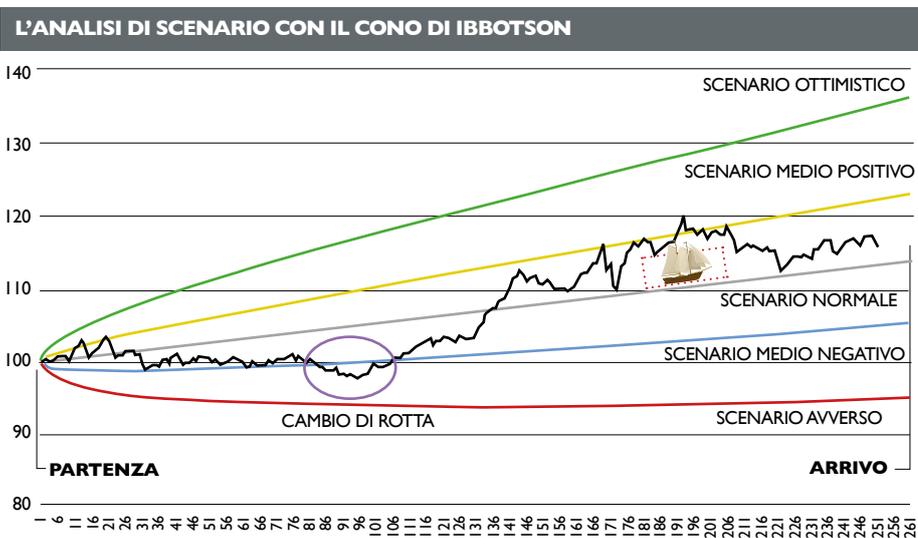
Quando salpò da Siviglia con cinque navi e 234 uomini il 10 agosto 1519, Ferdinando Magellano probabilmente non immaginava che avrebbe scritto la storia. Di lui conosciamo pochissimo. Sappiamo, però, che ciò che lo spingeva era qualcosa di molto prosaico: il denaro e i privilegi. A quell'epoca Spagna e Portogallo erano le due superpotenze navali che, di fatto, si erano divise a metà tutte le future zone d'influenza: a ovest del 40° meridiano sarebbe stato tutto di pertinenza iberica, a est lusitana. Magellano, che era portoghese ed era stato allontanato (oggi diremmo "con disonore") dai suoi connazionali, si era proposto all'imperatore spagnolo Carlo V affermando di essere

in grado di raggiungere le Isole delle spezie (le Molucche) seguendo una nuova rotta che avrebbe consentito di non incrociare le flottiglie portoghesi dimostrando inoltre al mondo che esse appartenevano alla corona spagnola. Per contratto, se avesse trovato "almeno due isole" da sottomettere al cattolicissimo re di Spagna, avrebbe ricevuto una quota parte dei proventi attuali e futuri della spedizione e i suoi eredi sarebbero stati nominati governatori delle nuove terre. Ma che cosa gli faceva ritenere che il suo tentativo avrebbe avuto successo? In contatto con i migliori cartografi dell'epoca e buon cartografo egli stesso, leggenda vuole che avesse visto il famosissimo planisfero, purtroppo perduto, disegnato dal fiorentino Paolo Toscanelli che mostrava come si potessero raggiungere le Indie attraverso l'Oceano Atlantico (Colombo 25 anni prima l'aveva sicuramente potuto consultare, ma aveva sbagliato i calcoli, sottostimandoli di ben tre quarti, e, conseguentemente, aveva scoperto l'America!). Il viaggio fu interminabile e spesso frustrante. Dopo avere spinto le sue navi tanto a sud dove probabilmente nessun europeo era mai arrivato prima, l'intrepido comandante si accinse a passare il lungo inverno ai bordi della fino ad allora inesplorata Patagonia: tra l'equipaggio, or-

\* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

\*\* Consulente finanziario iscritto all'Albo.

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





**FABRIZIO PIROLLI**  
esperto di formazione bancaria  
e assicurativa

mai sconfortato, scoppiarono ammutinamenti che vennero repressi e una nave affondò. Era maggio e la navigazione non poté riprendere che nell'ottobre seguente. Finalmente, a fine mese, venne trovata un'apertura che prometteva di essere quella giusta. Ma ci vollero altri 38 giorni (nel frattempo la quarta nave aveva invertito la rotta per ritornare a casa) per attraversare lo stretto che prese il suo nome e arrivare

“ “ *Il cono consente all'investitore anche di capire quale volatilità abbia il suo portafoglio e comprendere se è adeguata al proprio livello di rischio tollerabile, cioè quanto può continuare a rischiare* ” ”

in un nuovo oceano, che, per la tranquillità delle acque, il portoghese definì "Pacifico". C'erano voluti 14 mesi per scoprire la nuova rotta ed effettuare la prima circumnavigazione del globo di cui si abbia notizia!

#### **STABILIRE UNA ROTTA**

Ma che cosa può fare chi voglia valutare se lo scostamento dal tragitto ipotizzato sia talmente grande da mettere in pericolo il risultato finale, ossia l'arrivo indenne in porto? Alla fine degli anni '60 gli economisti neoclassici e, in particolare, i professori di finanza dell'Università di Chicago (dieci premi Nobel dal 1982 a oggi con l'ultimo, Douglas W. Diamond, premiato nel 2022) sostenevano che i prezzi delle azioni, e, in generale, dei beni, aumentassero o diminuissero



**PIER TOMMASO TRASTULLI**  
consulente finanziario

secondo schemi casuali; pertanto, i prezzi futuri non potevano essere previsti e dunque non aveva senso gestire attivamente un portafoglio azionario. In buona sostanza, l'investitore farebbe bene a diversificare e a fidarsi del mercato. In questo ambiente tanto stimolante crebbero due studiosi, Robert Lbbotson e Rex Sinquefield, che avevano avuto come insegnanti Merton e Fama (due dei premi Nobel di cui abbiamo parlato)

e avevano fatto propri i concetti di "efficienza dei mercati", che catturano istantaneamente nuove informazioni e le incorporano nei loro prezzi; quindi a meno che non si abbiano informazioni privilegiate illegali, non c'è modo di batterli. Occorre, invece, "imitare" il mercato con un portafoglio così ampio da essere isolato dalla volatilità dei singoli titoli. Partendo da un database

sviluppato presso la loro università che elencava i risultati azionari dal 1926 al 1964, raccolsero nuove informazioni, aggiornandolo fino al 1975 e aggiungendo dati di rischio e rendimento per titoli di stato, buoni del tesoro e inflazione. Ciò rese possibile confrontare per la prima volta le prestazioni di vari mercati nel tempo e fare previsioni a lungo termine. Il loro "Stocks, Bonds, Bills and Inflation", pubblicato nel 1976, ha influenzato le ricerche in questo campo per i decenni successivi.

#### **UN CONO PER OGNI STAGIONE**

Il cono di Lbbotson (il povero Sinquefield non è mai menzionato!) è uno strumento spesso usato da chi si occupa di pianificazione degli investimenti che ha anche un comodo impatto visivo

per facilitarne la comprensione e fornisce una rappresentazione grafica delle probabili performance di diversi portafogli di investimento in base alla loro esposizione a varie classi di asset, collegandone il probabile rischio alla possibile redditività. Il cono mostra una serie di ipotesi (ciascuna rappresenta un livello di probabilità di rendimento futuro) associate a una serie di curve dall'andamento piuttosto dolce che partono tutte dal medesimo punto.

