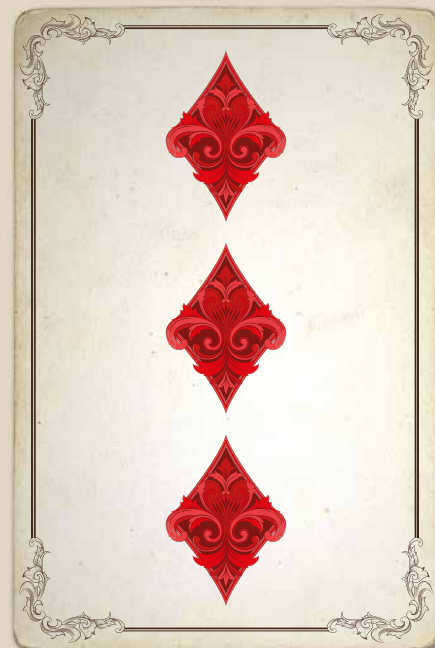
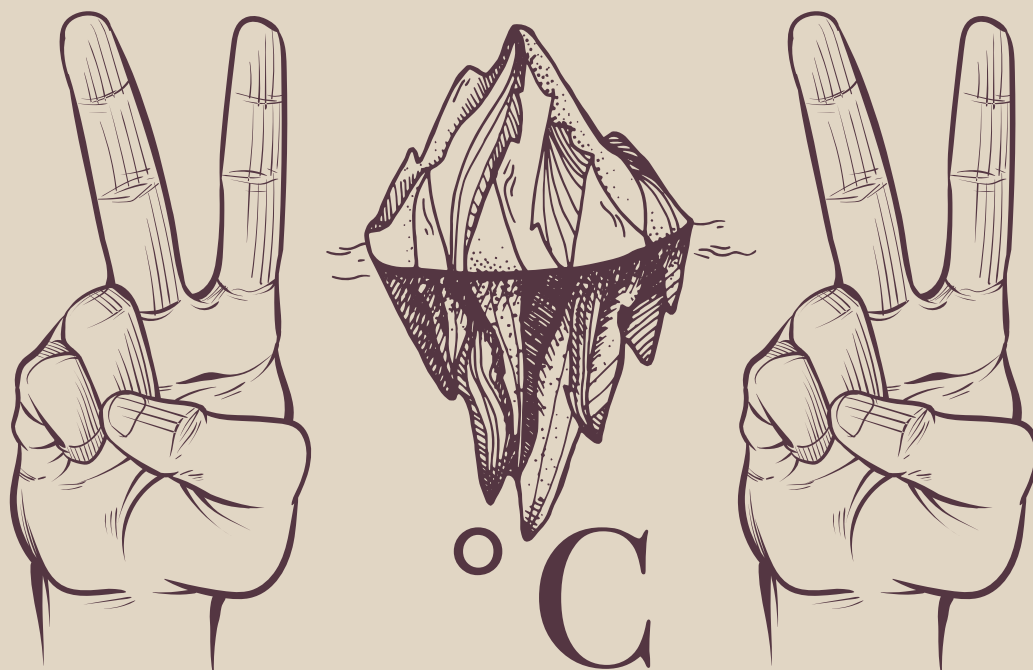


FR

FocusRisparmio

ANNO 11 - NUMERO 1
GENNAIO/FEBBRAIO 2023

~~€5,90~~



REBUS 2023

Movimenti dell'inflazione e rischio tasso.
Rendimenti obbligazionari e valutazioni azionarie.

Come affrontare in modo consapevole
le incognite e le opportunità del nuovo anno



FIXED INCOME



Liberi di esplorare



**Liberi di esplorare le
profondità del Reddito Fisso**

Scopri come il nostro approccio attivo ci rende liberi

Essere liberi di esplorare significa avere libertà di pensare, di prendere decisioni oculate e di scegliere la propria strada per individuare le migliori opportunità del mondo obbligazionario. Per oltre 50 anni, il processo, il rigore e la disciplina che definiscono la nostra libertà di approccio ci hanno permesso di offrire risultati in diversi scenari di mercato.

Esplora il Reddito Fisso con troweprice.it/fixedincome



Capitale a rischio. Per soli clienti professionali. Ulteriore diffusione non ammessa.

Informazioni Importanti

Il materiale ha solo scopo informativo e/o di marketing e non è un consiglio o una raccomandazione di investimento. Consigliamo ai potenziali investitori di richiedere una consulenza legale, finanziaria e fiscale indipendente prima di assumere qualsiasi decisione di investimento. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Prima di ogni sottoscrizione leggere il prospetto ed il KIID.** Distribuito in Italia da T. Rowe Price (Luxembourg) Management S.à r.l. 35 Boulevard du Prince Henri L-1724 Lussemburgo, autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier lussemburghese. © 2022 T. Rowe Price. Tutti i diritti riservati. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE e l'immagine della pecora delle Montagne Rocciose sono, collettivamente e/o singolarmente, marchi commerciali di T. Rowe Price Group, Inc. LNR: 202203-2074135

Editoriale



L'ANNO DELLA CONSAPEVOLEZZA

DI JEAN-LUC GATTI

QR CODE
SCAN

Sarà un anno tutto da scoprire e di certo non mancheranno le incognite. D'altronde ce lo ha insegnato quanto accaduto dall'inizio del 2020. Un lasso di tempo in cui si sono concentrati una serie di avvenimenti che hanno portato a quella che Giorgio De Rita, segretario generale Censis, definisce nel suo articolo per questo numero di FocusRisparmio "la grande transizione".

Sistemi produttivi, società e finanza sono cambiati. Il 2022 è stato l'anno in cui proprio quest'ultimo elemento ha subito lo stravolgimento più netto, con il ritorno dell'inflazione e dei tassi d'interesse nelle principali economie globali. È così che l'inizio d'anno e la prospettiva di breve periodo pongono gli investitori in bilico tra la voglia di ripartenza e il timore per un concreto rischio recessione.

Una delle qualità più importanti su cui concentrarsi per risolvere il "Rebus 2023" è allora quella della consapevolezza, che ritroviamo nel titolo della tredicesima edizione del Salone del Risparmio (16-18 maggio 2023). "Il risparmio oltre la crisi. Accompagnare l'investitore verso scelte consapevoli". Un auspicio e insieme un modo per porre l'accento sul ruolo sociale che il risparmio può giocare nel contribuire al rilancio dell'economia del paese e alla sua trasformazione.

L'impatto globale delle incertezze geopolitiche, della crisi energetica, della volatilità finanziaria e del ritorno dell'inflazione sono le principali fonti di un comprensibile timore che è ancora presente nel paese, come testimonia l'ultimo Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane. Lo studio certifica come l'80% degli italiani che investono i propri soldi ritenga "complessa" la gestione delle finanze personali, soprattutto a causa del contesto incerto e della crescita dei prezzi. Il 65% sembra comprendere gli effetti dell'inflazione, ma tra gli investitori che preferiscono tenere i risparmi sul conto corrente (21%) e tra quanti indicano l'inflazione tra i fattori di difficoltà (21%), rispettivamente più di un terzo e circa un quarto non coglie l'impatto della corsa dei prezzi sul proprio potere di acquisto.

I segnali non sono, però, solo negativi. Tutt'altro. Da parte di quegli investitori che popolano l'universo dei sottoscrittori di fondi comuni arrivano importanti dimostrazioni di maturità e solidità, così come dall'industria nel suo complesso. I dati preliminari sulla raccolta nell'anno appena concluso resi disponibili dall'Ufficio studi Assogestioni mostrano, infatti, la calma degli investitori nell'affrontare un'estrema volatilità dei mercati. Nessuna fuga con vendita di massa, e conseguente cristallizzazione delle perdite, nei momenti critici, ma un dato che nell'anno promette di confermarsi positivo.

Un importante effetto di equilibrio nei movimenti dell'industria è stato, inoltre, fornito dalla componente degli investitori professionali e da quella, sempre più rilevante, degli investitori istituzionali, su cui nel solo mese di dicembre si sono registrati afflussi per oltre 8 miliardi di euro. Un mix che lascia intravedere un'Italia sempre più matura nel rapporto con l'universo finanziario. Tocca a tutti noi lavorare perché questo non rimanga solo uno dei tanti buoni propositi di inizio anno.

STORYBOARD



I9 Scenari

Il cambio di contesto macro visto sotto le lenti della teoria economica, del business e della consulenza, con un approfondimento delle prospettive del private banking

Macro, davvero sta cambiando qualcosa?
pag. 20

Private banking al centro del cambiamento
pag. 22

Ragaini (Aipb): "L'Italia svetta in Europa"
pag. 26

Ferrari (Capgemini): "Personalizzazione e AI per cavalcare il digitale"
pag. 28

Social & Web
pag. 30

The Big Picture
Risparmio Gestito
pag. 6

La raccolta resiste ai venti contrari
pag. 8

Il valore del tempo, una bella provocazione per il risparmio
pag. 10

Legge di bilancio, un'opportunità per gli investitori
pag. 12

L'anno della normativa sostenibile è il 2023
pag. 14

Prodotti, distribuzione digitalizzazione: looking ahead
pag. 16

L'Europa armonizza l'antiriciclaggio
pag. 18

3I Reddito fisso

L'asset class reclama un ruolo centrale in portafoglio. Tutto quello che c'è da sapere per accogliere il grande ritorno dell'obbligazionario



Colophon

Anno 11 - Numero 1
Gennaio / Febbraio 2023
Focus il Salone del Risparmio, periodico di informazione finanziaria di Assogestioni

Registrazione Tribunale di Milano
n. 189 del 24/04/2009

Editore
Assogestioni Servizi Srl
Via Andegari, 18 - 20121 Milano

Direttore responsabile
Jean-Luc Gatti

Caporedattore
Davide Mosca

In redazione
Antonio Potenza, Elisa Strada, Giulio Zangrandi

Hanno collaborato
Angelica Carlucci, Roberta

D'Apice, Giorgio De Rita, Sibilla Di Palma, Gaia Giorgio Fedi, Sergio Focardi, Arianna Immacolato, Francesco Lupi, Manuela Mazzoleni, Cinzia Meoni, Riccardo Morassut, Gabriele Petrucciani, Alessandra Russo

Progetto Grafico
Saywow.Studio

Stampatore
Quistampa s.r.l.
Gorla Minore (VA)

● Rendimenti in crescita.
Occhio alle trappole
pag. 38

● Bond sostenibili:
l'ora della selezione
pag. 40

● Il momento del credito
visto da AXA IM
pag. 42



48 Mercati

Il ciclo che non “finiva di finire” spazzato via da inflazione e tassi. Che cosa resterà di 15 anni di liquidità illimitata e dominio del “beta” di mercato

● L'economia nel 2023 tra freni e nuove possibilità
pag. 32

● La rinascita dei bond passa dalla Fed
pag. 34

● A volte (per fortuna) ritornano
pag. 36

● Recessione? Non è inevitabile
pag. 37

● Un portafoglio di qualità per superare il rischio recessione
pag. 43

● I mercanti emergenti recuperano terreno in portafoglio
pag. 44

● La Cina torna a essere appetibile
pag. 46

● Una fine ciclo che porta al punto di partenza
pag. 49

● Meno inflazione, più bond in portafoglio
pag. 51

● Nel fixed income la sostenibilità può spostare gli equilibri
pag. 54

● Multi-asset: bye-bye beta
pag. 56

● Wall street e Piazza affari: i titoli che hanno fatto la storia
pag. 58

● I grandi flop del ciclo economico
pag. 60

● Piazza affari diventa sempre più leggera
pag. 62

● Criptoalute, la svolta potrebbe essere vicina
pag. 65

Crediti fotografici
Imagoeconomica

Per le immagini senza crediti l'editore ha ricercato i titolari dei diritti fotografici senza riuscire a reperirli. Tuttavia è a completa disposizione per l'assolvimento di quanto occorre nei loro confronti.

Pubblicità
Marco Cortesi
marco.cortesi@assogestioni.it
T. +39 02 36165178

Contatti
c/o Assogestioni
Via Andegari, 18
20121 Milano
redazione@focusrisparmio.com
T. +39 02 361651.1
F. +39 02 361651.63

Chiuso in redazione
20 gennaio 2023

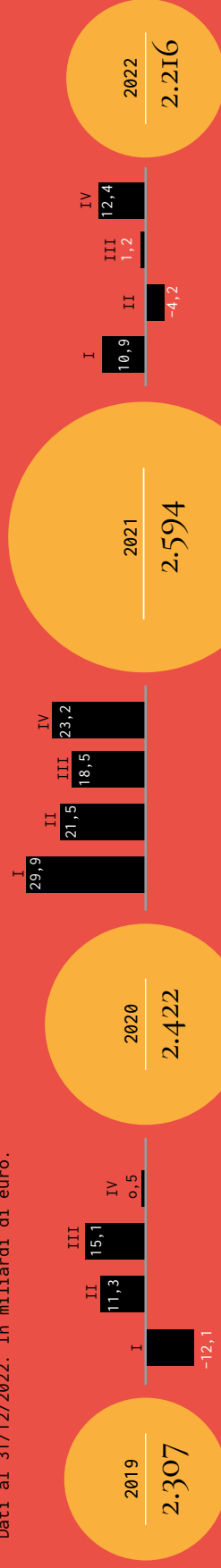
 Seguici su LinkedIn
@FocusRisparmio

 Seguici su Twitter
@FocusRisparmio

THE BIG PICTURE RISPARMIO GESTITO

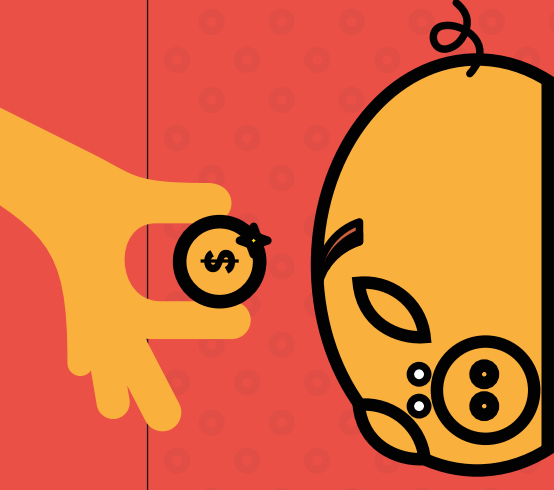
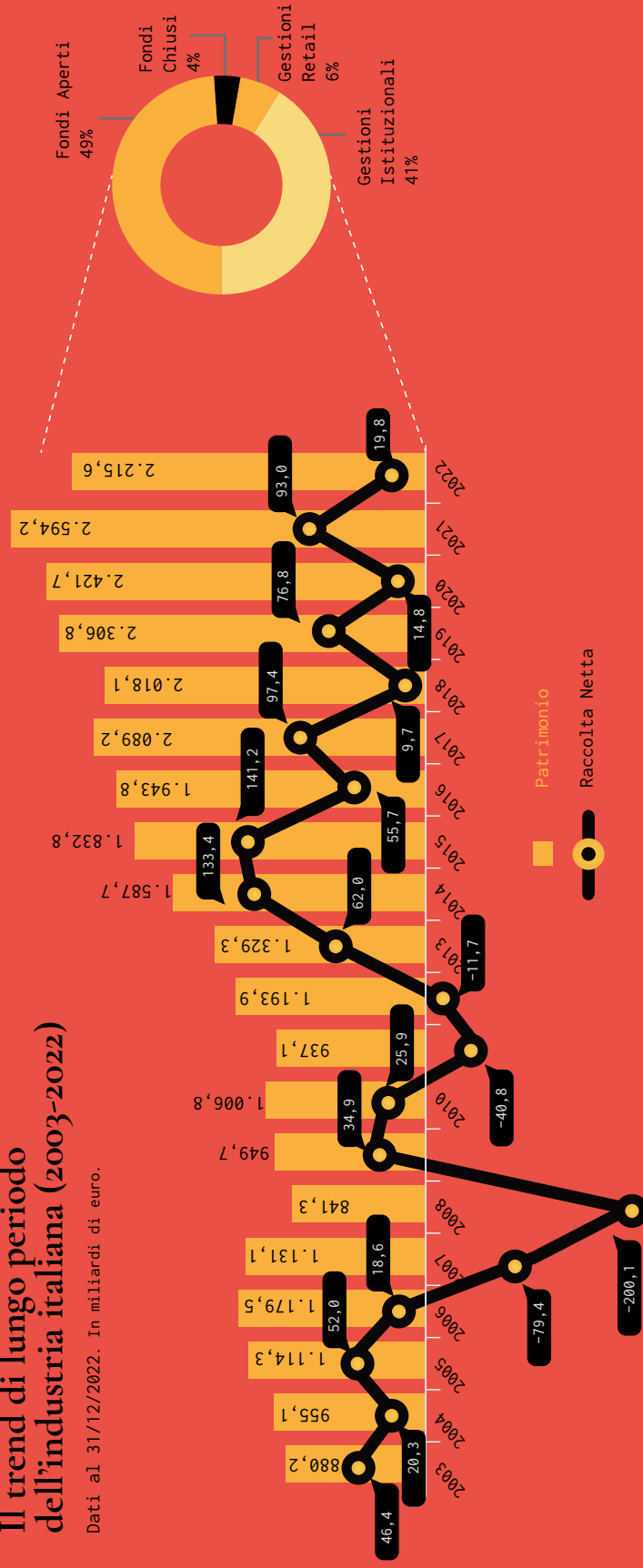
Raccolta e patrimonio negli ultimi due anni

Dati al 31/12/2022. In miliardi di euro.