Torniamo al nostro Magellano e analizziamo il suo viaggio come se fosse un investimento; abbiamo un capitale iniziale (in termini di navi, uomini, viveri), abbiamo un tempo entro cui sperare di ottenere un risultato utile e abbiamo un obiettivo finale, vale a dire arrivare dove ci siamo prefissati per goderne i frutti. Nella versione del grafico che mostriamo, opportunamente adeguata allo scopo, la linea centrale inclinata positivamente (quella in grigio) mostra i profitti accumulati nel tempo nel caso in cui il rendimento ottenuto coincida con quello atteso, cioè un viaggio che proceda senza nessuna scossa: un'ipotesi, di fatto, solo teorica. Più in alto, in verde c'è lo scenario più ottimistico, ovvero l'arrivo senza problemi e, magari, anche in anticipo, dove si voleva. Subito sotto, in giallo, l'ipotesi di uno scenario mediamente positivo: qualche problema si verificherà, ma riusciremo a superarlo e arriveremo agevolmente alla meta.

Passiamo alla parte più bassa. La curva blu indica uno scenario medio negativo e assomiglia parecchio all'esperienza vissuta dal portoghese: esplorazioni di fiumi scambiati per mari, ammutinamenti, scorte esaurite. Insomma difficoltà che fanno vacillare le proprie convinzioni. Però, finché si rimane all'interno di questa curva, si può sempre fondatamente sperare di raggiungere, alla fine, il proprio traguardo. La linea rossa, l'ultima, mostra invece lo scenario avverso, quello in cui le difficoltà, anche quelle ragionevolmente previste ex ante, rischiano di inficiare seriamente la spedizione o, per analogia, l'investimento. Ma il cono consente all'investitore anche di capire quale volatilità abbia il suo portafoglio e di comprendere se è adeguata al proprio livello di rischio tollerabile, cioè quanto può continuare a rischiare sempre senza perdere di vista il proprio obiettivo, e quindi indicandoci il grado di scostamento dalla rotta iniziale, rappresentata dalla linea continua nera. È quando quest'ultima scende sotto questo livello di tollerabilità che un buon ammiraglio (e un coscienzioso investitore) dovrebbe effettuare un cambio di direzione che possa salvare la spedizione di cui è a capo e portare sane e salve le sue navi (ovverosia il suo denaro) fino alle Isole delle spezie.

# Il patrimonio dei fondi è separato

di **Lorenzo Macchia (Zitiello Associati)**



Caratteristica fondamentale di un Oicr è sicuramente la sua autonomia dal patrimonio dell'intermediario che lo gestisce, dal patrimonio di altri fondi gestiti dal gestore e dal patrimonio di ciascuna partecipante. È stata molto dibattuta, sia in dottrina, sia in giurisprudenza l'esatta portata della natura giuridica di un fondo e in particolare la questione relativa alla sua personalità e soggettività giuridica. Secondo la Suprema Corte, che con la nota sentenza n. 16605/2010 ha svolto un'accurata ricostruzione della fattispecie, la soluzione che meglio sembra rispondere al quesito posto resta quella che ravvisa nel fondo comune di investimento un patrimonio separato a tutti gli effetti.

Per gli ermellini, la separazione patrimoniale garantisce adeguatamente la posizione dei singoli investitori partecipanti al fondo, i quali diventano proprietari sostanziali dei beni di pertinenza del fondo, mentre la proprietà formale di tali beni è riconducibile al gestore degli stessi.

#### LA PROPRIETÀ DEI BENI DEL FONDO

La società di gestione, dunque, non ha la proprietà sostanziale dei beni inclusi nel fondo, ma solo una proprietà formale vincolata nel metodo, nelle responsabilità, negli scopi in favore dei partecipanti al fondo che di fatto sono coloro che dal punto di vista economico hanno fornito i mezzi per acquistare i beni e che la legge riconosce come soggetti nel cui interesse debba essere gestito il fondo.

In considerazione di tale titolarità formale spetta alla società di gestione far valere i diritti di pertinenza del fondo, agire in giudizio e rappresentare il fondo nelle attività negoziali.

Tale ricostruzione giuridica si è consolidata nel tempo ed è stata adottata, seppur con alcune pronunce discordanti, dai Tribunali di merito.

#### SE CAMBIA IL GESTORE

Ma cosa succede in caso di cambiamento del gestore e subentro di una nuova società nella gestione del fondo? Di recente la Cassazione (sentenza n. 4741 del 15 febbraio 2023) è intervenuta per ribaltare una pronuncia di secondo grado che aveva

statuito che in caso di trasferimento della gestione del fondo la società di gestione alienante perde la legittimazione passiva di stare in giudizio a favore della società di gestione cessionaria. Secondo il Giudice di merito l'impianto delineato dalla richiamata sentenza n. 16605/2010 determina la perdita sopravvenuta della legittimazione passiva della precedente società di gestione "la cui persistenza durante la durata di tutto il giudizio di prime cure (...) doveva invece essere provata da parte attrice, trattandosi di condizione dell'azione".

La Suprema Corte è intervenuta a ricomporre il tema partendo dal domandarsi se era corretta l'applicazione o meno nel caso di specie degli articoli 110 e 111 c.p.c. e degli istituti della successione a titolo particolare o universale nel diritto controverso. Il giudice di legittimità ha ritenuto che la perdita della ordinaria

“ *La società di gestione non ha la proprietà sostanziale dei beni inclusi nel fondo, ma solo una proprietà formale vincolata nel metodo, nelle responsabilità, negli scopi in favore dei partecipanti al fondo che di fatto sono coloro che dal punto di vista economico hanno fornito i mezzi per acquistare i beni e che la legge riconosce come soggetti nel cui interesse debba essere gestito il fondo* ”



legittimazione passiva della società di gestione alienante è determinata da una successione a titolo universale nei rapporti di gestione; tuttavia tale circostanza non determina un'applicazione diretta dell'art. 110 c.p.c., "quando la successione a titolo generale non consegue al venire meno della parte (...) ovvero quando il successore è individuato ope legis, cosicché nell'uno e nell'altro caso non si rende necessaria l'interruzione del processo".

#### **IMPOSTAZIONE PRAGMATICA**

Per risolvere la questione e fare sì che la durata del processo e l'incertezza dal punto di vista soggettivo non andasse a danno di chi è costretto ad agire o difendersi in giudizio per vedere tutelate le proprie ragioni, la Cassazione ha adottato un'impostazione pragmatica sulla scorta anche di giurisprudenza precedente

che aveva aperto alla possibilità di applicare analogicamente il comma terzo e quarto dell'art. 111 c.p.c., per espressa previsione normativa applicabili alle successioni a titolo particolare, anche ad altre diverse fattispecie.

Ebbene, la Suprema Corte ha statuito che, se nel corso del processo in cui è controverso un diritto attinente a un fondo comune di investimento, si trasferiscono da una società di gestione all'altra i rapporti di gestione relativi al fondo, il processo prosegue tra le parti originarie. La società di gestione subentrata nella gestione può intervenire o essere chiamata nel processo e la società alienante può esserne estromessa. In ogni caso, la sentenza pronunciata nei confronti delle parti originarie spiega i suoi effetti anche nei confronti della società di gestione subentrata.

# Mantieni saldi i tuoi obiettivi nonostante i tassi in movimento



Per perseguire i tuoi obiettivi, cerca soluzioni obbligazionarie progettate per condizioni di mercato incerte, quali le nostre strategie short duration e high yield. Per una maggiore diversificazione puoi contare su una delle gamme più ampie di soluzioni a reddito fisso.

**Investire in meglio**  
Scopri le nostre strategie obbligazionarie

[AXA-IM.IT/OBBLIGAZIONI](https://www.axa-im.it/obbligazioni)

# CONSULENTI &

# RETI



«Da oltre dieci anni cerco di portare cultura finanziaria alla mia clientela tramite la diversificazione del portafoglio, facendo loro conoscere opportunità nei fondi di private equity, venture capital, startup, Pmi e anche immobiliari.

Tendo a proporre queste tipologie di investimento, ovviamente sempre in linea con il profilo di rischio e un adeguato orizzonte temporale.

Gli investitori mi vedono come un family office: si rafforza il rapporto di fiducia che ho con loro e apprezzano questo mio modo di operare. Mi riconoscono perché offro qualcosa di diverso dagli altri»

**SANDRO BERRA**  
consulente finanziario  
Fideuram-Intesa Sanpaolo Private Banking

# Con la forza del team

a cura di **Alessandro Secciani**

Con masse gestite che hanno superato 1,2 miliardi di euro, **Sandro Berra** di **Fideuram-Intesa Sanpaolo Private banking**, è uno dei più importanti consulenti finanziari italiani. Dopo diversi anni come bancario presso la Banca Popolare Commercio e Industria e il Banco Desio, nel 2002 Berra ha fatto il grande salto e ha aperto il suo studio a Rho. Da allora è stata una crescita continua.

Il suo successo è frutto della capacità di stabilire rapporti di lungo termine con i clienti, sviluppando una rete di conoscenze che ha premiato sul lungo periodo. Così come è stata fondamentale la costruzione di un gruppo di nove persone, delle quali cinque sono consulenti finanziari: è uno dei pochi casi in Italia di advisor capace di lavorare in team. «C'è un concetto base nella mia attività che desidero sottolineare: il successo personale è frutto prevalentemente del lavoro

in team», afferma Berra. «Per il novanta per cento del mio tempo sono fuori ufficio per relazionarmi con gli investitori, ma da solo non avrei mai potuto raggiungere questi risultati. Tutti i miei clienti sono condivisi con la mia squadra».

## **Non è facile per un professionista mettere in piedi un team di collaboratori.**

«No, non è facile realizzare una struttura di questo tipo. Quando sono entrato in Fideuram nel 2002, ricordo di essermi confrontato con un collega, che all'epoca stava già sperimentando una collaborazione con un professionista che fosse in grado di aiutarlo nell'attività giornaliera. Da quel momento, ho capito che, se avessi voluto crescere, avrei avuto bisogno di contare anche sul supporto di altri consulenti; e ciò avveniva prima che il contratto di team fosse sancito dalla banca».



### **Come è cominciato in termini concreti questo tipo di lavoro?**

«Dopo essere entrato in Fideuram nel 2002, negli anni tra il 2005 e il 2007, mi resi conto che avevo bisogno di un aiuto. Dapprima con una persona in segreteria e poi con un dipendente bancario di Rho in prepensionamento, ho iniziato a sviluppare i suoi contatti, riconoscendogli un contributo. Poi, dopo diversi viaggi negli Stati Uniti, ho studiato come si stava muovendo il mercato e ho visto che per loro, e da tempo, era normale lavorare in gruppo, dove ognuno portava le proprie competenze. Io oggi mi avvalgo di nove professionisti che operano con me, ma oltre oceano i gruppi di venti o trenta professionisti sono la

norma. Quando la mia azienda ha avviato il primo progetto per favorire il lavoro in team, ho dato immediata disponibilità. Poi ho cominciato a dare forma al mio gruppo, che a oggi è così composto: tre ragazze in segreteria, un ex bancario con grande esperienza con il quale collaboro da oltre dieci anni, tre giovani molto bravi arrivati negli ultimi quattro anni e un consulente finanziario, basato a Milano, con il quale ci completiamo: mentre io amo stare a contatto diretto con i clienti sviluppando la parte commerciale, lui mi assiste nella costruzione dei portafogli. La mia squadra, ancora oggi, è in continua evoluzione e continuerà a crescere».

### **Come condividete i clienti?**

«Io tendo a condividere tutti i clienti con il mio team, nessuno escluso. Siamo tutti commitment. Certo, non è detto che il lavoro di squadra sia un processo facile e immediato. Il mio obiettivo è fare crescere i giovani; attraverso il team work fanno esperienza sul campo e migliorano la loro formazione, supportati dai professionisti più senior. Solo grazie al lavoro di squadra possiamo ottenere grandi risultati, sia per i clienti, sia per i consulenti».

### **Il cliente che cosa pensa quando si trova di fronte persone che sono spesso diverse? Non tende ad avere un rapporto di fiducia esclusivo con il consulente con cui si è rapportato all'inizio?**

«Il cliente apprezza moltissimo il team working, perché enfatizza le competenze di ciascun professionista. Solo in questo modo è possibile fornire una consulenza ad ampio raggio e affiancare la clientela a 360 gradi. È il futuro della consulenza».

### **Quanti clienti avete?**

«Difficile dirlo...credo più di 500. Questo numero non vuole dire molto: per la mia attività preferisco parlare di gruppi familiari e, quindi, il numero si riduce a 150. Ho un team di professionisti dedicato, capace di contribuire e orientare le scelte d'investimento dei nostri clienti in maniera coerente con i loro obiettivi, indipendentemente dal patrimonio di ciascuno di loro».

### **Ma si riesce ancora a fare consulenza vera a un investitore che ha soltanto qualche decina di migliaia di euro, oppure è tutto molto standardizzato?**

«Noi cerchiamo di avere sempre un rapporto costante con le persone e di rispondere ogni volta alle loro domande, grazie a una segmentazione della clientela. Poi, certo, qualche volta si sbaglia. Tempo fa, mi ha chiamato un investitore che si è sentito trascurato. Mi ha punto sull'orgoglio, perché chiaramente qualcosa non ha funzionato. Ma, per fortuna, non capita spesso».

### **Lei dice che il suo lavoro è soprattutto dedicarsi ai contatti. Che cosa significa esattamente?**



«Oggi più che mai ritengo che sia molto importante essere una sorta di facilitatore di relazioni. Sono convinto che il consulente non debba avere competenze solo nell'ambito delle strategie di investimento, ma puntare anche a un altro livello di interrelazione con la sua clientela. È un approccio alla professione sicuramente più articolato, capace di portare risultati molto interessanti. Faccio un esempio: tra i miei clienti c'è il family office di un'importante famiglia di imprenditori. Recentemente ho conosciuto il responsabile di uno studio milanese molto conosciuto attivo nel campo della tecnologia. Li ho fatti incontrare: ambedue hanno molto apprezzato di essere stati messi in contatto. Entrambi hanno avuto l'opportunità di condividere le loro esperienze, conoscenze e competenze. Ciò può portare a una maggiore comprensione delle sfide e delle opportunità del proprio campo di lavoro e a nuove idee e soluzioni innovative. Tra poco andranno insieme negli Stati Uniti. Ecco, io in tutto ciò non ho avuto vantaggi immediati diretti, ma ho

portato valore aggiunto ai miei clienti».

#### **Lei fa investire i suoi clienti nell'economia reale?**

«Sì, certamente. Da oltre dieci anni cerco di portare cultura finanziaria alla mia clientela tramite la diversificazione del portafoglio, facendo loro conoscere opportunità nei fondi di private equity, venture capital, startup, Pmi e anche immobiliari. Tendo a proporre ai miei clienti queste tipologie di investimento, ovviamente sempre in linea con il loro profilo di rischio e un adeguato orizzonte temporale. Gli investitori mi vedono come un family office: si rafforza il rapporto di fiducia che ho con loro e apprezzano questo mio modo di operare. Mi riconoscono perché offro qualcosa di diverso dagli altri».

#### **Ritornando al lavoro proprio del consulente finanziario, com'è andato il 2022?**

«È stato un anno difficile, caratterizzato da un contesto macroeconomico e geopolitico molto complesso. Nei primi due

mesi del 2022 tutti i nostri portafogli hanno sottoperformato. Dallo scoppio della guerra in poi, in un contesto di volatilità dei mercati così importante, ho riallocato una parte del patrimonio dei miei clienti cercando decorrelazione e riuscendo in parte a proteggere i loro risparmi. Quando i clienti esprimono la loro preoccupazione, dobbiamo focalizzarci con ancora più attenzione sui loro investimenti, perché abbiamo il dovere di essere eccellenti, di trovare la soluzione giusta per ognuno di loro, mantenendo sempre un portafoglio diversificato».