Il trend di lungo periodo dell'industria italiana (2003-2022)

Dati al 31/12/2022. In miliardi di euro.



Fondi aperti: raccolta e patrimonio per categorie nel 2022

Dati al 31/12/2022.

	ITALIANI	ROUND-TRIP	ESTERI	TOTALE
AZIONARI	3.194	11.354	6.519	21.067
BILANCIATI	2.782	-285	1.957	4.454
MONETARI	1.286	2.980	2.147	6.413
OBBLIGAZIONARI	-4.280	-5.571	-6.856	-16.707
FLESSIBILI	-2.777	-1.393	-1.570	-5.740
HEDGE	-141	-3	-6	-150
TOTALE	64	7.082	2.191	9.337

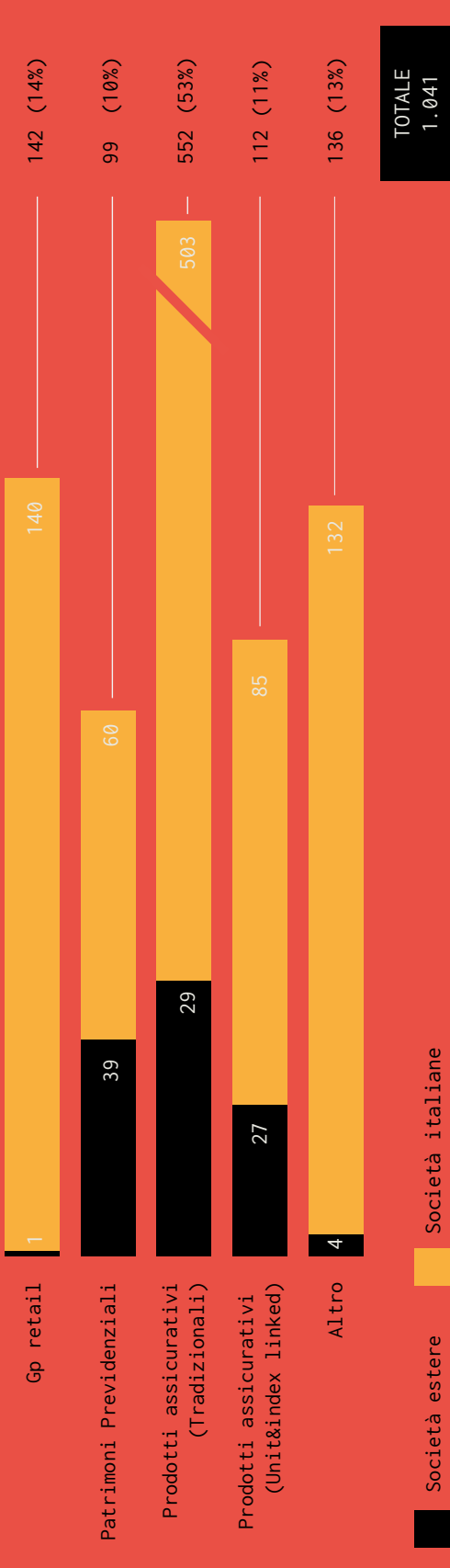
In milioni di euro

	ITALIANI	ROUND-TRIP	ESTERI	TOTALE
AZIONARI	29.281	80.566	218.134	327.981
BILANCIATI	42.293	27.107	71.745	141.145
MONETARI	3.129	24.059	16.238	43.426
OBBLIGAZIONARI	69.086	135.777	155.653	360.516
FLESSIBILI	83.175	67.097	49.617	199.889
HEDGE	1.294	48	410	1.752
TOTALE	228.258	334.654	511.797	1.074.709

In milioni di euro

Gestioni di portafoglio: patrimonio per tipo di prodotto

Dati al 30/09/2022. In miliardi di euro.





LA RACCOLTA DEL GESTITO RESISTE AI VENTI CONTRARI

In uno degli anni più difficili dal punto di vista geopolitico, macroeconomico e finanziario, il mercato italiano del risparmio gestito conferma la propria solidità registrando nel 2022 un dato preliminare di raccolta netta positiva pari a circa 20 miliardi di euro



L'anno appena trascorso è stato caratterizzato da una lunga serie di eventi che hanno causato una battuta d'arresto rispetto ai progressi registrati nel corso del 2021. Una difficile uscita dalla pandemia di Covid-19, lo scoppio del conflitto tra Russia e Ucraina e le già presenti problematiche nelle catene di approvvigionamento di materie prime ed energia hanno determinato importanti ripercussioni sull'economia globale. I rischi di una possibile recessione e soprattutto la corsa dell'inflazione hanno provocato un generale sentimento di avversione al rischio negli investitori. Contestualmente le banche centrali hanno adottato dopo molti anni politiche monetarie restrittive provocando un innalzamento nelle curve dei tassi obbligazionari.

EFFETTO MERCATO

In questo difficile scenario, i principali indici globali, azionari e obbligazionari, hanno registrato performance negative nell'ordine di oltre dieci punti percentuali.

Questo effetto performance negativo ha causato un calo del patrimonio complessivo del mercato italiano del risparmio gestito di circa il 15%: dai massimi di quasi 2.600 miliardi di euro di fine 2021 si sono toccati 2.200 miliardi a dicembre 2022.

Come anticipato, in termini di raccolta netta il 2022 si è chiuso con segno più proseguendo in un trend decennale di risultati positivi (ultimo anno negativo il 2012 con -12

miliardi di euro). Questa circostanza, avvenuta anche nel difficile biennio 2020-2021 durante il propagarsi della pandemia di Covid-19, dimostra come il mercato italiano del risparmio gestito abbia raggiunto una posizione di maturità e solidità.

RESILIENZA

Diversamente da quanto avvenuto nelle più recenti crisi del biennio 2007-2008 e del 2011-2012, il nostro mercato ha trovato la capacità di reggere a crisi e shock esterni grazie a una serie di fattori esogeni ed endogeni al settore. Tra i primi, figura il ruolo attivo dei regolatori e delle banche centrali nell'opera di rafforzamento dell'architettura del sistema finanziario al fine di evitare ulteriori shock sistemici.

Tra i fattori endogeni, nell'ultimo decennio si è rafforzata la presenza degli investitori istituzionali, il cui ruolo consente una maggiore stabilità nell'equilibrio dei flussi. Le masse in gestione di natura assicurativa e previdenziale sono infatti più che triplicate a partire dal 2011. Parallelamente, è cresciuta negli investitori retail una maggiore consapevolezza nelle proprie scelte di investimento grazie al fondamentale ruolo di tutta la filiera distributiva e consulenziale. Non si sono verificati, infatti, fenomeni di vendita massiccia sui prodotti di risparmio gestito, come testimoniano i dati di raccolta sul segmento retail, stimabili nei primi nove mesi del 2022 in afflussi per quasi 4 miliardi di euro.

ANDAMENTO PER PRODOTTO...

Le stime preliminari di fine 2022 registrano una raccolta complessivamente positiva per i fondi aperti tradizionali pari a circa 9 miliardi di euro. Di rilievo è invece il contributo apportato dal segmento dei fondi chiusi, con oltre 6 miliardi. Di questi, quasi 4 miliardi fanno riferimento ai fondi che investono in mercati privati, uno dei segmenti chiave per la crescita dell'industria e per il supporto all'economia reale. Nel gruppo fondi rientrano anche i PIR alternativi, che nel corso del 2022 hanno consolidato flussi e patrimonio.

Meno brillante la performance dei PIR ordinari, che in un anno segnato da importanti difficoltà congiunturali hanno registrato una raccolta negativa, pur limitata a circa il 5% del patrimonio totale.

I fondi sostenibili hanno proseguito

nella loro corsa anche durante tutto il 2022, attestandosi a circa il 40% dell'intero patrimonio promosso dei fondi aperti. In tutti i trimestri fino ad oggi consolidati (settembre '22), la raccolta di questa categoria ha sempre registrato segno positivo diversamente da quella degli altri fondi, sempre in negativo.

Le gestioni di portafoglio si attestano da tempo vicino a un intorno del 50% dell'intero patrimonio gestito del mercato italiano. Nel 2022 è stato positivo il dato di raccolta sulle gestioni di portafoglio retail, dedicate alla clientela *upper-affluent* e private. Di poco negativo il segno sulle gestioni di portafoglio istituzionali. Questo segmento, il cui patrimonio supera i 1.000 miliardi di euro, fa riferimento alla gestioni dei grandi patrimoni assicurativi e previdenziali ed è nel complesso in costante crescita.

... PER ASSET CLASS

Con riferimento alle asset class dei fondi comuni si riscontrano importanti differenze in termini di risultati di raccolta, in alcuni casi anche in controtendenza con quanto fatto registrare a livello europeo nel medesimo arco di tempo.

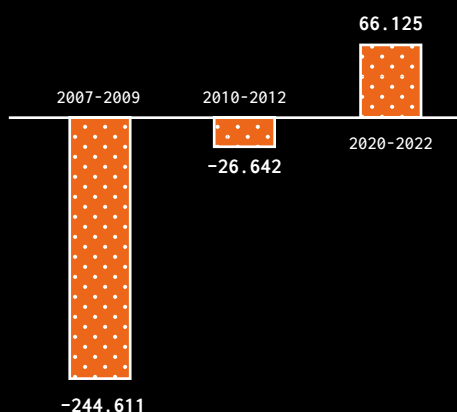
Le stime preliminari di fine 2022 danno conto di deflussi sui fondi obbligazionari per circa 17 miliardi di euro, con un patrimonio gestito che si attesta attorno ai 360 miliardi di euro in diminuzione del 13% rispetto al 2021. Questo risultato è in linea con i dati europei: a settembre 2022 tutti i fondi domiciliati nell'area Euro presentavano deflussi sui bond funds ad eccezione della Spagna. Solo quelli domiciliati in alcune nazioni che non adottano l'Euro registravano flussi positivi: Svezia, Regno Unito e Svizzera.

Sul fronte dei fondi azionari, la stima di raccolta del 2022 del mercato italiano registra un saldo positivo pari a 21 miliardi di euro, con un patrimonio gestito di 328 miliardi, in calo del 13% rispetto al 2021. Nel suo complesso l'industria europea, fino a settembre 2022, ha vissuto complessivamente dei deflussi concentrati prevalentemente nell'hub lussemburghese. Il segno più dei fondi azionari collocati in Italia (al 90% fondi esteri) segnala uno specifico e rinnovato interesse degli investitori nostrani per questa asset class.

Infine, il mercato italiano dei fondi conferma il proprio orientamento al servizio della clientela retail: sono quasi 700 miliardi di euro i fondi detenuti dalle famiglie, posizionando l'Italia al secondo posto in Europa solo dietro la Germania con una quota pari al 21% del totale.

La raccolta in tempi ad alto tasso di incertezza

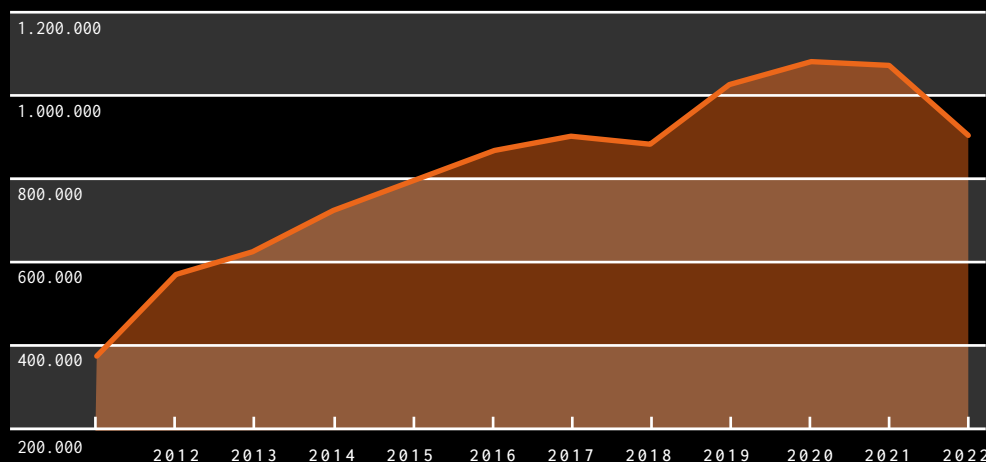
Raccolta netta in milioni di euro



Fonte: Assogestioni

La crescita degli investitori istituzionali

Aum in milioni di euro



Fonte: Assogestioni



IL VALORE DEL TEMPO, UNA BELLA PROVOCAZIONE PER L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO

Cambiamenti economici e sociali dirompenti spingono verso una riappropriazione dello spazio e del tempo da accogliere come opportunità per tornare a guardare davvero al lungo periodo

In tre anni è cambiato tutto, o quasi. Le società occidentali sono messe alla prova dal susseguirsi di trasformazioni strutturali che incidono sulla cultura sociale, sugli assetti del sistema produttivo, persino sul quadro delle priorità e delle strategie. Difficile presentare un'analisi che ne dia conto e che provi a delineare, anche a grandi linee, le prospettive lungo le quali ci stiamo muovendo. Le difficoltà sono note ed evidenti, meno le opportunità che i nuovi scenari offrono all'industria del risparmio.