#### **Com'è andato in questa fase difficile il rapporto con i clienti?**

«Innanzitutto, occorre dare importanza al cliente e stargli sempre vicino, soprattutto nelle fasi più difficili dei mercati. Bisogna essere proattivi, spiegando ciò che è successo, dobbiamo essere in grado di gestire l'emotività, soprattutto nei momenti più difficili. Evidentemente il nostro impegno è stato visto in maniera positiva; l'anno scorso abbiamo fatto una raccolta molto importante. Il cliente apprezza che tu non

sia passivo: quando si presenta un problema, devi trovare una soluzione. In queste situazioni il rapporto all'interno della squadra è fondamentale: si discute e si cercano insieme le giuste risposte».

### **Da chi è venuta questa raccolta positiva? Quali erano le motivazioni?**

«In alcuni casi sono state operazioni straordinarie, i cosiddetti "liquidity event", ma buona parte dei flussi è riconducibile a nuova clientela. Una notevole percentuale di queste persone si rivolge a noi perché insoddisfatta della relazione con la banca tradizionale. Essere vicini agli investitori, soprattutto nei momenti più difficili, è un elemento estremamente qualificante».

### **Secondo lei, per quale motivo la vostra professione attrae pochi giovani?**

«Io che vengo da un percorso tradizionale, con una lunga esperienza in banca prima di passare a fare il consulente, mi faccio spesso questa domanda. Ricordo, però, che lo scorso anno, nelle tre reti del gruppo Fideuram (Fideuram, Sanpaolo Invest e Iw Pi), sono entrati più di 380 private banker e di questi ben 185 sono under 35. Per un giovane che vuole avviarsi alla professione di private banker oggi è diverso: in Fideuram esistono piani di formazione mirati grazie all'affiancamento di un tutor e un percorso di crescita specifico, per completare la formazione personale e professionale, così da potere sviluppare le capacità imprenditoriali del consulente finanziario. È questa la formula vincente per avvicinare i giovani alla professione e Fideuram lo ha intuito da diversi anni, prima di tutti».

### **Come vedete i mercati? Che cosa state consigliando ai vostri clienti?**

«Ovviamente posso dare solo la mia visione, sperando di non essere smentito dai fatti. Detto ciò, vedo la fine dell'aumento dei tassi: nei prossimi mesi, scaricheremo l'inflazione molto alta dei trimestri passati. I prezzi tenderanno a scendere prima negli Stati Uniti e poi in Europa. Immagino un rallentamento della politica monetaria da parte delle banche centrali. Ciò significa, ferma restando



l'incognita guerra in Ucraina, l'apertura di una serie di opportunità. Ritengo più probabile una nuova discesa dei tassi, piuttosto che una risalita».

### **In questa visione ha un ruolo l'Italia? Vale la pena investire si Piazza Affari o sui Btp?**

«Il Btp Italia rappresenta senza dubbio un'opportunità, considerato anche il livello inflativo attuale. Valutiamo con attenzione il mercato obbligazionario italiano. Quanto a Piazza Affari, non escludo i singoli titoli, l'amministrato. Ciò che è sbagliato in queste fasi del mercato così volatili è restare immobili».

### **Investite in tecnologia?**

«Sì, ad esempio Davide Cardillo, mio collaboratore su Milano, ha un profilo Bloomberg da più di dieci anni. Siamo sempre attenti a cercare tutto ciò che è nuovo e può supportarci nella nostra

attività di consulenza, compresi alcuni investimenti in piattaforme software innovative».

### **Come investe Sandro Berra?**

«Sandro Berra non ha paura della volatilità: tanto equity e private market. Sono sempre attento alle novità del mercato attraverso titoli azionari, fondi, gestioni ma anche indici o Etf».

### **Sandro Berra è un buon gestore per se stesso?**

«Ni. Tutte le entrate che ho le ho sempre suddivise con mia moglie e l'anno scorso a fine anno mi ha detto, ovviamente un po' scherzando: "Sandro, non è che sono molto contenta della performance del mio portafoglio". È chiaro che con la mia propensione elevata all'equity, considerato l'andamento dei mercati, il 2022 mi ha penalizzato, ma il 2023 è iniziato molto bene e il lungo periodo paga sempre».

## CONSULENTI & RETI

### SEMPRE PIÙ BANCARI NELLE RETI

CONSULENTI &  
RETI

# Basta vita di sportello!

a cura di **Alessandro Secciani**



**La ricerca di bancari che vogliono lasciare lo sportello rappresenta tuttora uno dei cardini delle politiche di reclutamento delle reti. Da una parte è uno dei pochi bacini rimasti per rinnovare una professione che sta inesorabilmente invecchiando, dall'altra il netto miglioramento dell'immagine e della professionalità dei consulenti rappresenta un'opportunità molto interessante per coloro che cercano di crescere. Ma, soprattutto, per un impiegato allo sportello non si tratta più di cambiare mestiere, ma di portare avanti il medesimo impegno in strutture che sono sempre meno reti di vendita e sempre più banche che operano a 360 gradi**

La crescita di immagine e di competenze dei consulenti finanziari è ormai un fatto acquisito. Se fino a una decina di anni fa il know how prevalente di un professionista degli investimenti era di tipo commerciale, oggi è cambiato tutto: il ruolo di pianificatore delle esigenze finanziarie, anche a lungo termine, di una famiglia, ma anche di un'azienda, è sempre più chiaro. Oggi non si tratta più di presentarsi solo con una valigetta piena di prodotti e di scegliere quelli più adatti per cogliere i trend dei mercati (ovviamente resta in maniera non irrilevante anche questo compito), ma soprattutto occorre cogliere le aspirazioni e le necessità di una famiglia o di un'azienda e sapere pianificare sul lungo termine. È un mestiere sempre più complesso, che richiede l'aiuto di collaboratori dotati di professionalità diverse. In questo contesto, la ricerca di persone preparate e capaci di inserirsi in questo cambiamento è pressante per tutti e pescare nel bacino degli impiegati bancari è una necessità. Considerando che i giovani che escono dalle facoltà di economia rimangono restii a entrare in una società di collocamento di prodotti finanziari, il bacino costituito dai bancari diventa sempre più strategico, molto più di quanto non lo fosse in passato. **Dario Di Muro**, responsabile reclutamento reti di **Fideuram-Intesa Sanpaolo Private Banking**, lo conferma in pieno. «Nell'ambito delle attività di reclutamento, il focus sui dipendenti di banca è stato negli anni molto importante per le reti della divisione Fideuram-Ispsb, con oltre la metà dei reclutati che proviene da questo segmento. Recentemente il trend ha addirittura accelerato, arrivando a



**DARIO DI MURO**  
responsabile reclutamento reti  
Fideuram-Intesa Sanpaolo  
Private Banking

«La maggior parte dei candidati appartenenti a questo segmento ha alle spalle una significativa esperienza, ma il numero dei più giovani, i cosiddetti new talent, ovvero professionisti di età inferiore a 35 anni, sta crescendo velocemente. La motivazione principale alla base della decisione di cambiare è sempre la possibilità di seguire al meglio i propri clienti, per qualsiasi esigenza finanziaria si presenti»

**DARIO DI MURO**

una proporzione di oltre l'80% sul numero totale dei nuovi ingressi». E aggiunge **Gianluca Scelzo** consigliere delegato di **Copernico Sim**: «Mai come in questo momento siamo stati alla ricerca di consulenti bancari che si vogliano approcciare a un modello più libero». Infine, conferma in pieno il rinnovato interesse delle reti per questo target di professionisti **Marco Ferrari**, national recruiting manager di **Banca Widiba**: «Il reclutamento dei professionisti provenienti dalle filiali di banca costituisce, ormai da diversi anni, un elemento fondamentale per la strategia di recruiting della nostra rete. Molti dipendenti bancari scelgono il modello di pianificazione patrimoniale

globale di Banca Widiba per abbracciare la libera professione, per il particolare modello di consulenza basato su una piattaforma digitale fully paperless che gode di un certificato di qualità e indipendenza Uni Iso, un unicum sul mercato. Inoltre, le politiche commerciali della Banca, prive di qualunque indicazione di prodotto e con i tools di wealth management più evoluti del sistema, pongono i nostri private banker nelle migliori condizioni per proporre soluzioni di consulenza patrimoniale nel reale interesse del cliente. Infine, la nostra offerta è completata da tutta la serie dei servizi bancari, ivi compresi tutti i prodotti di impiego, sia verso gli investitori privati, sia verso le società. Grazie all'esperienza acquisita nel mondo bancario e alla conoscenza dei bisogni della loro clientela, a qualunque cluster appartengano, questi professionisti diventano fondamentali per la crescita della nostra rete».

#### UN VUOTO DA RIEMPIRE

Con la fine del secolo scorso e l'inizio degli anni 2000, il passaggio da bancario a consulente era spesso una necessità. Gli istituti di credito, con l'avvio della digitalizzazione, dovevano gestire pesanti riduzioni di personale e uno dei possibili sbocchi era rappresentato dalle reti. Rispetto al lavoro tradizionale allo sportello, significava fare un salto enorme, cambiare totalmente mentalità. E non erano pochi coloro che non ci riuscivano. Oggi le reti rappresentano un universo molto complesso, in grado di ereditare e migliorare, senza le rigidità del vecchio sistema, il ruolo centrale che, specie nelle località di provincia, gli istituti di credito portavano avanti. La scomparsa delle banche più piccole, fortemente legate al territorio, ha lasciato un vuoto che le società di consulenza finanziaria stanno riempiendo.



**GIANLUCA SCELZO**  
consigliere delegato  
Copernico Sim

«Vorrei essere un po' provocatorio: esiste oggi un lavoro più ad alto rischio del dipendente bancario? Leggendo i giornali, si capisce bene che il settore creditizio è in enorme trasformazione e ci sono probabilmente migliaia di persone che dovranno comunque adeguarsi a questo cambiamento. Post Covid, i contratti, anche all'interno della banca, si stanno sempre di più spostando verso strutture ibride e indirizzate alla libera professione»

**GIANLUCA SCELZO**





**GIANLUCA BOSISIO**  
direttore generale  
Banca Mediolanum

*«Incontrando molti bancari, spesso emerge una certa sofferenza per un ruolo sempre più schiacciato verso un'operatività burocratico/amministrativa, che destina sempre meno tempo e risorse allo sviluppo della relazione. Eppure, molti professionisti di istituti tradizionali vorrebbero tornare a ricoprire il ruolo del banchiere di famiglia, della guida che conosce a fondo le dinamiche familiari, oltre ai bisogni e ai progetti di vita»*

**GIANLUCA BOSISIO**

Al di là dei riferimenti alla propria società, si tratta di un trend che **Gianluca Bosisio**, direttore generale di **Banca Mediolanum**, coglie e spiega con estrema lucidità: al bancario non è più chiesto di cambiare lavoro, ma semplicemente di proseguire il suo tradizionale impegno in una struttura più dinamica ed efficiente. «Definire Mediolanum una "rete" oggi è veramente riduttivo. Siamo, infatti, uno dei principali player bancari del nostro Paese e, a riprova, dal gennaio 2022 siamo ricompresi tra le significant bank europee, vigilate da Bce. Quindi, per rispondere alla domanda, Banca Mediolanum rappresenta un'opzione per le professionalità presenti nel mondo bancario tradizionale che sono alla ricerca di nuove prospettive di carriera e di vita. Offriamo loro l'opportunità

di proseguire il proprio percorso professionale in una realtà bancaria in continua espansione, con una solidità patrimoniale tra le più alte in Europa, guidata e posseduta dalla famiglia Doris, la cui visione imprenditoriale garantisce stabilità, sicurezza e sviluppo nel lungo termine. Vediamo qualche numero sul 2022, un anno oggettivamente complesso, ma per noi il secondo anno record. Se prendiamo le classifiche di Assoreti come base dati, siamo la banca che eroga il 55% di mutui, l'81% di prestiti e il 98% di polizze protezione. Abbiamo uno stock crediti che a fine 2022 ha superato 16 miliardi di euro, molto più di quanto fatto da banche tradizionali di medie dimensioni. Abbiamo un modello di servizio talmente apprezzato da fare diventare Mediolanum la banca più consigliata dai propri clienti, secondo una ricerca Doxa. Questa reputazione ha contribuito all'acquisizione di oltre 168 mila nuovi clienti. Concludo quindi confermando che i bancari sono un target di professionisti al quale guardiamo con molta attenzione e per i quali Banca Mediolanum può essere la migliore opzione sul mercato di prosecuzione della propria carriera».

#### **CERCANSI GIOVANI**

**Stefano Lenti**, responsabile area consulenti finanziari di **Banca Generali**, mette l'accento su un altro problema: la necessità di rinnovare con nuovi inserimenti dall'esterno una professione che, nonostante la forte crescita professionale di questi anni, fa fatica a trovare giovani disposti a impegnarsi: la costante crescita dell'età media è una difficoltà che sta diventando sempre più evidente: «Da sempre, il mondo delle banche tradizionali e dei private banker rappresenta un bacino di crescita importante per il nostro settore. Nonostante il rallentamento del reclutamento avvenuto nel 2022, legato meramente al contesto di mercato, il trend non si arresterà. Tutto ciò è collegato non solo all'opportunità di crescere in termini di masse per le aziende con "iniezioni" di nuovi professionisti, ma anche alla possibilità di ringiovanire un settore, quello della consulenza finanziaria, che ha un solo grande problema: l'età media in continua crescita. Infatti, le reti hanno consulenti con portafogli sempre più grandi, e professionalità elevatissime, ma fanno fatica a gestire il prossimo ricambio generazionale e l'unico modo per farlo con persone già professionalizzate è attingere dal sistema bancario tradizionale». C'è anche il caso di reti che non sono alla caccia spasmodica di bancari, ma che se trovano la persona giusta non se lo fanno ripetere due



**STEFANO LENTI**  
responsabile area consulenti finanziari  
Banca Generali

*«Da sempre il mondo delle banche tradizionali e dei private banker rappresenta un bacino di crescita importante per il nostro settore. Nonostante il rallentamento del reclutamento avvenuto nel 2022, legato meramente al contesto di mercato, il trend non si arresterà. Tutto ciò è collegato non solo all'opportunità di crescere in termini di masse per le aziende con "iniezioni" di nuovi professionisti, ma anche alla possibilità di ringiovanire un settore, quello della consulenza finanziaria, che ha un solo grande problema: l'età media in continua crescita»*

**STEFANO LENTI**

volte. A parlarne è **Massimo Taricco**, vicedirettore commerciale di **Banca Patrimonio Sella & C.** «La premessa è che la crescita della nostra rete non è mai stata codificata o indirizzata verso precisi segmenti di mercato. Al contrario, preferiamo ascoltare e restare ricettivi rispetto alle esigenze di chi, svolgendo



**MASSIMO TARICCO**  
**vice direttore commerciale**  
**Banca Patrimoni Sella & C.**

*«Bisogna considerare l'elemento imprenditoriale: a motivare il passaggio è spesso il desiderio di fare sì che il proprio lavoro non sia costituito solo da conformità e attività standardizzate, ma al contrario si nutra di sviluppo della fiducia della propria clientela e dei portafogli a questa riferibili»*

**MASSIMO TARICCO**

la professione legata alla consulenza finanziaria, risente di un non perfetto allineamento di pensiero con le strategie delle aziende di provenienza. Ciò ha comportato una situazione per cui negli ultimi anni abbiamo effettivamente assecondato il passaggio di alcuni impiegati bancari che hanno ridefinito con successo il proprio profilo. In estrema sintesi, dunque, sì, è un aspetto al quale guardiamo con interesse e favore».