LA GRANDE TRANSIZIONE

Alcune linee d'impegno del sistema economico sono relativamente chiare: la digitalizzazione come asse portante dell'innovazione nella gestione e nel sistema delle relazioni; la sostenibilità come parola chiave per indicare la moderna sensibilità alla tutela dell'ambiente e all'inclusione sociale; il ridisegno delle filiere globali alla luce delle trasformazioni geostrategiche con un ritorno al localismo produttivo; la ricerca di base e applicata come chiave essenziale del prossimo sviluppo e delle nuove tutele collettive. Ciascuna di esse, e tutte insieme, rappresentano altrettante sfide per gli investitori e per i risparmiatori. In una sorta di grande transizione capace di assorbire enormi investimenti per il progressivo adattamento al nuovo, di rimettere in moto le ingenti masse di risparmio delle famiglie e delle imprese, di riprogettare alla radice il modello di sviluppo, le sue regole, le relazioni tra i suoi protagonisti. Viene tuttavia, ancora una volta, da chiedersi quale può essere la spinta, emotiva e razionale allo stesso tempo, che accelera o quantomeno sostiene questa profonda e difficile trasformazione.

IL SEME DA CUI NASCE IL FUTURO

Forzando un po' la mano e il ragionamento, questo sembra essere il doloroso recupero dell'importanza del tempo, principale denominatore comune dei cambiamenti in atto nella società italiana



dopo oltre un decennio di parametri economici sostanzialmente stabili o con una crescita dello zerovirgola, nelle migliori delle ipotesi. Leggere assetti e prospettive del risparmio in Italia presuppone e richiede oggi di comprendere il senso del tempo verso il quale la società italiana sembra muovere.

Risparmiare, investire, dare valore alle cose, tutto il sistema finanziario si basa sull'approccio al futuro, sul fronte delle aspettative, sui bisogni individuali e collettivi che si immagina di dover garantire nel tempo, sulla affidabilità dimostrata dal sistema e dai suoi operatori. La società italiana, più prudente di altre forse grazie alla sua sapienza e provenienza contadina, ha fatto del risparmio precauzionale e del contante di cautela la sua cifra essenziale degli ultimi 15-20 anni, un approccio al futuro dettato dall'incertezza che, con ogni probabilità, sarà ancora per investitori e risparmiatori alla base degli anni a venire. Bassa crescita, altissimo debito pubblico, consumi rallentati, inflazione capricciosa, tassi d'interesse dalle dinamiche non facilmente codificabili, geopolitica fluttuante iniettano il timore di nuove inattese incertezze future. Tutto detto, tutto chiaro. Eppure, qualcosa sta cambiando e sta predisponendo una bella sfida per l'industria del risparmio, quasi una provocazione: il valore del tempo.

CONTRO LO SHORT-TERMISMO

L'industria del risparmio si è mossa negli ultimi anni intuendo, con maggiore o minore chiarezza o tempestività, che i soggetti sociali (famiglie, imprese, organizzazioni intermedie, istituzioni) restavano progressivamente intrappolati nel tempo breve, nella preoccupazione di breve o brevissimo periodo, nel dominio dell'incertezza quando non della paura dell'incertezza futura. Liquidità, prudenza, accumulazione, scarsa propensione al rischio e all'investimento, diffidenza quando non incompetenza, sono alcune delle parole chiave del decennio trascorso. La massa del risparmio cresceva senza

sosta rimodulando al suo interno strategie e strumenti, sempre all'insegna della consapevolezza di un futuro incerto e di un conseguente bisogno di risposta immediata. La società italiana, a suo modo, ha resistito alle crisi, risparmiando anche nei momenti difficili in ragione di una tutela sociale che su tutto prevaleva. In questa resistenza, tuttavia, non ha trovato strade di maturazione, di crescita dell'occupazione e dei redditi, di reazione in avanti dello sviluppo. I risparmiatori italiani si sono dimostrati prudenti, hanno utilizzato competenze nascoste o implicite per le loro scelte finanziarie tutte dettate dall'orizzonte breve del risultato da conseguire, finito da molto tempo l'approccio paziente dettato dai titoli di Stato.

COSA STA CAMBIANDO?

La società italiana nell'ultimo triennio è stata attraversata dal susseguirsi e dal sovrapporsi di diverse "emergenze" la cui soluzione appariva in un primo momento relativamente semplice, salvo poi dover fare i conti con una serie di cambiamenti strutturali e con tempi di uscita dalla crisi non così brevi come inizialmente immaginati. La stagione dell'emergenza e delle risposte immediate ha lasciato il campo alla stagione distesa della ricostruzione, con tutte le sue difficoltà e contraddizioni.

La pandemia dopo tre anni continua a declinare i propri effetti sul sistema sociale e sulla convivenza collettiva, nei sistemi sanitari, nelle modalità di lavoro, nella percezione dei rischi economici e finanziari da prevenire. L'arrivo dei vaccini e delle prime forme di cura hanno lasciato immaginare che il peggio sarebbe, presto, rimasto alle spalle. Nei mercati si diffonde e si inietta fiducia, i piani di ricostruzione con risorse pubbliche a pioggia, i supporti fiscali per nuovi investimenti, tutto a garanzia e a promessa di un rapido ritorno alla normalità. Poi le varianti, l'onda lunga del ritorno pandemico, la consapevolezza che la convivenza con la crisi sanitaria non sarebbe stata di breve durata.

Nel secondo semestre del 2021 esplode la crescita dei prezzi, dovuta alla rapida ripresa economica e produttiva, dettata da fattori contingenti e caratterizzata da attese di una rapida ridiscesa verso tassi sostenibili. L'inflazione condiziona le scelte dei risparmiatori e degli investitori ma, ancora di più, opera la diffusa convinzione che si sarebbe trattato di un fenomeno passeggero, di un modesto impatto complessivo tale da non mettere in discussione la visione del futuro. Non è stato così e il caro vita a tassi ancora elevati è una delle caratteristiche che detta l'andamento delle principali variabili macroeconomiche. Ancora una volta il tempo breve è diventato tempo lungo.

Altrettanto impreveduta è arrivata, nei primi mesi del 2022, la guerra nel cuore dell'Europa rispetto alla quale il giudizio quasi unanime era di devastanti conseguenze, da ogni punto di vista, ma con una cristallizzazione relativamente rapida delle posizioni sul terreno. La storia ci ha poi dimostrato che le previsioni di uscita rapida erano errate.

Anche l'emergenza energetica sembrava poter rientrare in tempi relativamente veloci, così non è stato. Il giudizio di crisi transitoria motivato da considerazioni tecniche ineccepibili si è dimostrato del tutto inappropriato.

Nei prossimi mesi capiremo meglio come e perché questa rivoluzione del senso del tempo, dovuta a quattro grandi crisi in poco meno di tre anni che avrebbero dovuto concludersi molto rapidamente e che ancora alimentano le tensioni finanziarie e sociali, inciderà sull'industria del risparmio, sul suo assetto complessivo, sui linguaggi e sui prodotti. Quel che appare certo è che proprio questa rinnovata spinta a un diverso approccio al tempo e al futuro è una provocazione, una bella provocazione, al sistema affinché dimostri la propria capacità di saper rispondere a un clima sociale, a una propensione individuale, a una provocazione collettiva che non cambia il clima generale di incertezza ma inizia a leggerlo con parole e schemi nuovi.



A CURA DI
ARIANNA IMMACOLATO,
Direttore Fisco e previdenza Assogestioni

ANGELICA CARLUCCI,
Senior tax advisor Assogestioni

LEGGE DI BILANCIO, ARRIVA UN'OPPORTUNITÀ PER GLI INVESTITORI

Focus sulla possibilità di affrancamento delle quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) che permette l'applicazione di un'imposta in misura ridotta sui plusvalori latenti.

A chi si rivolge la disposizione e come funziona

La Legge di bilancio 2023 contiene una previsione che riguarda gli investitori che, al 31 dicembre 2022, detenevano in portafoglio quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR). Si tratta dell'affrancamento disciplinato dai commi 112 e 113 dell'articolo 1.

Tale misura consente agli investitori di anticipare il pagamento delle imposte applicando un'aliquota ridotta sui plusvalori che emergono dal confronto del valore delle quote o azioni alla data del 31 dicembre 2022 e il loro costo, simulando una cessione delle stesse.

In particolare, l'investitore, tramite l'esercizio di specifica opzione, può considerare come

“realizzati” i redditi di capitale e i redditi diversi derivanti dalla cessione o dal rimborso delle quote o azioni di OICR, a fronte del pagamento di una imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 14% sulla differenza tra il valore delle quote o azioni alla data del 31 dicembre 2022 e il loro costo o valore di acquisto o di sottoscrizione.

Si tratta di una novità in quanto, in passato, l'affrancamento su opzione che ha riguardato gli strumenti finanziari e, quindi, anche le quote o azioni di OICR, è stato previsto solo in occasione della riforma del 2011 - che aveva portato all'unificazione dell'aliquota delle ritenute e delle imposte sostitutive applicabili ai redditi

di natura finanziaria - al fine di permettere il passaggio alla nuova aliquota senza penalizzare gli investitori.

Per la prima volta, invece, è previsto un affrancamento articolato come una misura che, tramite l'esercizio dell'opzione da parte del contribuente e il versamento di un'imposta sostitutiva in misura ridotta, in luogo della ritenuta ordinaria nella misura del 26%, permette di “aggiornare” il costo medio ponderato delle quote o azioni di OICR alla data del 31 dicembre 2022, anticipando di fatto, la tassazione di redditi latenti.

Nonostante le disposizioni in materia di affrancamento, in vigore dal 1° gennaio 2023,

sembrano presentare tutti gli elementi per l'immediata applicazione, il confronto con gli operatori del mercato, ha evidenziato la necessità di chiarimenti in merito a diversi aspetti.

AMBITO SOGGETTIVO

È sicuramente chiaro l'ambito soggettivo di applicazione, dal momento che l'opzione può essere esercitata dai contribuenti che detengono quote o azioni di OICR suscettibili di generare redditi di capitale e redditi diversi. Si tratta, pertanto, delle persone fisiche, relativamente alle quote o azioni detenute al di fuori dell'esercizio d'impresa, delle società semplici e società ed associazioni equiparate, degli enti non commerciali, relativamente alle quote o azioni non riferibili all'esercizio di attività di impresa, nonché dei soggetti non residenti, per le quote o azioni di OICR suscettibili di generare redditi di capitale soggetti a tassazione in Italia e non riferibili ad una stabile organizzazione nel territorio dello Stato.

AMBITO OGGETTIVO

Diversamente, alcuni dubbi sono emersi riguardo l'ambito oggettivo. In base al comma 112 della Legge, l'opzione per l'affrancamento può essere esercitata in relazione alle quote o azioni di tutti gli OICR, a prescindere dalla loro forma giuridica, dall'oggetto dell'investimento e dal Paese nel quale sono costituiti. Possono essere oggetto di affrancamento, quindi, le quote o azioni di OICR italiani ed esteri UE o SEE armonizzati e non armonizzati, ivi comprese, le quote o azioni di OICR non immobiliari istituiti in Paesi diversi dagli Stati membri UE e dai Paesi SEE e il cui gestore non sia soggetto a vigilanza, cosiddetti "non armonizzati", i cui proventi concorrono a formare il reddito imponibile dei partecipanti. Relativamente alle quote

o azioni di OICR immobiliari resta, tuttavia, da chiarire se sia possibile ricorrere all'affrancamento quando le stesse siano detenute da investitori non istituzionali residenti in Italia con una partecipazione superiore al 5%. Ciò in considerazione del fatto che il regime di tassazione progressivo e per trasparenza è stato previsto con finalità antielusiva.

Inoltre, un'indicazione è necessaria anche in merito alla possibilità di esercitare l'opzione, ed eventualmente in che modo, per le quote o azioni di OICR dotate di diritti patrimoniali rafforzati (c.d. "carried interest"), di per sé non escluse dalla norma.

L'ESERCIZIO DELL'OPZIONE

La norma è piuttosto puntuale e prevede che nel caso di quote o azioni di OICR detenute in un rapporto di custodia, amministrazione, gestione di portafoglio o altro stabile rapporto presso un intermediario, la stessa sia espressa entro il 30 giugno 2023 con apposita comunicazione all'intermediario presso cui è intrattenuto il rapporto. Ciò indipendentemente dal regime di tassazione scelto per i redditi diversi (regime dichiarativo o regime del risparmio amministrato di cui, rispettivamente, agli artt. 5 e 6 del d.lgs. n. 461/97). È, invece, espressamente esclusa la possibilità di avvalersi dell'affrancamento, nel caso di quote o azioni di OICR detenute in rapporti di gestione di portafogli con opzione per il regime gestito.

In linea generale, quindi, l'opzione per l'affrancamento sarà raccolta dall'intermediario più vicino al cliente, ma l'imposta sostitutiva sarà versata dal sostituto di imposta ordinario, come indicato nella norma, entro il 16 settembre 2023, ricevuta la provvista dal contribuente.

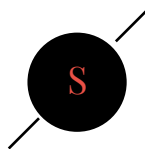
La possibilità di esercitare l'opzione nella dichiarazione dei redditi relativa al periodo di

imposta 2022 è prevista solo qualora le quote o azioni siano detenute senza l'intervento di un intermediario. È il caso, ad esempio delle quote o azioni di OICR sottoscritte direttamente all'estero. In tale circostanza, l'imposta sostitutiva sarà versta direttamente dal contribuente entro il termine per il versamento a saldo delle imposte sui redditi dovute in base alla dichiarazione sui redditi.

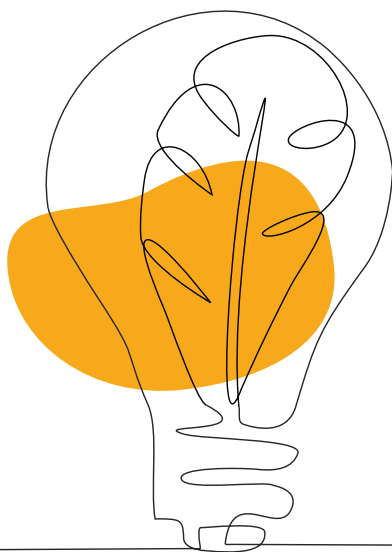
L'opzione esercitata "si estende a tutte le quote o azioni appartenenti ad una medesima categoria omogenea". In proposito, si è dell'avviso che laddove le quote o azioni siano detenute in un "rapporto" presso un intermediario, l'opzione dovrebbe essere riferita a tutte le quote o azioni del medesimo OICR, o comparto di OICR, incluse nel singolo rapporto. Diversamente, l'opzione resa nella dichiarazione dei redditi riguarderà tutte le quote o azioni del medesimo OICR o comparto di OICR complessivamente detenute dal contribuente.

Anche in merito alla determinazione della base imponibile, c'è un aspetto molto dibattuto tra gli operatori che si apprestano a gestire l'affrancamento. Si tratta di capire se, ai fini della determinazione dell'imposta, si applichino i criteri ordinariamente previsti (art. 26-quinquies, c. 3, d.P.R. n. 600/73 e art. 10-ter, c. 2-bis, legge n. 77/83) per la riduzione della base imponibile della parte dei proventi riferibile ai titoli pubblici italiani ed esteri. Molto dipende da come sarà inquadrata la misura in esame. Qualora il versamento fosse considerato di tipo forfettario, diversamente dal precedente affrancamento, potrebbe non essere garantito l'abbattimento della base imponibile.

Infine, sono attese indicazioni da parte dell'Amministrazione finanziaria in relazione al codice tributo da utilizzare per il versamento dell'imposta.



A CURA DI
MANUELA MAZZOLENI,
Direttore Sostenibilità e capitale umano Assogestioni



L'ANNO DELLA NORMATIVA SOSTENIBILE È IL 2023

Rts, standard tecnici e dichiarazione non finanziaria allargata ad ulteriori ambiti, sono alcune novità che il quadro normativo della finanza sostenibile vedrà durante quest'anno, portando a compimento il quadro che aveva cominciato a delinearsi nel 2018, con l'Eu action plan

I fondi ESG hanno esordito in Italia a fine degli anni '90, restando almeno fino al 2015 un prodotto di nicchia (circa il 2% dell'intero mercato). Oggi in Italia più del 40% delle masse dei fondi aperti è gestito con criteri ESG o obiettivi di sostenibilità. Si tratta di circa 2.000 fondi aperti. Secondo i dati della mappa relativa al terzo trimestre del 2022 a cura dell'Ufficio Studi, nell'ultimo anno i fondi aperti sostenibili hanno raggiunto, a settembre 2022, un patrimonio complessivo di 415 miliardi di euro, avendo raccolto nel semestre 2,6 miliardi di euro. Ciò significa che, nonostante lo scenario complesso, la finanza sostenibile gode di buona salute e ha conquistato pienamente il favore degli investitori.

Nel suo futuro più prossimo, cioè durante tutto il 2023, il comparto vedrà il compimento di una prima importante fase dell'attuazione dell'EU Action plan per la finanza sostenibile avviato nel 2018, quella relativa alla definizione e alla standardizzazione della trasparenza informativa rispetto alle principali caratteristiche di sostenibilità dei prodotti finanziari. Si consolideranno progressivamente anche le basi informative legate alle performance ESG delle emittenti sulle quali gli investitori sostenibili basano le proprie scelte di portafoglio.

PIÙ TRASPARENZA, MAGGIOR CONFRONTABILITÀ

A partire dal 1° gennaio 2023, con l'entrata in vigore della normativa di secondo livello relativo al SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) ovvero gli RTS (Regulatory Technical Standards) contenuti nel Regolamento europeo delegato 1288/2022, giunge a completamento il quadro delle regole che definiscono le modalità che gli operatori devono utilizzare per informare gli investitori in merito alle



caratteristiche e agli obiettivi di sostenibilità dei prodotti finanziari.

Dal punto di vista dell'informativa di prodotto, le RTS specificano infatti il contenuto, la modalità di presentazione delle informazioni e gli indicatori anche quantitativi relativi alle caratteristiche ambientali o sociali di cui il gestore sceglie di tener conto nella selezione degli investimenti e degli obiettivi di investimento sostenibile. Queste informazioni sono rese disponibili agli investitori in un allegato alla documentazione precontrattuale a disposizione del cliente in forma sintetica, mentre maggiori approfondimenti sono disponibili sul sito web. Anche per la relazione periodica fornita al cliente, la normativa prevede l'utilizzo di formati standard e di indicatori che consentono all'investitore di verificare l'effettivo raggruppamento delle caratteristiche/obiettivi di sostenibilità previsti per il prodotto di investimento e confrontare più facilmente diversi prodotti tra loro. Di fatto, gli investitori, in fase di scelta tra fondi art.8 o art.9, avranno una documentazione standardizzata e progettata per illustrare nel modo più chiaro possibile le caratteristiche di sostenibilità del prodotto finanziario offerto.

L'entrata in vigore delle RTS introduce anche indicatori standard che gli operatori dovranno utilizzare per comunicare l'impatto negativo delle proprie attività di investimento a livello di di soggetto gestore: la SFDR prevede già dal 2021 l'obbligo per gli operatori finanziari di grandi dimensioni - e la facoltà, per tutti gli operatori - di illustrare sul proprio sito i principali effetti negativi delle proprie decisioni di investimento e le modalità di gestione di tali effetti. Da quest'anno, alla luce delle RTS, tali comunicazioni dovranno essere effettuate utilizzando un modello standard per la dichiarazione

dei cosiddetti PAI (Principal Adverse Impact); tale documento comprende l'utilizzo di 16 indicatori obbligatori e due indicatori a scelta tra altri 24 indicatori e prevede inoltre l'indicazione delle misure che saranno adottate per gestire o attenuare i principali effetti negativi individuati.

Queste informazioni dovranno essere pubblicate per la prima volta, entro il 30 giugno 2023 con riferimento al periodo compreso tra il 1° gennaio 2022 e il 31 dicembre 2022. Oltre alle SGDR, anche gli attori della consulenza finanziaria dovranno pubblicare le informazioni sui PAI sul proprio sito web, in una sezione separata intitolata "Dichiarazione sui principali effetti negativi delle consulenze in materia di assicurazioni sui fattori di sostenibilità".

LA DICHIARAZIONE NON FINANZIARIA

Un'altra novità normativa di rilievo è l'obbligo per le imprese di dare disclosure circa il proprio allineamento alla tassonomia in riferimento all'anno di esercizio 2022. Le informazioni pubblicate dalle imprese circa la propria quota di attività sostenibili costituiscono la base informativa concreta che i gestori utilizzano per effettuare le proprie valutazioni e scelte per perseguire gli obiettivi di sostenibilità. Per le imprese non-finanziarie, tramite la DNF, dichiarazione non finanziaria, dal 2023 è necessario comunicare fatturato, CAPEX e OPEX allineati alla tassonomia, con particolare riferimento al rispetto degli standard climatici. Per le imprese finanziarie tale obbligo entrerà in vigore nel 2024.

Le informazioni relative all'allineamento alla tassonomia vanno ad integrare e dettagliare la dichiarazione che già ad oggi si articola su cinque ambiti: environment, cioè l'analisi in termini di utilizzo delle risorse energetiche e

idriche, rinnovabili o meno, di emissioni di gas serra e inquinanti; social, che delimita il modus operandi aziendale in materia di salute e sicurezza; gestione del personale, che illustra le iniziative per contrastare lo sfruttamento del lavoro minorile e del caporalato; diritti umani, dove l'azienda espone le azioni attuate contro la violazione dei diritti umani o eventuali discriminazioni; e infine anticorruzione nella quale vengono segnalati gli strumenti adottati dall'impresa per contrastare la corruzione attiva e passiva. Il legislatore italiano ha attribuito alla Consob il potere di supervisione e controllo e di stabilire modalità di pubblicazione della dichiarazione non finanziaria e le modalità di trasmissione.

I NUOVI STANDARD TECNICI

Ad oggi, la Commissione Europea ha pubblicato standard tecnici solo relativi alle tematiche climatiche. Durante quest'anno, la stessa Commissione pubblicherà quattro ulteriori standard a completamento del quadro identificato dal Regolamento Tassonomia: questi criteri hanno l'obiettivo di definire la sostenibilità delle attività economiche prendendo in esame criteri quali la transizione verso l'economia circolare; l'utilizzo sostenibile delle acque, la protezione e promozione della biodiversità, il controllo dell'inquinamento.

L'attuazione degli obblighi di trasparenza così come il completamento dei criteri per la tassonomia ambientale saranno un altro passo fondamentale nel consolidamento di quel linguaggio comune sui temi della sostenibilità che costituisce il presupposto per fugare le possibili ambiguità nella definizione di un investimento veramente sostenibile e contribuiranno a dare sempre maggior fiducia agli investitori circa l'impatto delle proprie scelte di investimento.



A CURA DI
ROBERTA D'APICE,
Direttore Affari legali Assogestioni

ALESSANDRA RUSSO,
Regulatory advisor Assogestioni

NORMATIVA DEI PRODOTTI E DEI GESTORI, DISTRIBUZIONE, DIGITALIZZAZIONE: LOOKING AHEAD

Il 2023 del risparmio gestito vedrà l'arrivo e l'attuazione dei nuovi pacchetti legislativi con i quali sarà meglio delineato il perimetro di movimento per i gestori. Nel futuro immediato, anche le regole previste dal pacchetto sulla finanza digitale della Commissione europea

Normativa dei prodotti e dei gestori, distribuzione, digitalizzazione: tante le novità in arrivo per il settore del risparmio gestito nel 2023. Se il 2022 è stato l'anno dei "lavori in corso", nel 2023 prenderanno corpo e attuazione molti dei nuovi pacchetti legislativi che rappresenteranno il nuovo perimetro entro cui i gestori saranno chiamati a muoversi nelle loro attività. Per altri dossier, invece, la macchina del processo legislativo europeo sarà ancora in movimento.

In dirittura d'arrivo il "nuovo" regime normativo per i fondi di investimento europeo a lungo termine (ELTIF). È infatti prevista, per i primi mesi del 2023, l'approvazione del testo finale da parte del Parlamento europeo e del Consiglio europeo, cui seguirà la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea. La timeline dell'applicazione del nuovo regime è prevista per dicembre 2023. Assogestioni è convinta che l'opera di restyling del Regolamento (UE) 2015/760 che istituisce gli ELTIF possa diventare un potente strumento per raggiungere alcuni degli obiettivi fissati a livello europeo dal progetto dell'Unione dei mercati dei capitali

(la cosiddetta CMU) e rappresentare un veicolo attraente per gli investitori destinato a perdurare nel medio-lungo termine.

Per quanto riguarda il processo di revisione della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD) e della direttiva in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (UCITS), il 2023 sarà invece ancora un anno di intensa attività definitoria sui tavoli legislativi europei: lato AIFMD/UCITS, i triloghi inizieranno nel secondo trimestre del 2023 e l'esito del processo di revisione dovrebbe aversi a fine 2023.

Il nuovo anno sarà anche un anno centrale sul fronte della distribuzione. Tra la fine del primo trimestre del 2023 e l'inizio del secondo è prevista la pubblicazione della Retail Investment Strategy e relativa valutazione d'impatto, nonché, sul fronte MiFID/R Review è in corso l'analisi dei co-legislatori.

Nel futuro immediato diventeranno realtà anche le regole previste dal pacchetto sulla finanza digitale della Commissione europea del settembre 2020. In particolare,

il Regolamento relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (DLT pilot regime) si applicherà a partire dal 23 marzo 2023. È recentissima, invece, la pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 333/1 del 27 dicembre 2022 del Regolamento (UE) 2022/2254 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario (DORA). Nei primi mesi del 2023 dovrebbe altresì essere pubblicato il Regolamento relativo ai mercati delle crypto attività (MiCAR).

Nella propria attività di monitoraggio e di analisi della normativa di riferimento, Assogestioni ha seguito le diverse fasi dei vari processi legislativi e continuerà a seguire i relativi sviluppi di tutti i temi e i profili di più diretto interesse per il settore del risparmio gestito, sia sul fronte europeo, sia su quello interno, supportando le Associate tanto sul versante interpretativo quanto su quello applicativo, mantenendo, al contempo, attivo il dialogo con le Autorità di vigilanza nazionali ed europee di riferimento.



IL FUTURO È NELLE NOSTRE MANI.

DIAMOGLI FORMA INSIEME.

In un mondo in continua evoluzione, diventa **protagonista del cambiamento** verso un **futuro migliore!**

Grazie alle tue scelte di investimento puoi contribuire a trasformare le aziende, rimodellare la vita quotidiana e accelerare una crescita sostenibile.

Allianz Global Investors, con la sua lunga esperienza negli **investimenti sostenibili**, può aiutarti a cogliere le opportunità più interessanti, tenendo conto dei tuoi valori e dei tuoi obiettivi di vita.

Aiutaci a plasmare il mondo di domani:

it.allianzgi.com/sostenibilita



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. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors. 2551643

Allianz 
Global Investors



L'EUROPA ARMONIZZA IL QUADRO NORMATIVO DELLA DISCIPLINA ANTIRICICLAGGIO

Il nuovo regolamento sarà direttamente applicabile in tutti gli Stati membri, assicurando obblighi uguali per tutti gli enti creditizi e istituzioni europee. Tra le novità: l'istituzione di una nuova Autorità di vigilanza europea e l'aggiornamento delle disposizioni in materia di organizzazione interna ai fini antiriciclaggio della Banca d'Italia

La disciplina di prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo è stata caratterizzata, nel corso degli ultimi anni, da una rapida e continua evoluzione. A partire dal 2023, questo processo di trasformazione subirà una nuova accelerazione che porterà a una vera e propria rivoluzione dell'intero quadro normativo europeo. Quest'anno, infatti, entrerà nel vivo la fase di definizione del cosiddetto pacchetto antiriciclaggio, fortemente voluto dalla Commissione europea: si passerà da un sistema di direttive di minima armonizzazione a un nuovo regolamento direttamente applicabile in tutti gli Stati membri e che, quindi, assicurerà obblighi uguali per tutti gli enti creditizi e le istituzioni finanziarie europee.

CAMBIO DI PARADIGMA

Questo radicale cambio di paradigma avrà un impatto rilevante sui soggetti obbligati e, quindi, anche sulle società di gestione del risparmio. Dalla titolarità effettiva agli obblighi di adeguata verifica della clientela, saranno molte le novità che saranno introdotte dal regolamento europeo. I

compiti e il coordinamento delle Autorità di vigilanza e delle Financial Intelligence Unit saranno, invece, disciplinati nell'ambito di una nuova direttiva, che tratterà il perimetro e la base di riferimento per la definizione, a livello di singolo Stato membro, del sistema istituzionale antiriciclaggio. Il nuovo quadro normativo verrà arricchito dall'istituzione di una nuova Autorità di vigilanza europea interamente dedicata alla disciplina antiriciclaggio, chiamata a vigilare direttamente su alcuni soggetti obbligati del settore finanziario con operatività cross-border che presentano un profilo di rischio elevato e a predisporre norme tecniche di regolamentazione, orientamenti e raccomandazioni. Nel 2023 saranno anche aggiornate le disposizioni in materia di organizzazione interna ai fini antiriciclaggio della Banca d'Italia, che dovranno essere allineate ai recenti orientamenti pubblicati dall'European Banking Authority. In particolare, la nuova impostazione in materia di organizzazione interna sarà caratterizzata da un maggior coinvolgimento e da una maggiore responsabilizzazione degli organi apicali delle Sgr e degli altri soggetti obbligati, soprattutto in merito

all'applicazione della disciplina antiriciclaggio e alla conoscenza dei rischi ai quali possono essere esposte le società.

L'APPORTO DELL'ASSOCIAZIONE

Assogestioni continuerà a seguire in modo costante l'iter che porterà alla definizione del nuovo quadro normativo europeo e nazionale, portando all'attenzione delle istituzioni comunitarie e dell'Autorità di vigilanza le istanze e le proposte dell'industria del risparmio gestito. Inoltre, come di consueto, l'Associazione dedicherà ampio spazio anche alla formazione in materia antiriciclaggio. A tal fine, nel corso dell'anno saranno organizzati dei corsi di formazione nei quali interverranno, in qualità di relatori, rappresentanti delle istituzioni nazionali ed europee, delle autorità di vigilanza e professionisti esperti nella disciplina antiriciclaggio. Le attività di formazione, aperte anche a società non associate ad Assogestioni, saranno strutturate in modo da approfondire gli aspetti applicativi e le linee evolutive della normativa antiriciclaggio con particolare riferimento alle tematiche di principale interesse per il settore del risparmio gestito.