#### **QUALE IDENTIKIT?**

Qual è l'identikit di chi fa una scelta di campo così importante? Quali sono le motivazioni di coloro che decidono di passare da uno dei lavori più statici a una professione che è di carattere imprenditoriale e, per definizione, molto dinamica? Una prima risposta arriva da Dario Di Muro di Fideuram Ispb: «Il profilo tipico è quello di un professionista con buone capacità relazionali e competenze tecniche, non necessariamente limitate alla gestione di portafogli, ma sempre più spesso orientate

anche all'attività creditizia. La maggior parte dei candidati appartenenti a questo segmento ha alle spalle una significativa esperienza, ma il numero dei più giovani, i cosiddetti new talent, ovvero professionisti di età inferiore a 35 anni, sta crescendo velocemente. La motivazione principale alla base della decisione di cambiare è sempre la possibilità di seguire al meglio i propri clienti, per qualsiasi esigenza finanziaria si presenti loro e durante tutto il ciclo di vita, supportati da una struttura di offerta, di consulenza e di formazione all'avanguardia nel settore a livello non solo nazionale. La possibilità poi di avviare un'attività che potrebbe essere oggetto di un eventuale passaggio generazionale (padre-figlio) rappresenta per tutti un obiettivo molto stimolante. Certamente, anche le motivazioni economiche sono importanti, viste le grandi opportunità presenti e future, sebbene non siano mai la prima ragione alla base del cambiamento».

Un'altra delle motivazioni forti alla base della scelta di un nuovo impegno da parte di molti ex sportellisti è proprio la ricerca di un cambio di passo professionale: la vecchia banca non sembra più adeguata alle necessità professionali ed esistenziali di una persona, specie se giovane, che cerca di inserirsi in un mondo lavorativo più dinamico e complesso.

**Marco Ferrari di Banca Widiba**, lo spiega in maniera molto chiara: «La ricerca di maggiore flessibilità e autonomia accomuna coloro che scelgono di diventare consulenti finanziari. Se, a livello personale, è più facile gestire il tempo di vita e il tempo di lavoro, professionalmente vengono superati i classici processi aziendali. La struttura snella di Banca Widiba, in particolare, facilita il rapporto e la collaborazione con i colleghi e crea un filo diretto con il management, semplificando il lavoro e l'operatività. Recentemente è stato anche lanciato il nuovo servizio "Team Cf", in grado di garantire un'attività di consulenza a 360 gradi, mettendo a fattor comune le professionalità e le caratteristiche personali dei consulenti finanziari e favorendo la collaborazione nella gestione della clientela. Chi decide di abbracciare questa professione è anche alla ricerca di una relazione professionale nuova e maggiormente specialistica con gli investitori e punta a offrire un servizio di private banking di grande qualità. Il nostro modello di consulenza ad architettura aperta, senza confini di interesse, permette inoltre ai consulenti finanziari di proporre soluzioni di investimento pensate su misura e sempre nell'interesse dei clienti. La ricerca di maggiori stimoli, anche di natura



**MARCO FERRARI**  
**national recruiting manager**  
**Banca Widiba**

*«La ricerca di maggiore flessibilità e autonomia accomuna coloro che scelgono di diventare consulenti finanziari. Se, a livello personale, è più facile gestire il tempo di vita e il tempo di lavoro, professionalmente vengono superati i classici processi aziendali. La struttura snella di Banca Widiba, in particolare, facilita il rapporto e la collaborazione con i colleghi e crea un filo diretto con il management, semplificando il lavoro e l'operatività»*

**MARCO FERRARI**

economica, rappresenta sicuramente un'altra motivazione forte per i dipendenti bancari: il settore della consulenza finanziaria è infatti molto dinamico. Banca Widiba è una realtà in continuo movimento, nativa digitale, che ha fatto dell'innovazione uno dei suoi pilastri. Chi decide di unirsi alla nostra rete sceglie anche di formarsi, di restare aggiornato e di investire nel proprio futuro professionale».

#### **LIBERTÀ VO' CERCANDO**

Su una linea non molto diversa Stefano Lenzi di Banca Generali, che vede nell'indubbio salto economico che il passaggio da una

professione all'altra comporta, un elemento in fondo secondario: il modo di lavorare delle aziende di credito e la mancanza di libertà nel rapporto con la clientela sono spiegazioni probabilmente molto più vicine alla realtà: «Le motivazioni di chi fa questa scelta sono ormai chiare e in grande evoluzione. Mentre in passato una delle leve più importanti poteva essere quella economica o una migliore gestione del proprio tempo, oggi chi compie questa scelta lo fa per due motivi principali. Il primo è legato alle eccessive pressioni commerciali che le banche hanno iniziato a fare da 10 anni a questa parte per collocare i prodotti di loro interesse e ciò non è più sostenibile per molti dipendenti. Il secondo, spero più importante, è proprio la voglia di una crescita professionale, basata su piani formativi specifici, su livelli di servizio migliori e una libertà di azione che solo le aziende basate su un modello di business che ha come perno centrale il consulente finanziario sono in grado di dare. Direi che la crisi del settore bancario tradizionale e la crescita inarrestabile che le reti hanno messo a segno negli ultimi 15 anni dimostrano l'oggettività di questa analisi e il gap non può che continuare ad aumentare».

#### GLI ELEMENTI CHIAVE

Ma parlare solo di bancari è probabilmente offrire una definizione abbastanza limitante. All'interno di uno sportello ci sono competenze abbastanza diversificate e anche la visione del tradizionale impiegato bancario

generico non è più molto attuale. Per le società di collocamento di prodotti finanziari si tratta di scegliere anche tra i diversi ruoli bancari. Gianluca Bosisio, di Banca Mediolanum, è comunque convinto che anche operatori con competenze molto diverse possano trovare un'opportunità di cambiamento: «Non abbiamo preferenze di ruolo: incontriamo direttori di filiale, sviluppatori del business, gestori di portafogli, ma anche addetti del credito. Tuttavia, il minimo comun denominatore che accomuna i candidati ideali riguarda la presenza di alcuni elementi chiave predittivi sulla potenzialità di successo. Il banker ideale deve avere un mercato di riferimento, una reputazione forte e riconoscibile sul territorio, essere portato per le relazioni e avere un'attitudine alla preparazione. Una forte motivazione e determinazione fungono da propulsore per rimanere focalizzati sull'obiettivo. Incontrando molti bancari, spesso emerge una certa sofferenza per un ruolo sempre più schiacciato verso un'operatività burocratico/amministrativa, che destina sempre meno tempo e risorse allo sviluppo della relazione. Eppure, molti professionisti di istituti tradizionali vorrebbero tornare a ricoprire il ruolo del banchiere di famiglia, della guida che conosce a fondo le dinamiche familiari, oltre ai bisogni e ai progetti di vita. Quel ruolo che in Banca Mediolanum tuttora è centrale e che abbiamo identificato nel family banker».

Non manca anche chi, come Massimo Taricco di Banca Patrimoni Sella & C, mette l'accento sul lato psicologico del passaggio a una rete: «Tracciare un identikit preciso non è cosa

semplice. Possiamo, a grandi linee, identificare caratteristiche trasversali alla maggioranza dei candidati, in primis una forte passione per la tipologia di questo mestiere. Alcuni, infatti, hanno vissuto il tipico percorso bancario partendo dai lavori più consueti, come le attività allo sportello, a contatto con il pubblico, per poi avvicinarsi e appassionarsi all'ambito degli investimenti. Accanto alla gestione del cliente, per la quale è già richiesta una certa predisposizione, si aggiunge quindi l'interesse e la convinzione verso una professione costruita gradualmente nel settore degli investimenti. A ciò si aggiunge un tema, più psicologico, che attiene al valore della relazione interpersonale. Spesso il private banker che lavora con coscienza assurge al ruolo di confidente, uscendo dalla mera dimensione della consulenza sugli investimenti e diventa un punto di riferimento a tutto tondo per il cliente e la sua famiglia. Si crea un legame di fiducia difficile da sciogliere, anche laddove molte realtà del nostro settore tendono a spersonalizzare e disincentivare il consolidamento di questo genere di rapporto. Infine, naturalmente, bisogna considerare l'elemento imprenditoriale: a motivare il passaggio è spesso il desiderio di fare sì che il proprio lavoro non sia costituito solo da conformità e attività standardizzate, ma al contrario si nutra di sviluppo della fiducia della propria clientela e dei portafogli a questa riferibili.