SCENARI

20**Pensiero laterale**

Come si sta evolvendo la teoria economica a fronte dei cambiamenti sistemici in atto, nell'analisi del professor Sergio Focardi

22**Mappa del private banking**

Numeri e analisi sullo stato della consulenza per la clientela di fascia alta in Italia, con intervista al presidente di AIPB Ragaini

28**Chi ha paura del digitale?**

Personalizzazione e AI sono il futuro di ogni industria e i servizi finanziari devono cambiare passo. Parola di Monia Ferrari, managing director di Capgemini in Italia

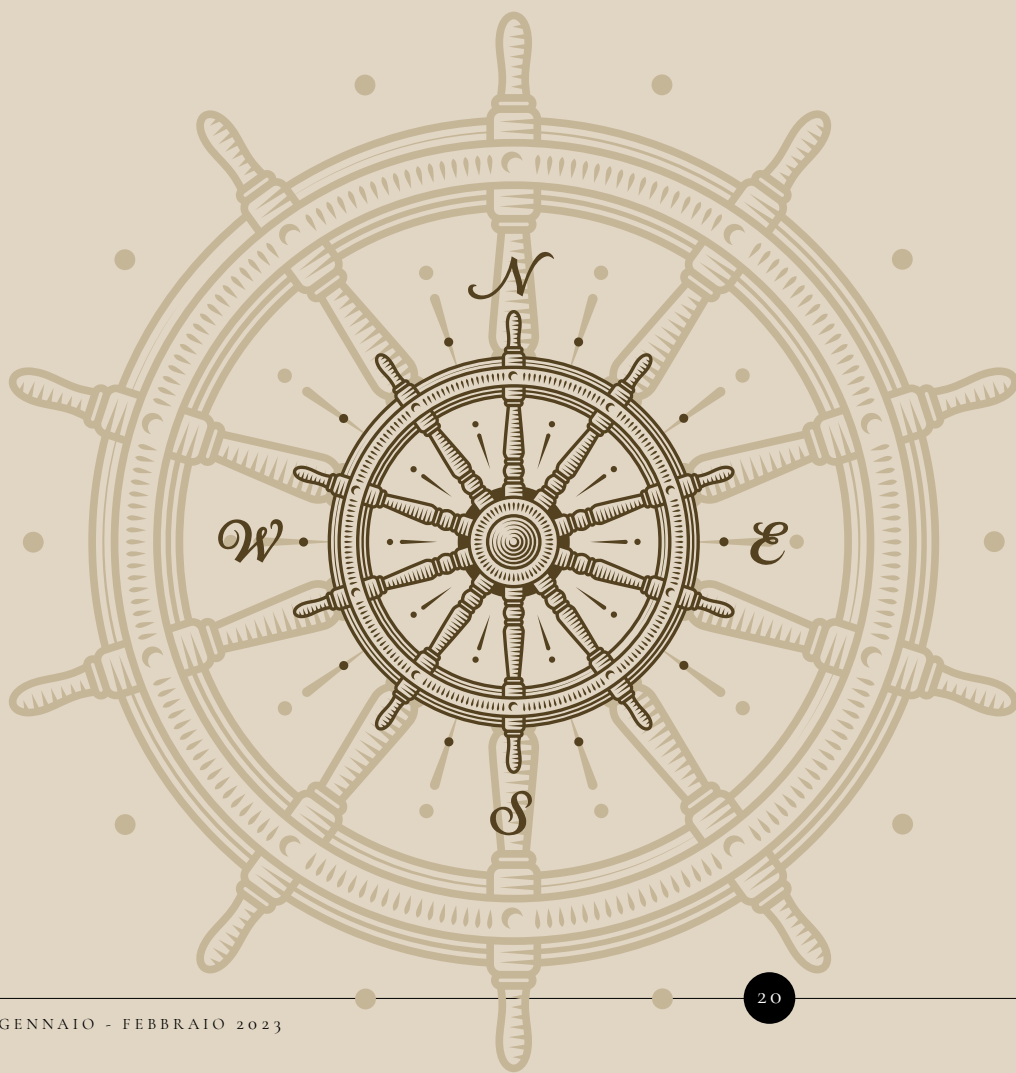
Social e Web

Temi e personaggi più cliccati



MA DAVVERO STA CAMBIANDO QUALCHE COSA? COME POSSIAMO TRARNE PROFITTO?

In molti centri di ricerca e università si sta formando una multiforme teoria economica eterodossa che viene chiamata il nuovo pensiero economico. In parallelo, in numerosi giornali, blog, e siti sono formulati appelli a cambiamenti sociali di grande entità. Gli obiettivi di queste attività sono molteplici, ma riguardano soprattutto le conseguenze dei cambiamenti tecnologici, la transizione verde, la giustizia sociale, l'eliminazione di devastanti guerre e conflitti



Nuove idee da tempo si stanno imponendo sulla scena economica e sociale e hanno ormai permeato anche il pensiero delle grandi organizzazioni internazionali. Lo European Union Green Deal approvato nel 2020 prevede tre obiettivi principali: eliminazione delle emissioni di gas a effetto serra entro il 2050, crescita economica svincolata dall'uso di risorse naturali, giustizia sociale. Che cosa sta realmente cambiando? Come può l'asset management trarre profitto da questi mutamenti. Come affrontiamo la minaccia sempre più reale della catastrofe climatica e dell'esaurimento delle risorse naturali? Alcuni ambientalisti invocano la decrescita, cioè chiedono di fermare i processi di innovazione e crescita, ritornare a una vita più semplice che non distrugga l'ambiente. Ma in realtà la maggior parte delle persone non vuole la decrescita.



NIENTE DI NUOVO

Già nella seconda metà del 1300, nelle Rime, Francesco Petrarca scrive di "...quelle ghiande che pur fuggendo tutto il mondo onora". La grande sfida è continuare a crescere in un mondo sempre più complesso e in rapido movimento senza distruggere l'ambiente. In numerosi articoli abbiamo proposto la crescita qualitativa come soluzione al problema dello sviluppo in un mondo a risorse naturali finite. In molti documenti legati all'European Green Deal, approvato all'inizio del 2020, l'Unione Europea suggerisce che il concetto di crescita dovrà essere modificato.

L'entità e la profondità dei cambiamenti richiesti rendono molte persone scettiche sulla pratica possibilità di realizzarli. Tanti sono tentati di pensare come Tancredi, nipote del principe di Salinas nel romanzo *Il Gattopardo*, a cui Giuseppe Tomasi di Lampedusa fa pronunciare la famosa frase: "Cambiare tutto per non cambiare nulla". Vale a dire, molti pensano che le decisioni di politica economica che sono correntemente proposte siano in realtà decisioni cosmetiche che non cambieranno nulla.

PROCEDERE PER "SALTI"

Mi sembra importante adottare un atteggiamento pragmatico e cercare di capire quali cambiamenti avverranno e in quale ordine. Thomas Kuhn ha magistralmente descritto il processo di evoluzione della conoscenza scientifica nel suo libro *La*

struttura delle rivoluzioni scientifiche, pubblicato in inglese nel 1962. Wil-
lard Van Orman Quine ha chiarito come le teorie rispondono globalmente al test empirico. Il progresso della conoscenza scientifica non è continuo ma avviene a salti. I salti, cioè le rivoluzioni scientifiche, sono precedute da cambiamenti locali per cercare di spiegare nuovi fatti empirici.

La teoria economica seguirà lo stesso percorso, con la differenza che i fattori di cambiamento non sono solo nuovi dati empirici ma reali cambiamenti del sistema economico. Possiamo identificare due fondamentali trasformazioni reali che forzeranno un mutamento teorico: la complessità, il carattere evolutivo delle economie.

Le economie diventano sempre più sistemi complessi evolutivi. Questo è un dato empirico su cui è difficile non essere d'accordo. È dovuto a vari fattori che includono la tecnologia e il processo di creazione del valore simbolico di beni e servizi.

Il lavoro di Cesar Hidalgo e Ricardo Hausmann, rispettivamente al MIT e ad Harvard, hanno permesso di introdurre misure di complessità basate sui dati di esportazione. Sempre usando dati di esportazione, Luciano Pietronero e collaboratori all'Università di Roma hanno introdotto metodologie simili. Legare la complessità ai dati di esportazione è un *breakthrough* che ha permesso di creare misure fruibili a livello economico. Misure di complessità quali la complessità

algoritmica di Kolmogorov e Chaitin non sono fruibili a livello economico.

RIPENSARE LE METRICHE CLASSICHE

In un recente webinar proposto in collaborazione con CFA Society Italy abbiamo proposto di distinguere due livelli nel cambiamento del pensiero economico. Abbiamo chiamato Livello I l'innovazione teorica che non richiede un cambiamento fondamentale di framework descrittivo e abbiamo riconosciuto nella complessità il suo carattere fondamentale. Le misure di complessità sono strumenti che possono essere vantaggiosamente utilizzati per fare previsioni con le economie attuali e con la teoria mainstream. L'analisi della complessità è perciò molto interessante perché permette di introdurre metodi e strumenti che sono utilizzabili adesso ma che saranno fondamentali per il successivo livello teorico.

Abbiamo chiamato Livello II l'innovazione teorica che permetta di gestire sistemi complessi evolutivi. Questi richiedono uno schema descrittivo diverso da quello classico perché prodotti, servizi, simboli e istituzioni cambiano nel tempo. I processi di aggregazione diventano problematici. Ad esempio, non si possono aggregare le quantità prodotte in modo da arrivare alla quantità di output e capitale, variabile fondamentale per scrivere una funzione di produzione. È necessario fare un salto logico, in linea con

la scienza moderna, e accettare che i modelli contengono termini astratti non osservabili la cui interpretazione dipende dalla teoria e dai processi di osservazione. In particolare, si possono definire termini non osservabili che rappresentano la quantità e la qualità la cui definizione dipende dalla teoria. L'evoluzione qualitativa, che si identifica con l'evoluzione della complessità, è un carattere distintivo delle nuove economie.

Il concetto di inflazione è a metà strada tra i due livelli. Molti studi sono stati dedicati a riconsiderare la dinamica dell'inflazione misurata in senso classico e, soprattutto, a riconsiderare le misure per ridurre l'inflazione. Queste analisi si possono applicare immediatamente considerando che la curva di Phillips è da molti anni piatta. Tuttavia, in un sistema evolutivo, l'inflazione deve considerare i cambiamenti qualitativi e l'innovazione che muta continuamente prodotti e servizi. In particolare, la crescita economica deve considerare la crescita qualitativa delle economie.

In sintesi, le economie sono sistemi complessi evolutivi. La teoria mainstream è inadatta a descrivere sistemi complessi evolutivi. I cambiamenti teorici per arrivare a rappresentare sistemi evolutivi sono molto profondi. Tuttavia, è possibile individuare un primo livello di cambiamento teorico, centrato sulla nozione di complessità, i cui strumenti possono essere utilizzati immediatamente anche nell'ambito di un'economia mainstream.

PRIVATE BANKING AL CENTRO DEL CAMBIAMENTO

Il settore celebra un successo pluriennale, con una crescita costante e una tenuta anche in fasi turbolente sui mercati. E le caratteristiche che lo hanno sostenuto finora – fiducia, innovazione e protezione – sono le stesse su cui si giocheranno le sfide del futuro, tra rivoluzione tecnologica e dinamiche generazionali

Tra postumi di una pandemia, tensioni geopolitiche, ricambio generazionale, rivoluzione tecnologica e sostenibilità, lo scenario in cui oggi il private banking si trova a operare si manifesta come un'interconnessione di sfide e tendenze dirompenti. Ma guardando ai dati diffusi dall'Associazione italiana private banking (Aipb), l'industria in Italia appare in buona salute.

Non solo perché dal 2007 al 2022 ha ottenuto una crescita annua costante pari al 6,6%, che ha battuto sia le dinamiche di aumento della ricchezza italiana (+1,4%) sia quelle del Pil (-0,3%) nello stesso periodo. Ma anche perché, in un anno difficile come il 2022 – segnato da un conflitto alle porte dell'Europa, crisi energetica, alta inflazione, inversione delle politiche monetarie e mercati in sofferenza – il settore è riuscito comunque a mettere a segno risultati positivi: nel primo semestre del 2022 ha raccolto 42 miliardi di euro, pari al 4,1% degli asset totali (contro una contrazione dello 0,2% per gli operatori retail), grazie alla specializzazione nella consulenza finanziaria. Mentre le stime per il 2022 si attestano su 949 miliardi

di masse. E tra dicembre 2020 e dicembre 2022 la variazione media annua è stata positiva dell'1%, principalmente a causa dell'effetto mercato che ha portato un deprezzamento sulle masse (-5%), pesando quindi sul trend positivo della nuova raccolta (+6%). In effetti, nel 2021, prima del crollo dei mercati, le masse avevano già raggiunto il livello di mille miliardi, e quella soglia sembra essere ancora a portata di mano, secondo gli addetti ai lavori.

Il quadro, insomma, è più che rassicurante. Non a caso, gli operatori private sono convinti che gli asset in gestione dell'industria in un biennio potranno tornare agevolmente sopra la soglia dei mille miliardi di euro, con una previsione di 1.084 miliardi entro il 2024, pari al 30,5% della ricchezza investibile delle famiglie italiane. Una variazione considerevole alla luce delle non rosee previsioni sull'economia nazionale, attesa in peggioramento.

GLI ATOUT DELL'INDUSTRIA

A supportare le aspettative è il bagaglio

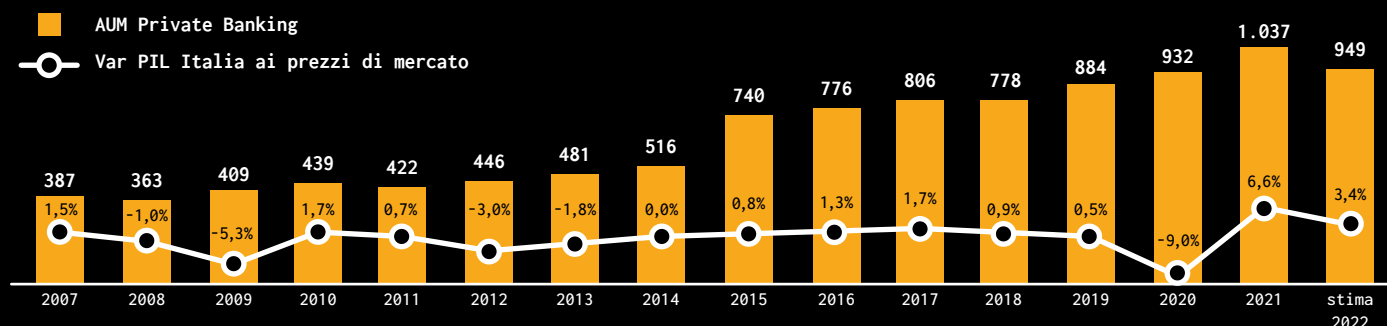
reputazionale che l'industria è stata in grado di costruire, che è basato su fattori quali la fiducia, l'innovazione e la protezione del cliente, come ha sottolineato Aipb in occasione della XVIII edizione del Forum del Private Banking "Fiducia, Innovazione e Protezione. Il valore della consulenza Private". L'indagine sulla clientela privata in Italia, condotta da Doxa su richiesta dell'associazione, evidenzia in particolare che la fiducia dei clienti è aumentata considerevolmente, passando dal 59% del 2007 all'84% nel 2022. E l'osservatorio Aipb rileva che per l'83% degli utenti il tratto distintivo della fiducia, guadagnata negli anni attraverso ascolto e attenzione ai bisogni degli investitori e consolidata nei momenti di difficoltà, è frutto della vicinanza continua nella gestione dei patrimoni. In media, infatti, la relazione tra banker e cliente dura 15 anni e si poggia su un elevato numero di incontri, 13 all'anno secondo il report Doxa. Non a caso, l'aspetto che secondo le famiglie private contraddistingue maggiormente l'industria rispetto agli altri servizi finanziari è il fatto di

FOCUS RISPARMIO LAB

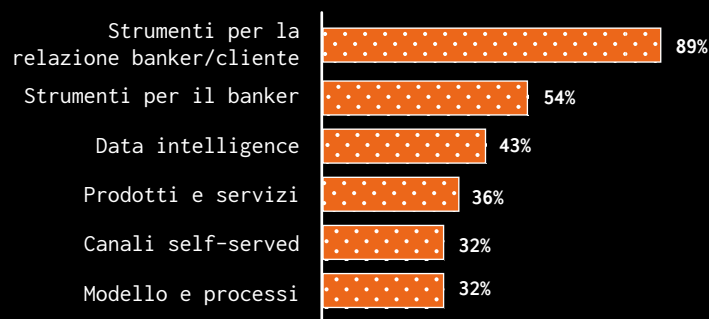
LA LUNGA CORSA DEL PRIVATE BANKING

Negli ultimi 15 anni gli asset in gestione del comparto sono quasi triplicati.
E nei prossimi due anni ci si attende una raccolta in ulteriore crescita.
Dalla relazione tra professionista e cliente la principale spinta all'innovazione

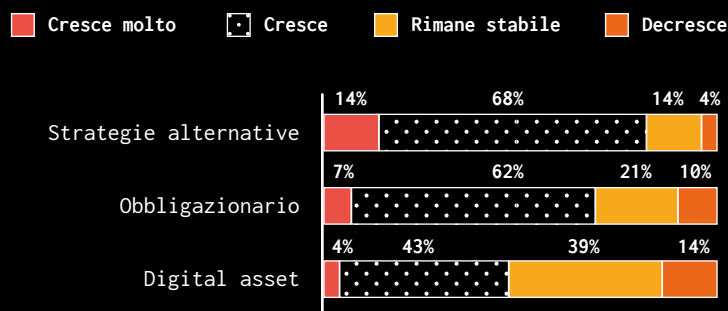
Private banking una storia di successo



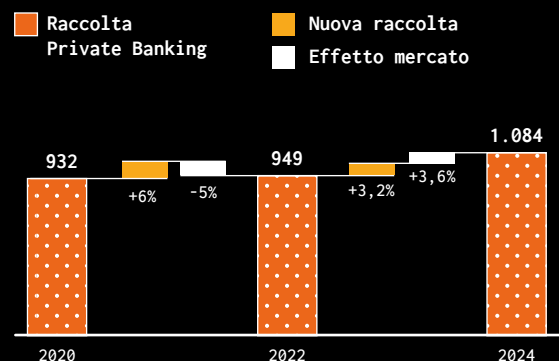
I driver di innovazione del private banking



Andamento Asset Class nei prossimi 2 anni

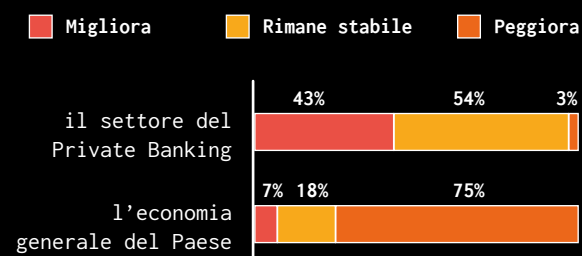


Raccolta 2022 e previsioni 2024



Consensus degli operatori

COME ANDRANNO NEI PROSSIMI 12-18 MESI:



VERSO IL FUTURO



250 milioni

di potenziali
nuovi clienti della
Generazione Y e Z
al 2030

Nel 2030...



Quasi il 60% del patrimonio sarà
investito in prodotti innovativi



Ogni banker avrà circa 300
clienti nel proprio portafoglio



Le soluzioni Esg rappresenteranno
circa la metà degli investimenti
in prodotti di risparmio
(oggi sono un terzo)



Il 25% di aumento dei ritorni
sarà dovuto a modelli abilitati
dal digitale

avere a disposizione un private banker dedicato e attento ai bisogni del cliente.

La capacità di innovazione del settore è invece riconosciuta come un punto di forza dall'88% degli intervistati, che apprezzano l'offerta di soluzioni di investimento all'avanguardia e personalizzate, con un'ampia diversificazione degli strumenti e un allungamento degli orizzonti temporali, a beneficio di una maggiore protezione dei patrimoni. Quest'ultimo fattore è ritenuto centrale e distintivo dall'86% dei clienti.

LE SFIDE DEI PROSSIMI ANNI

Anche in futuro la leadership dell'industria si giocherà sugli stessi elementi che ne sostengono oggi il successo: i concetti di fiducia, innovazione e protezione. Ma il contesto è destinato a cambiare per il settore, sottoposto a una serie di profonde trasformazioni.

Un aspetto importante, non solo in Italia ma anche a livello globale, è rappresentato dal ricambio generazionale. Specie considerando che nel 2030 sono attesi circa 250 milioni di potenziali nuovi clienti della generazione Y e Z, secondo la ricerca "Navigare le onde del cambiamento: la rotta del Private Banking" presentata da Bain & Company e Aipb. Incrociando lo studio con le previsioni degli associati, questo trend emerge con chiarezza: difatti, il 68% è convinto che il cambiamento si debba riflettere anche nell'attrazione dei talenti e che occorra rendere interessante il settore per le giovani generazioni, da affiancare ai professionisti con esperienza. Il secondo aspetto riguarda la relazione con questi nuovi clienti, che avranno richieste, esigenze e preferenze diverse da quelle dell'utenza più agée. Per il 61% degli intervistati il private banking dovrà infatti essere in grado di trasferire la fiducia guadagnata ai giovani, che secondo l'opinione comune impiegheranno la propria ricchezza in modo sostanzialmente differente rispetto alle generazioni precedenti.

Effettivamente, sottolinea la ricerca di Bain, il

cambiamento generazionale porterà con sé una serie di conseguenze in grado di impattare profondamente sull'identikit del settore. Con l'ascesa di Generazione Y (nati dopo il 1981) e Z (nati dopo il 1995), l'interesse degli investitori virerà verso servizi e strumenti diversi da quelli diffusi oggi: quasi il 60% del patrimonio alla fine del decennio sarà infatti allocato in prodotti innovativi. E cambieranno inoltre i modelli distributivi - ogni banker avrà circa 300 clienti nel proprio portafoglio - oltre che di lavoro: il 70% del personale richiederà competenze di nuova generazione. In termini di asset class, spiega ancora la ricerca, nel prossimo decennio si assisterà a una crescita significativa della penetrazione di investimenti alternativi a scapito dei prodotti tradizionali. Non solo soluzioni Esg - che rappresenteranno circa la metà di tutti gli investimenti in prodotti di risparmio entro il 2030, rispetto al 33% di oggi - ma anche digital asset: entro cinque anni, questi costituiranno una quota compresa tra l'1% e il 5% dei portafogli dei clienti.

Anche per questo, per il 43% degli associati la tecnologia sarà il motore di innovazione del servizio e consentirà di conoscere meglio i bisogni della clientela e fornire soluzioni adeguate, mentre per il 93% degli operatori ci sarà un'accelerazione nei processi d'innovazione. Un fattore destinato ad avere effetti benefici sul modello di business, sottolinea la ricerca di Bain, che evidenzia un 25% di aumento dei ritorni grazie ai modelli abilitati dal digitale rispetto a quelli tradizionali.

Ma ovviamente un ambito di azione essenziale per mantenere il successo del private banking - oltre a passaggio generazionale dei talenti, attrazione delle nuove generazioni e innovazione tecnologica - è la tutela del patrimonio nel tempo (sottolineata dal 25% del campione), sulla quale avranno un impatto le evoluzioni degli assetti familiari, l'allungamento della speranza di vita, la riduzione del welfare pubblico e gli effetti di percorsi professionali meno definiti.

INVESTI NEI LEADER DI DOMANI.

Di fronte a una grande sfida, si può scappare o adattarsi. Si può dare un contributo oppure si può scegliere un ruolo da protagonisti e guidare il cambiamento. Come fanno i veri leader.

Anche la sfida del clima ha i suoi. Sono aziende lungimiranti, impegnate in ambiziosi piani di decarbonizzazione per ridurre i costi economici e sociali del proprio impatto ambientale. E incoraggiano altri a seguirli.

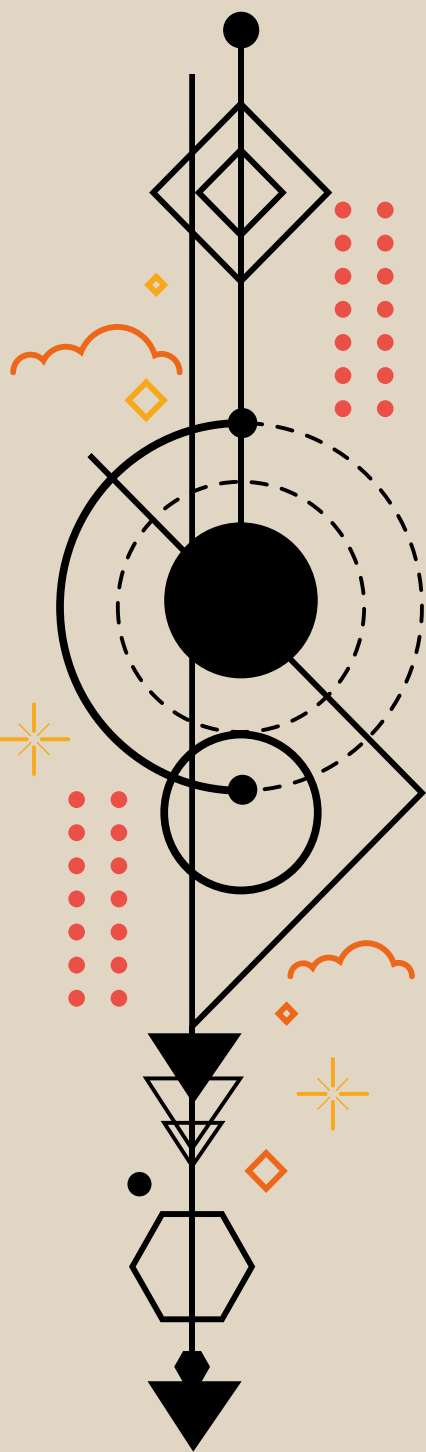
Noi di Schroders selezioniamo le più promettenti opportunità d'investimento per poter scrivere un finale di successo per tutti. Per i nostri clienti e per il mondo intero.

Scopri di più sui nostri fondi tematici su [schroders.it](https://www.schroders.it)

OLTRE
IL PROFITTO

Schroders

Il capitale investito è soggetto a rischio. Messaggio pubblicitario a fini promozionali. Le informazioni fornite non costituiscono un'offerta, né un invito all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Pubblicato da Schroder Investment Management (Europe) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Luxembourg. Registro Imprese Lussemburgo: B 37.799.



L'Italia è uno degli Stati con la maggiore penetrazione del private banking, che negli ultimi anni ha saputo dimostrare un'eccezionale capacità di resistere alle fasi di difficoltà e mantenere e accrescere la fiducia della clientela. A spiegarlo è Andrea Ragaini, presidente dell'Associazione italiana private banking (Aipb), che in un'intervista a FocusRisparmio ha argomentato come, seppur penalizzato dal sistema Paese, il comparto nazionale sia stato in grado di costruirsi un solido posizionamento competitivo, con standard qualitativi molto elevati e un buon grado di attrattività rispetto agli altri centri finanziari internazionali. Questo ha fatto sì che, anche se le esigenze dei clienti sono mutate nel tempo, il private banking abbia saputo continuare a garantire uno dei suoi fattori caratteristici, cioè la protezione dei patrimoni nel tempo, e a soddisfare la clientela grazie alla vicinanza del banker. Per il futuro, continua il presidente di Aipb, la sfida è continuare su questo solco, rispondendo positivamente alle tante sfide che il settore si trova a dover affrontare, dalle mutate condizioni di mercato alle dinamiche generazionali, passando per l'ascesa dei digital asset.

Qual è oggi la fotografia del private banking in Italia?

È quella di un'industria attiva e in forma, che ha saputo crescere in modo importante negli ultimi anni e che gestisce 950 miliardi di euro di risparmi delle famiglie italiane,

pari a un terzo della ricchezza impiegabile e alla metà dei loro investimenti finanziari. Anche in un anno estremamente complesso come il 2022 siamo riusciti a generare una raccolta netta positiva, a conferma del forte rapporto di fiducia che lega consulenti e clienti all'interno del nostro settore. La crescita registrata dal 2007 ad oggi è frutto della capacità dell'industria di superare le fasi critiche dei cicli economici e la volatilità dei mercati finanziari.

Quali sono le sue peculiarità rispetto ad altri mercati e Paesi? E i punti di forza?

Abbiamo condotto una ricerca con Deloitte dalla quale è emerso che l'Italia è uno dei Paesi con la maggior penetrazione del canale private banking (61%), superiore di dieci punti all'area Emea, di quasi 30 rispetto all'Asia-Pacifico e di ben 40 punti rispetto alle Americhe. Un altro tratto caratteristico è dato dal fatto che i portafogli italiani sono ben equilibrati tra le componenti amministrate, gestite e assicurative, anche se la quota di consulenza remunerata tramite fee è inferiore rispetto ad altre zone come l'America, dove il mercato è caratterizzato da un alto livello di diffusione della consulenza finanziaria a pagamento. Sempre insieme a Deloitte abbiamo realizzato un indice di attrattività globale che mostra chiaramente la capacità del private banking italiano di costruirsi un solido posizionamento competitivo con

standard qualitativi molto elevati e un buon grado di attrattività rispetto agli altri centri finanziari internazionali. Pur risultando allo stesso livello della Gran Bretagna e dei principali stati europei, come Francia e Germania, sotto il profilo evolutivo, l'Italia risulta leggermente penalizzata dalle caratteristiche del sistema Paese. Un contesto coeso è una condizione di cui l'industria sente particolarmente il bisogno per poter svolgere ancora meglio il proprio lavoro di protezione e sviluppo di una delle risorse più importanti: la ricchezza finanziaria dei cittadini.

Come sono cambiate le esigenze dei clienti negli ultimi anni?

La protezione nel tempo del patrimonio è una prerogativa imprescindibile per il private banking e la perdurante incertezza di questi anni ha acuito l'esigenza di tutela dei clienti con una crescente sensibilità verso soluzioni in grado di garantire una più elevata protezione del valore del patrimonio. Il settore ha quindi ampliato la diversificazione di portafoglio suggerendo asset alternativi e legati all'economia reale, guardando al futuro con una particolare attenzione ai temi Esg per aiutare i clienti a gestire le proprie risorse in modo responsabile. Si tratta, in sintesi, di un orientamento alla crescita sostenibile per ridurre i rischi di investimento, generare performance di portafoglio e ricadute positive sull'economia e sulla società. Il nostro modello di

servizio, fondato sulla consulenza professionale e la centralità del private banker, affida al professionista una funzione di presidio in termini di comunicazione e di relazione, basato su vicinanza e ascolto. Riuscire a trasmettere la fiducia necessaria alla clientela ci permette di aumentare la capacità di affrontare, nel tempo, gli eventi negativi.

La concatenazione di crisi negli ultimi anni ha creato un contesto difficile per la finanza in generale. Qual è stato l'impatto sul private banking?

Il 2022 è stato uno dei peggiori anni della storia per quanto concerne le performance delle asset class tradizionali, ma la clientela private ha saputo reagire con razionalità, limitando i riscatti e dando così prova di grande maturità.

E quali sono le maggiori sfide che oggi il settore si trova ad affrontare?

Nel corso del nostro ultimo Forum abbiamo delineato le quattro sfide con cui ci dovremo confrontare nei prossimi anni: la prima e determinante è quella di diventare attrattivi per le giovani classi di professionisti; la seconda passa invece dalla capacità di servire con successo le future generazioni di clienti Private che hanno esigenze e prerogative di investimento molto differenti dai loro genitori; la terza è una sfida legata alla tecnologia: usare i dati per fare evolvere il nostro modello di servizio basato sulla consulenza

e la centralità del private banker; l'ultima grande sfida è fare evolvere il concetto di protezione che ci ha accompagnato negli anni da protezione del patrimonio finanziario a protezione della famiglia e della ricchezza complessiva.