#### UNA LOGICA VECCHIA

Una visione certamente diversa la offre Gianluca Scelzo di Copernico Sim, che rovescia la vecchia logica del posto sicuro in banca: «Il nostro candidato ideale ha da 35 a 50 anni, almeno 10 anni di esperienza e nessuna limitazione sul territorio nazionale. Vorrei essere un po' provocatorio: esiste oggi un lavoro più ad alto rischio del dipendente bancario? Leggendo i giornali, si capisce bene che il settore creditizio è in enorme trasformazione e ci sono probabilmente migliaia di persone che dovranno comunque adeguarsi a questo cambiamento. Post Covid, i contratti, anche all'interno della banca, si stanno sempre di più spostando verso strutture ibride e indirizzate alla libera professione. Uno dei vantaggi di essere libero professionista è avere una moltitudine di clienti, ognuno dei quali diventa datore di lavoro, riducendo quindi il rischio rispetto a essere pagati il 27 del mese da un'unica entità. Le nuove generazioni stanno intuendo sempre più questa problematica e credo che saranno via via più indirizzate verso la libera professione rispetto a un tempo».



# Soluzioni per proteggere il patrimonio

a cura di Arianna Cavigioli

Difficile contesto geopolitico, caro energia, stretta delle banche centrali e un'inflazione che non si registrava in Europa da circa 40 anni sono le complessità che hanno caratterizzato il 2022 e che continuano in questa prima parte del 2023, lasciando i risparmiatori in balia di emotività e incertezza. Le incognite di breve sono molte, ma altrettante sono anche le opportunità da cogliere nel campo degli investimenti. «Banca Generali è pronta a cogliere queste opportunità tracciando un chiaro percorso di crescita basato su tre pilastri chiave: il valore del servizio, l'innovazione e la sostenibilità», commenta **Stefano Lenti**, responsabile area consulenti finanziari di **Banca Generali**, che aggiunge. «Fino a oggi i mercati hanno scontato le dinamiche indotte da tassi di interesse particolarmente bassi, ma, dopo gli interventi delle banche centrali, il rialzo ha risvegliato l'interesse degli investimenti in ambito assicurativo: con gli elevati livelli di inflazione e la volatilità sui mercati, questo tipo di soluzioni rappresenta una risposta concreta per la minimizzazione dei rischi con maggiori livelli di protezione grazie a una strategia di portafoglio basata sulla diversificazione». Secondo la banca del Leone, quindi, la strada da intraprendere è quella della prudenza: da una parte la forza degli strumenti assicurativi sviluppati in sinergia col gruppo Generali per garantire la sicurezza di una parte del portafoglio, dall'altra l'attenzione all'importanza della gestione attiva e adattiva che consenta di bilanciare l'esposizione in modo rapido a seconda del contesto. Questi i temi al centro degli incontri che la banca private ha tenuto sul territorio rivolti alla rete dei

consulenti con l'obiettivo di tracciare le linee guida per affrontare i mesi a venire. Nel dettaglio, l'attenzione dei professionisti si concentra al momento su **BG Oltre**, il contenitore multilinea che abbina protezione agli ambiti di investimento sostenibili su tre principali mega trend sostenibili (People, Planet e Digital Transformation), e poi **Bg Collection**, la rinnovata soluzione di fondi di fondi che si presenta ancora più competitiva ed efficiente per la diversificazione degli orizzonti di investimento. «La gestione dinamica del rischio, con la possibilità di combinare liberamente l'investimento in fondi interni associati a una gestione separata con una componente low risk, fanno della **BG Oltre** una soluzione strategica con protezione dinamica basata sui future trend», prosegue Lenti. «La forte richiesta di protezione da parte dei clienti ci ha spinti, infatti, a offrire una gestione attiva e adattiva che consenta di costruire su misura un portafoglio basato sulle esigenze delle famiglie».



**STEFANO LENTI**  
responsabile area  
consulenti finanziari  
Banca Generali

La **Bg Collection** propone invece una serie di fondi di fondi per investire in modo semplice. E conclude Lenti: «Diversifichiamo grazie alla professionalità e alla competenza dei nostri gestori, offrendo così un servizio che riprende l'approccio e la qualità offerta dalle nostre gestioni patrimoniali. Una novità di grande interesse per la clientela affluent, cui puntiamo in modo deciso per incrementare i nostri asset under management. Abbiamo messo mano ai contenitori di casa con linee di investimento create ad hoc per chi mira a conservare il proprio capitale nel contesto attuale. Le soluzioni discusse durante gli incontri territoriali sono pensate per chi ha l'obiettivo di proteggere il capitale investito dagli elevati livelli di volatilità attraverso una costruzione di portafoglio modulabile con una gestione attiva/adattiva cogliendo le opportunità di mercato nel medio periodo. Una strategia che richiede grande attenzione, analisi e conoscenza del settore».



# Italconcia, creare pelli sostenibili

a cura di Emanuela Zini



**Italconcia 1973** è un'azienda conciaria di Castelfranco di Sotto (Pi) che ha deciso di affrontare una sfida diventata oramai imprescindibile: la lotta al cambiamento climatico. Fondi&Sicav ne ha discusso con **Andrea Martini**, general manager della società.

## **Come è cambiato negli anni il vostro modello di business?**

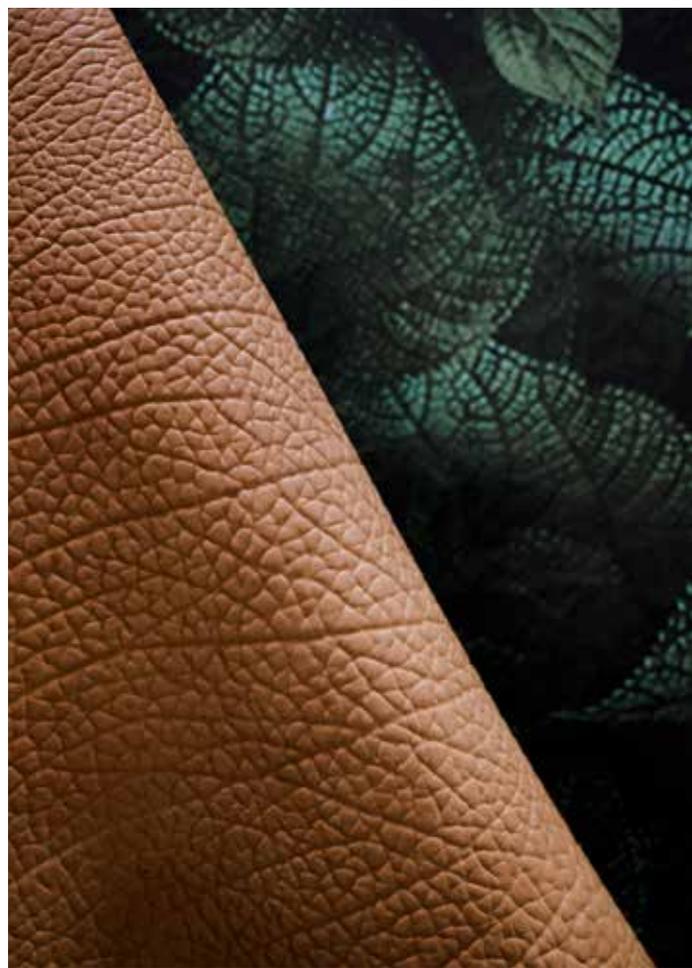
«Siamo nati come impresa di famiglia fortemente specializzata nella lavorazione della pelle di vitello. Negli ultimi anni ci siamo concentrati su nuovi progetti legati alla trasformazione sostenibile. È un passaggio fondamentale, necessario per adeguarci alle necessità dei nostri clienti in termini di sostenibilità e riciclo degli scarti di produzione. Abbiamo infatti messo a punto un processo di concia vegetale che ha dato origine a BioBasedLeather® (Bbl), un pellame costituito per il 97% da materia organica proveniente da fonti rinnovabili, e il progetto BeFuture, che consente di offrire un servizio di ritiro e trasformazione in biofertilizzante dei ritagli».

## **Che cos'è la concia vegetale?**

«Le tematiche legate alla sostenibilità hanno fatto emergere in modo determinante l'attenzione verso prodotti a basso impatto ambientale. La ricerca di nuovi materiali è diventata una sfida per i player del mercato del lusso e della moda in generale, che sono sempre più oggetto di pressione da parte dei consumatori per diminuire l'impatto inquinante del settore. Per quanto riguarda, invece, il mercato, c'è stato, o meglio, è in essere, un processo di standardizzazione qualitativa dei processi. La necessità di adeguamento alle norme previste dal Green Deal Europeo 2040 ha attivato nelle aziende un maggiore controllo dei reflui e attenzione al risparmio di acqua, all'uso di energie rinnovabili e all'eliminazione di sostanze derivanti dal petrolio. Per noi è stata una grande sfida: siamo una piccola realtà, ma la consapevolezza di dovere modificare le nostre modalità di concia, scegliendo di utilizzare i tannini, elementi già presenti in natura, ha guidato i nostri passi».

## **Come vi siete mossi?**

«Abbiamo sperimentato per tre anni



ricette differenti, coadiuvati da diversi istituti di ricerca indipendenti, sino ad arrivare sul mercato con il nuovo prodotto: BioBasedLeather® (Bbl). È un progetto che si spinge oltre i requisiti di biocompatibilità. Il processo di concia è infatti caratterizzato dall'assenza di sostanze altamente pericolose Crm (cancerogene/retrotossiche/mutagene). L'intero ciclo di vita del nostro prodotto (from-cradle-to-grave) è carbon neutral: il processo produttivo utilizza unicamente energia proveniente da fonti rinnovabili. Il carbon footprint è minimizzato grazie alla tracciabilità e alla forte governance della supply chain».

#### **Quanto è importante la governance della filiera?**

«La filiera produttiva è per noi un elemento fondamentale: abbiamo bisogno di avere accanto fornitori certificati di materie prime, dai tannini per la concia ai fornitori stessi delle pelli, che devono essere tutti collegati ad allevamenti presenti in Europa, in particolare in Italia, Francia, Olanda e Irlanda. Con il Bbl abbiamo ulterior-

mente accorciato la filiera, perché la scelta è stata di selezionare principalmente il macello italiano e, per usare un termine conosciuto, possiamo dichiararci a chilometro zero. Quando si parla di tracciabilità, serve una responsabilità condivisa, che garantisca il prodotto finito e che rafforzi l'idea originaria della nostra azienda di produrre qualità. Dobbiamo avere partner che fanno attenzione ai consumi di acqua, che usano energie rinnovabili, che abbassano le emissioni di CO2. Solo con un'attenzione di filiera, il progetto prende davvero vita e valore. Sono gli attori di questo processo che sono deputati al controllo. Noi certifichiamo che i pellami arrivino da geografie gradite ai clienti, che i fornitori garantiscano la filiera richiesta dalla certificazione Leather Working Group (Lwg) e che i loro consumi di acqua ed energia rispettino le regole che abbiamo dato al progetto».

#### **Le vostre regole sono certificate?**

«Sì. In particolare, l'ottenimento della certificazione Lwg è stato per noi un risultato importante e fondamentale per la

nostra attività. Lwg è un'organizzazione internazionale, senza fini di lucro, che lavora per migliorare l'impatto ambientale della filiera della pelle attraverso la certificazione di audit. Quest'ultima punta a valutare le prestazioni ambientali e la conformità degli impianti di produzione della pelle. Nello specifico, verifica i seguenti aspetti: il consumo di acqua ed energia, la gestione dei rifiuti solidi e degli effluenti, le emissioni in aria e il rumore, la tracciabilità, la salute e la sicurezza, la gestione chimica e le sostanze soggette a restrizioni e conformità e la gestione del cromo VI (Cromo esavalente). Spetta invece a Herambiente Spa, nostro partner per il ritiro dei ritagli, omologare il fornitore e analizzare i rifiuti prima di trasferirli all'azienda che li trasforma in biofertilizzante. Tutto è trasparente e tracciabile. Inoltre, posso dire che la nostra ambizione futura è mettere in blockchain tutto il processo».

#### **Avete strutturato il ciclo di produzione di Bbl all'interno di un'ottica di economia circolare?**



«Sì, una volta raggiunto il risultato che volevamo ottenere in termini produttivi, di qualità e di caratteristiche tecniche della pelle, abbiamo iniziato ad analizzare il tema degli scarti di produzione, che, sembra paradossale, ma sono il vero problema del nostro settore. Una borsa, una volta realizzata, ha una vita media lunga, può entrare a fare parte del sistema di vendita second hand, ma gli scarti produttivi devono essere smaltiti velocemente, poiché hanno un impatto elevato di produzione di CO2. Perciò, partendo dai nostri scarti produttivi, composti da piccoli ritagli di pelle e polvere di rasatura abbiamo dato vita a un processo di economia circolare che abbiamo chiamato BeFuture, grazie alla possibilità di riutilizzare gli scarti che, trasformati in materia prima seconda, rinascono sotto forma di fertilizzante biologico».

**Questi processi vengono utilizzati solo da voi?**

«Ci siamo chiesti se questa opportunità poteva essere offerta/sfruttata anche dai nostri clienti, che, molto più di una conceria, producono scarti in fase produttiva. Abbiamo così sviluppato un accordo con Herambiente Servizi Industriali, la realtà nata all'interno di Herambien-

te (Gruppo Hera), leader nazionale nel trattamento, recupero e smaltimento rifiuti, grazie al quale possiamo offrire il ritiro degli scarti di produzione su tutto il territorio nazionale attraverso una società specializzata a trasformarli in biofertilizzanti. La procedura è molto agile, semplice, prevede la compilazione di un modulo da parte del terzista che produce per un brand, un'omologa rilasciata da Herambiente, la raccolta separata dei ritagli del Bbl e la successiva

trasformazione. Il terzista non ha costi di smaltimento degli scarti produttivi, perché vogliamo incentivare l'educazione alla gestione differenziata e solo con un po' di attenzione al processo produttivo è possibile non mescolare i ritagli di produzione. Perché si possa essere sostenibili senza per forza avere costi eccessivi, è necessario effettuare un'attenta analisi e una buona pianificazione per sviluppare filiere responsabili di economia circolare e abbattere anche le emissioni indirette».





Le **interviste esclusive**  
di Fondi&Sicav ai protagonisti  
del cambiamento



disponibile su:

Spreaker   Spotify  Podcast Addict  deezer  Google Podcasts

DALLE NOSTRE RADICI,  
NASCE VALORE PER IL VOSTRO FUTURO.



Ph. Vincent Peters | EMPORIO

**CREDEM**

**EUROMOBILIARE  
PRIVATE BANKING**

Messaggio pubblicitario con finalità promozionale. Credem Euromobiliare Private Banking S.p.A. - Sede legale: via Emilia San Pietro 4, 42121 Reggio nell'Emilia - Iscritta all'Albo delle Banche (al n. 4999) e all'Albo dei Gruppi Bancari tenuto dalla Banca d'Italia - Società soggetta ad attività di direzione e coordinamento (ex art. 2497 bis c.c.) da parte di Credito Emiliano S.p.A. Aderente al Fondo interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia - Società autorizzata e vigilata da Banca d'Italia, CONSOB ed IVASS. [www.credemeuromobiliarepb.it](http://www.credemeuromobiliarepb.it)