Quali sono le dinamiche che secondo AIPB sono destinate a ridisegnare il futuro del private banking?

Il private banking ha dimostrato di essere in grado di adattarsi ai tempi e di saper crescere in contesti molto differenti tra di loro. Come abbiamo visto, ci attendono sfide importanti per il futuro. Una recente ricerca che abbiamo condotto con Bain evidenzia come l'ingresso nel mercato delle nuove generazioni porterà a uno spostamento delle preferenze d'investimento tra le quali si segnalano in particolare le soluzioni Esg e i digital asset. In aggiunta, il contesto macroeconomico continuerà a rappresentare uno dei driver di cambiamento maggiormente rilevante per la nostra industria. La decisa crescita dell'inflazione a cui abbiamo assistito nel 2022, e le conseguenti politiche monetarie restrittive, hanno creato un contesto di grande incertezza a cui è corrisposto un aumento della volatilità. La protezione del denaro della clientela private dall'inflazione e la preservazione nel tempo del potere di acquisto del patrimonio rappresentano certamente una delle principali dinamiche che modificheranno la costruzione dei portafogli.

RAGAINI (AIPB): “L'ITALIA SVETTA NEL PB IN EUROPA”

Il Paese vanta un livello di attrattività molto elevato dell'industria rispetto ad altri centri finanziari e un alto grado di penetrazione di questo genere di servizio. Il successo della raccolta anche in fasi di mercato complesse e impegnative consente di guardare alle sfide future con ottimismo



ANDREA RAGAINI >
Aipb



FERRARI (CAPGEMINI): “PERSONALIZZAZIONE E INTELLIGENZA ARTIFICIALE PER CAVALCARE IL DIGITALE”

Per trarre valore dalla rivoluzione tecnologica banche e asset manager devono puntare sulla digitalizzazione in un’ottica strutturale. “Ottimizzazione dei sistemi e customer experience le chiavi per intercettare i risparmi delle nuove generazioni”, secondo la managing director di Capgemini Italia

Il tema della digitalizzazione è ormai una presenza costante nelle agende di banche, reti di consulenza finanziaria e asset manager. Da anni se ne discute tra operatori del risparmio gestito e tante sono state le risorse investite in tecnologia dall’industria soprattutto nella direzione di modernizzare la user experience. Uno sforzo che, tuttavia, deve essere rivisto in un’ottica più strutturale per permettere al settore di aumentare davvero la redditività tenendo il passo delle nuove generazioni e adattandosi ai cambiamenti imposti dalla pandemia.

DA VALLE A MONTE

Secondo Monia Ferrari, managing director Italia della società di consulenza Capgemini, investire quasi esclusivamente a valle della filiera rischia infatti di rivelarsi un approccio insufficiente per adeguare l’offerta del comparto a quello che sarà il mercato del futuro. “Per estrarre davvero valore dal dato”, sostiene la manager, “occorre valorizzarlo e gestirlo prima di tutto a monte della struttura IT. Per quanto siano dimensioni importanti, *front end* e *customer experience* non bastano: se le informazioni che arrivavo al cliente non hanno le caratteristiche da lui richieste, ogni investimento si rivelerà inutile”.

IL NODO DEI SISTEMI LEGACY

Da qui, la necessità di concentrare lo sforzo innovativo dell’industria prima di tutto sui cosiddetti sistemi core. “Dal nostro World Retail

Banking Report è emerso, ad esempio, come sia fondamentale iniziare a intervenire sulle metodologie per la gestione del pricing, che risultano ormai obsolete perché datate e progettate in epoche in cui il cliente aveva esigenze diverse e le banche svolgevano attività differenti”, spiega Ferrari. Un messaggio che però fatica a penetrare in modo efficace nell’orizzonte di pianificazione degli operatori. E per più d’una ragione, come sottolinea l’esperta: “Attuare questo tipo di interventi non ha un impatto immediatamente visibile sul cliente né può essere facilmente comunicato all’esterno. Senza contare che non sappiamo se tra dieci o 20 anni ci saranno a disposizione le persone necessarie a mantenere in funzione questo tipo di sistemi. Ecco perché investimenti simili continuano ad essere rimandati”.

DATI INCONSISTENTI

Un altro driver che promette di orientare la digitalizzazione del risparmio gestito in Italia è la consistenza dei dati e quindi la struttura degli applicativi. “I nostri sistemi sono configurati come silos”, spiega Ferrari. Che prosegue: “Nella pratica, ciò significa che lo stesso dato finisce per ‘rimbalzare’ all’interno di svariate applicazioni, dalle quali viene poi gestito, interpretato e valorizzato secondo regole e tempistiche diverse. Una duplicazione che rende difficile per il chief technology officer capire quale sia l’informazione giusta e quando serva in

uno specifico customer journey”. È proprio questo, secondo l’esperta, il principale ostacolo che al momento impedisce la nascita di una vera data driven company nel risparmio gestito del nostro Paese.

NUOVI CLIENTI, NUOVE ESIGENZE

La gestione dei dati tra i vari snodi del tessuto IT assume ancora più rilievo nell’ottica di intercettare i bisogni dei nuovi High-Net-Worth Individuals. Secondo il World Wealth Report di Capgemini riferito al 2021, questo gruppo non solo si è ampliato del 7,8%, vedendo la propria ricchezza complessiva aumentare dell’8%, ma ha anche registrato un crescente incremento nel numero di donne, persone Lgbtq+, millennial e appartenenti alla Generazione Z. Ognuno di questi segmenti emergenti presenta valori, preferenze ed esigenze propri, che molte società di wealth management faticano a soddisfare. “Sono soggetti informati, esigenti, interessati a un’esperienza sempre più personalizzata”, spiega Ferrari. Che aggiunge: “Per sviluppare un’offerta coerente con i loro gusti, la banca o l’asset manager devono rinunciare ad agire in solitaria e integrare la propria offerta con ecosistemi in grado di sviluppare prodotti e servizi ad hoc”. In altri termini: se oggi gli Hnwi più importanti sono over 70, in futuro non sarà così e la leva della fidelizzazione conterà sempre meno. Una visione che però, anche in questo caso, incontra notevoli

resistenze perché impone di accantonare i timori di offuscamento del proprio brand.

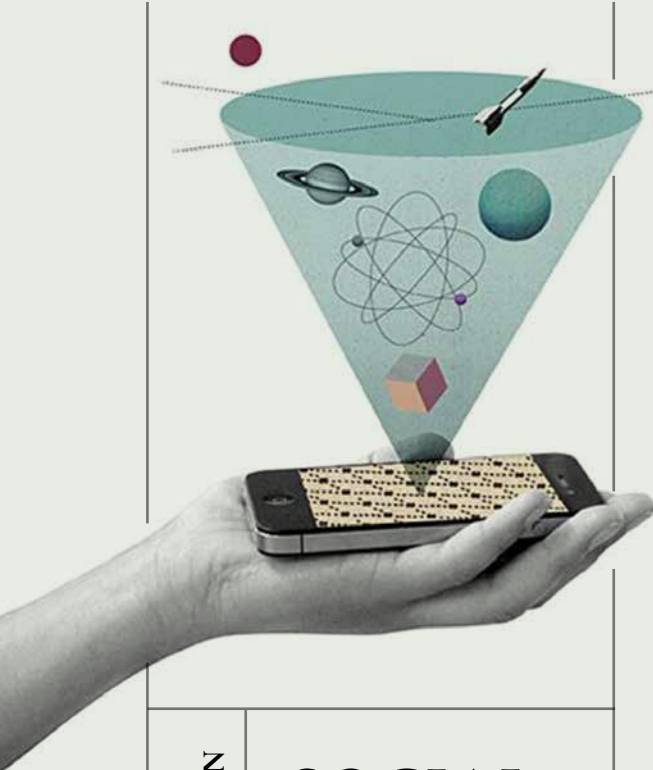
INVESTIRE SOSTENIBILE

Per gli Hnwi di nuova generazione il tema dominante in chiave di customizzazione sarà con buona probabilità quello della sostenibilità. Il giovane che erediterà il patrimonio del padre non si adatterà, infatti, alla concezione di investimento Esg impostagli dalla casa di gestione che vende il prodotto o dal private banker ma pretenderà che sia la sua personale visione a essere rispecchiata nel suo portafoglio. Si tratta di un altro banco di prova per il settore. “Questo aspetto non è ancora affrontato in modo strutturato, tanto che molti operatori non hanno neppure un responsabile d’area o una linea chiara su quali siano gli obiettivi”, spiega Ferrari “Se lo guardiamo dal punto di vista dei private banker”, prosegue, “spesso non sono neppure in grado di fornire informazioni dettagliate sulla sostenibilità degli investimenti ai clienti perché non le hanno, le hanno solo in modo parziale o senza un grado di profondità sufficiente”. E questo conduce a un’altra grande sfida tecnologica imposta all’industria dalle nuove generazioni: la trasparenza.

DAL COSTO ALL’INVESTIMENTO

“Gli investitori di domani vogliono sapere in che modo vengono investiti i loro soldi e quali sono i

costi che il gestore riversa sul cliente. Nei nostri studi abbiamo visto come proprio questa esigenza sia tra i fattori che più spesso incidono sulla scelta di cambiare il private banker”, sostiene Ferrari. Dal suo punto di vista, la chiave per colmare questo gap può risiedere nell’uso di tecnologie come il machine learning e algoritmi di intelligenza artificiale. Il tutto senza però tralasciare il fattore coinvolgimento, che continuerà ad avere importanza. Secondo la manager, infatti, i clienti trovano poco ingaggiante l’interazione con la propria banca: ne ricercano una semplice, trasparente ma anche empatica. Da qui l’utilità di piccoli accorgimenti sulla user experience come l’attivazione di un programma di loyalty, formazione finanziaria o altri servizi aggiuntivi. Dalla conquista di nuovi clienti allo snellimento dei sistemi fino alla riduzione delle spese di compliance, tanti sono dunque i vantaggi che la digitalizzazione può portare in dote a reti di consulenza, private bank e asset management. Ma solo a patto che sia implementata in chiave strategica perché, diversamente, i benefici rischiano di essere nulli. Di questo Ferrari è fortemente convinta: “Se la tecnologia viene lasciata al minimo indispensabile, finirà per rappresentare solo un costo. Se invece viene sfruttata in modo strutturale per aumentare la capacità di sviluppare prodotti, migliorare i servizi, interagire con il cliente, diventa un fattore di aumento della redditività”.



SCOPRI LE SERIE
E LE NOVITÀ DI FR|VISION

SOCIAL & WEB



Market Review

Monica Defend,
head of Amundi Institute



in INTERACTIONS | I post più cliccati



Daffina (Arca Fondi Sgr): “Gli italiani hanno capito quanto sia importante una previdenza complementare”



Il fund portfolio manager: “Aderire il prima possibile ad una forma di previdenza complementare è fondamentale per due ragioni principali: rendimenti e benefici fiscali”.

Strategie market neutral tra il 20% e il 30% del portafoglio per contrastare la strutturale volatilità dei mercati



Il 2022 ha segnato secondo Amadeo Alentorn, portfolio manager del Jupiter Global Equity Absolute Return Fund, un netto cambio di regime: “Restare ancorati a modelli di portafoglio sorpassati non farà recuperare dalle perdite”.



Finanza sostenibile, il nuovo quadro informativo



Le novità normative nell’ambito della finanza sostenibile raccontate da Manuela Mazzoleni, direttore Sostenibilità & Capitale Umano di Assogestioni.

in IL PIÙ CONDIVISO



IL RISPARMIO OLTRE LA CRISI

“Il risparmio oltre la crisi. Accompagnare l’investitore verso scelte consapevoli”: questo il titolo della XIII Edizione de Il Salone del Risparmio che quest’anno andrà in scena, dal 16 al 18 maggio 2023, per la prima volta nell’Ala Sud dell’Allianz MiCo - Milano Convention Centre.

REDDITO FISSO

32**Rischio recessione**

Prospettive dell'economia tra tassi e inflazione, nell'intervista al professor Andrea Montinici (Università Cattolica)

36**Occhio alle trappole**

Un'analisi a più voci sui principali comparti dell'obbligazionario. A partire dal debito sovrano italiano

38**Esg, l'ora della selezione**

I fondamentali restano favorevoli alla crescita di green bond, social bond e sustainability linked

Cornerstone

Analisi e soluzioni degli specialisti delle case di gestione



SARÀ UN 2023 COL FRENO A MANO TIRATO MA NON MANCHERANNO LE OPPORTUNITÀ

Monticini (Cattolica): «L'economia è destinata a frenare in questo 2023, sia negli Stati Uniti sia in Europa. Ma se l'entità sarà contenuta si apriranno ampi spazi di crescita sui mercati»



ANDREA MONTICINI >
professore di Econometria
Finanziaria Università Cattolica

Si intravede una luce in fondo al tunnel, ma l'uscita rimane ancora lontana. Gli ultimi dati macro comunicati al mercato sono contrastanti, con alcune note positive e altre negative. Il dato sull'inflazione di dicembre dell'area euro, per esempio, è stato positivo, con l'indice dei prezzi al consumo che è sceso al 9,2% dal 10,1% del mese precedente. Ma questo dato ha anche un rovescio della medaglia: la crescita dell'inflazione "core", quella al netto di energia e beni alimentari (le componenti più volatili), che sempre a dicembre ha fatto segnare un nuovo record al 5,2%, deludendo le stime degli analisti, che si attendevano un dato al 5%, in linea con quello di novembre. Su questa base è difficile pensare a un cambio di rotta di politica monetaria da parte della Banca centrale europea, che quindi dovrebbe continuare ad aumentare i tassi di interesse, trasformando l'attuale fase di rallentamento economico in una probabile recessione. Negli Stati Uniti, invece, l'indice dei prezzi al consumo ha continuato a rallentare (il dato su base annua è in calo da luglio 2022), attestandosi a dicembre al 6,5%, il livello più basso da oltre un anno. Anche l'inflazione core è scesa, attestandosi al 5,7% rispetto al 6% di novembre. Su queste basi, l'azione da "falco" della Federal Reserve potrebbe anche alleggerirsi in questo nuovo anno, per poi arrivare a un possibile taglio dei tassi di interesse già nella parte finale del 2023. Per vedere una banca centrale americana meno falco e più colomba, però,

bisognerà aspettare i prossimi dati macro, che dovranno confermare sia il calo dell'inflazione sia il rallentamento dell'economia, già "prezzata" da un Pmi dei servizi che a dicembre è sceso al di sotto di 50, entrando quindi ufficialmente nella zona di contrazione.

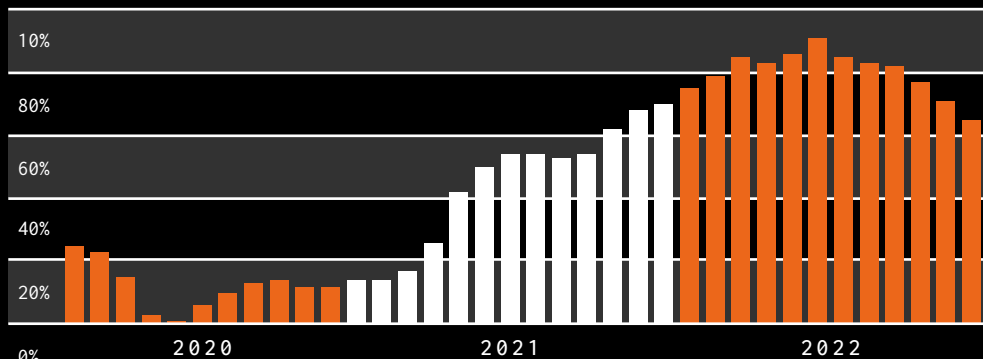
Per ora, quindi, il futuro rimane ancora incerto, con altri fattori di rischio, oltre all'inflazione, che minacciano economia e mercati, come l'interminabile guerra tra Russia e Ucraina, e la nuova ondata di Covid in Cina. La riapertura dell'economia di Pechino a fine 2022, con il contestuale abbandono da parte del governo delle misure Zero-Covid, era stato un segnale incoraggiante. Ma ora, l'estensione dei contagi che ne è seguita rischia di mettere a repentaglio l'efficienza di fabbriche e porti, costringendo il governo a rivedere le modalità delle riaperture. A tutto questo, poi, si aggiunge l'incognita dell'impatto che il rapido aumento dei tassi di interesse avrà sul ciclo economico. "La domanda è se questo repentino incremento provocherà una recessione forte, oppure un semplice rallentamento, che serve per contenere quell'inflazione che abbiamo sperimentato nei mesi recenti – commenta Andrea Monticini, docente ordinario di Econometria finanziaria all'Università Cattolica del Sacro Cuore – Di certo l'economia è destinata a frenare in questo 2023, sia negli Stati Uniti sia in Europa". Il Fondo monetario internazionale si aspetta addirittura che un terzo dell'economia

FOCUS RISPARMIO LAB

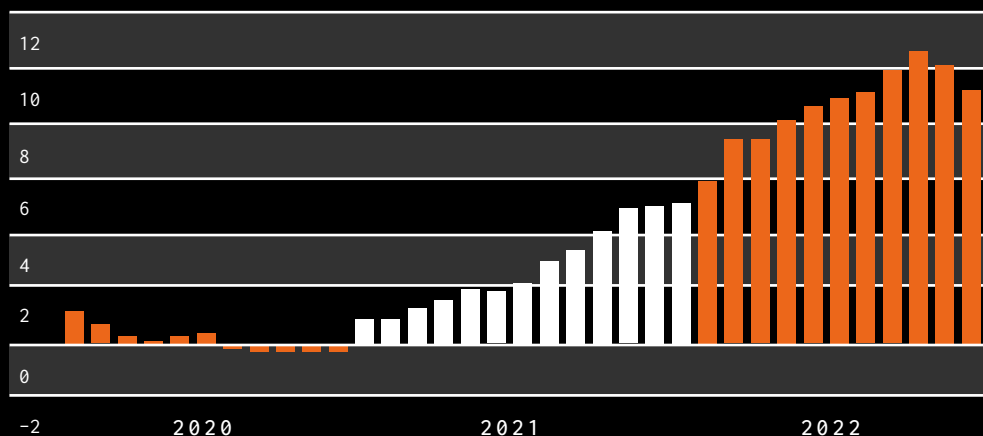
mondiale cada in recessione, perché Usa, Europa e Cina stanno rallentando contemporaneamente. Ma di fatto, l'entità della frenata al momento rimane un'incognita, ed è proprio questo che crea incertezza sui mercati finanziari, perché "un semplice rallentamento aprirà ampi spazi per una crescita delle azioni – argomenta ancora Monticini – Se invece ci sarà un cosiddetto *hard lending*, allora bisognerà capire l'entità del rallentamento che è già prezzata dal mercato". Il futuro delle obbligazioni, invece, è strettamente legato all'azione delle banche centrali. Continueranno con forza ad alzare i tassi di interesse o, a fronte del rallentamento del ciclo economico, del contenimento dei prezzi energetici, e del conseguente rientro dell'inflazione, ci saranno meno rialzi e più contenuti? Nel primo caso si continueranno ad avere mercati obbligazionari sfidanti, con rendimenti in salita e prezzi in calo. "Nel secondo caso, invece, le obbligazioni potrebbero rappresentare un'interessante opportunità, soprattutto se il rientro dell'inflazione verso l'obiettivo target delle banche centrali sarà meno lento di quello che ci si aspetta", puntualizza Monticini.

E le potenziali opportunità di investimento, tra bond e azioni, possono essere colte anche in Italia, che allo stato attuale non rappresenta un rischio come Paese, sottolinea Monticini, "perché tutto sommato la manovra è stata molto oculata, lasciando l'Italia su un sentiero di sostenibilità del debito pubblico", conclude.

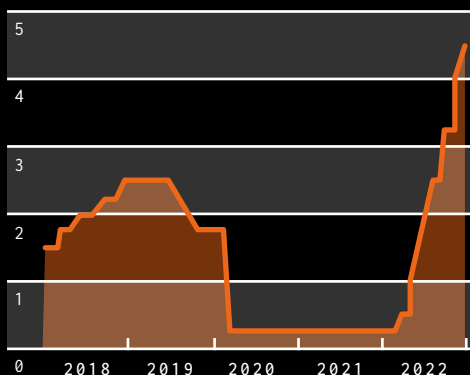
Inflazione Usa



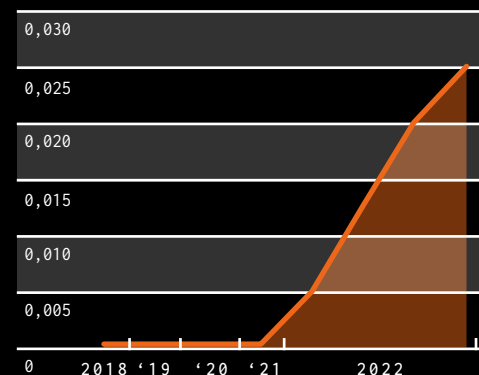
Inflazione Europa



Cinque anni di tassi in Usa...



...e in Europa



INTERVISTA

DI > GIULIO ZANGRANDI

LA RINASCITA DEI BOND PASSA DALLA FED

Secondo gli esperti di PGIM, il picco dei tassi Usa è vicino: dopodiché la banca centrale americana allenterà la morsa creando le condizioni per il ritorno dell'income.

Posizionamento di qualità e duration le chiavi per cavalcare il trend

Dopo un 2022 caratterizzato da performance fortemente negative a causa di inflazione ed effetti delle tensioni geopolitiche, il mercato obbligazionario sembra finalmente pronto per rialzare la testa. E a giocare un ruolo determinante nella rinascita del comparto saranno soprattutto le mosse della banca centrale americana. Ne sono convinti in PGIM Fixed Income, asset manager specializzato nel reddito fisso di PGIM, tra i più grandi gestori patrimoniali al mondo. In uno scenario predittivo che continua a essere focalizzato prioritariamente sull'ipotesi di recessione, la società intravede infatti come principale fattore di recupero del reddito fisso proprio l'approccio adottato dalla Federal Reserve sul difficile terreno della politica monetaria.

DA FALCO A COLOMBA

"All'inizio del 2023, prevediamo un picco nei rialzi dei tassi a breve termine. Dopodiché, pensiamo che l'istituto si fermerà qualche mese e aspetterà di valutare quanto la stretta aggressiva abbia funzionato", spiega Gregory Peters, co-chief investment officer di PGIM Fixed

Income. "Se ci saranno dati a conferma della contrazione economica con un aumento della disoccupazione, un'inflazione più bassa e un Personal Consumption Expenditure (PCE) core vicino al 3,5% - prosegue - riteniamo che la Fed virerà rapidamente verso tagli precauzionali dei tassi nella seconda parte di anno per evitare conseguenze economiche estreme: questo costituirebbe un vantaggio per i mercati obbligazionari".

INVESTIRE NEL NUOVO QUADRO

Secondo Michael Collins, senior portfolio manager di PGIM Fixed Income, in una prospettiva di questo tipo, gli investitori dovrebbero ridurre il rischio di credito e concentrarsi su un posizionamento di alta qualità e incentrato sulla duration attraverso obbligazioni core, core plus/intermedie e municipal bond a medio-lungo termine. Poiché l'evoluzione dello scenario conserva un certo grado di incertezza, sul tavolo predittivo resta però anche l'ipotesi di un atterraggio morbido che veda la Fed fermarsi in attesa di prove sull'efficacia dei rialzi mentre l'economia registra una moderata crescita. In questo quadro, spiega Collins, potrebbe essere opportuno "aumentare il rischio di credito per un migliore potenziale di rendimento puntando su titoli societari e multi-settore flessibili, obbligazioni high yield a breve durata e bond di mercati emergenti". Viene vista invece come remota l'eventualità di un'ulteriore tightening con

conseguente stagflazione, una circostanza che imporrebbe una riduzione della duration così da minimizzare il rischio di tasso d'interesse mediante obbligazioni ultracorte o comunque a breve termine e attività a tasso variabile.

TREND PERMANENTI

In un'ottica di più lungo periodo, PGIM ritiene che il contesto economico sia invece destinato a imboccare una traiettoria che lo porterà ad una configurazione vicina alle condizioni pre-Covid. Per la società, fattori secolari come invecchiamento demografico ed elevati oneri del debito determineranno infatti il ritorno a una crescita e a un'inflazione moderate, circostanza che dovrebbe contribuire a un contesto di tassi di interesse più bassi, sebbene con qualche variazione nel mercato dell'Eurozona. Da qui, la riflessione conclusiva di Peters. "Dati i rendimenti più elevati di oggi e il potenziale di apprezzamento futuro del capitale con l'allentamento della stretta monetaria, quello attuale potrebbe essere un punto di ingresso interessante per gli investitori a lungo termine", afferma l'esperto.



MICHAEL COLLINS >
PGIM



GREGORY PETERS >
PGIM

Dai dati alle opportunità. Il potere della nostra tecnologia.



Different views
Keeping you ahead
man.com/maninstitute/it

Leggi qui tutti gli
approfondimenti in italiano:



INTERVISTA

DI > DAVIDE MOSCA

A VOLTE (PER FORTUNA) RITORNANO

Dopo un 2022 da dimenticare per gli investitori obbligazionari, il nuovo anno si apre con una consapevolezza positiva: i rendimenti del reddito fisso sono saliti a livelli tra i più interessanti dalla crisi finanziaria globale del 2008.

Il rialzo si è riflesso in un sensibile miglioramento delle valutazioni di sovrani e societari e inoltre, afferma Andrew McCormick, head of Fixed Income di T. Rowe Price, “i titoli di qualità più elevata nei segmenti mortgage-backed e asset-backed stanno attirando afflussi da parte di investitori desiderosi di far fruttare la liquidità o di estendere la duration, misura della sensibilità ai tassi d’interesse”.

“È la prima volta da oltre un decennio che si presenta l’opportunità di ottenere rendimenti elevati”, afferma, facendo notare che “ogni volta che vi è un segnale di un possibile rallentamento del ritmo da parte della Fed o di un possibile raggiungimento del picco di inflazione, vediamo immediatamente flussi più che sostenuti”.

POSITIVI SULL’HIGH YIELD USA

Secondo McCormick, le obbligazioni high yield potrebbero offrire opportunità di rendimento particolarmente interessanti nel 2023. Sebastien Page, responsabile Multi Asset di T. Rowe Price, segnala, a conferma di questa tesi, tre potenziali

Secondo Andrew McCormick, head of Fixed Income di T. Rowe Price, e Sebastien Page, head of Multi Asset della casa di gestione, torneranno rendimento e potenziale di diversificazione. Ma “gli investitori dovranno prestare attenzione alla volatilità”

fattori positivi, in particolare per quanto riguarda gli Stati Uniti. In primis, gli spread creditizi si sono ampliati, mentre i tassi di default sono rimasti relativamente bassi. Secondo, i bilanci delle società sono complessivamente in buona salute. Infine, gli emittenti del settore energetico rappresentano una quota minore del debito high yield statunitense rispetto al passato, il che contribuisce a ridurre la vulnerabilità ai default.

“Se non ci sarà una profonda recessione, l’high yield statunitense continuerà a offrire solide opportunità”, afferma Page. La riflessione è completata da McCormick, che espone la view degli analisti del credito di T. Rowe Price che a fine 2022 prevedevano un aumento dei tassi di default statunitensi a poco meno del 3% per le obbligazioni high yield e a poco più del 3% per i prestiti bancari a tasso variabile nell’anno in corso, percentuale significativamente inferiore agli attuali spread creditizi.

INFLAZIONE FA RIMA CON DIVERSIFICAZIONE

La liquidità dei mercati è peggiorata nel 2022 in seguito all’accelerazione della stretta monetaria. “Abbiamo già registrato periodi di illiquidità in

alcuni mercati di alta qualità, come i Gilt britannici e i Treasury statunitensi”, osserva McCormick. “Riteniamo che il rischio di ulteriori episodi rimanga elevato”, completa sul punto.

Nella prospettiva multi-asset fornita da Page, la maggiore volatilità connaturata all’attuale contesto di investimento deve necessariamente essere tenuta in considerazione in ottica di costruzione dei portafogli. “Storicamente”, fa notare l’head of Multi Asset della casa di gestione, “i rendimenti delle azioni e dei Treasury Usa tendono a muoversi nella stessa direzione quando le preoccupazioni per l’inflazione e i tassi di interesse sono elevate, come nel 2022”.

“Tuttavia”, prosegue, “quando i timori per la crescita economica sono al primo posto, i rendimenti possono muoversi in direzioni opposte, rafforzando il potenziale di diversificazione dell’asset class obbligazionaria”.

Il 2023 sarà dominato dalle preoccupazioni per la crescita e i Treasury riprenderanno il loro ruolo tradizionale di diversificatori, prevede Page. Ma nel lungo periodo, potrebbero essere necessari strumenti ulteriori, tra cui l’esposizione ad high yield e debito dei mercati emergenti, strategie alternative e asset reali o strategie azionarie in grado di offrire un’attenuazione del rischio di ribasso in contesti inflazionistici.



ANDREW
McCORMICK >
T. Rowe Price



SEBASTIEN PAGE >
T. Rowe Price

DI > DAVIDE MOSCA

RECESSIONE? NON È INEVITABILE

Un'indagine PWC presentata recentemente al World Economic Forum mostra come il 73% delle 4.410 società intervistate a fine 2022 preveda un declino della crescita mondiale nei prossimi dodici mesi. Il dato è il peggiore dal 2011, anno in cui è iniziata questa inchiesta. Un'altra survey presentata al Forum, questa volta effettuata tra gli economisti, evidenzia come due terzi degli intervistati si aspetti una recessione globale nel corso dell'anno.

Alla luce di questo generalizzato pessimismo sulle condizioni cicliche, diventa più comprensibile il rimbalzo dei mercati finanziari di inizio anno. "Gli annunci delle autorità cinesi che indicano l'intenzione di abbandonare la politica Zero Covid e il drastico calo delle quotazioni del gas naturale in Europa hanno forzato il mercato a rivedere al rialzo le aspettative di crescita per il 2023, inizialmente molto caute", sottolinea sul grande interrogativo dell'anno in corso Patrizia Noé, head of Distribution Italy di Credit Suisse AM.

"La riapertura post-Covid in Cina, se nel breve deprime la crescita per l'effetto dell'aumento dei contagi, nel medio periodo rappresenterà un driver di sviluppo importante, con un rimbalzo dell'attività economica a partire dal secondo trimestre di quest'anno: 1,4 miliardi di

Gli investitori si sono posizionati per uno scenario più favorevole sul fronte inflazione e tassi, ma anche per una recessione che a detta di molti sembra quasi certa.

Non per Credit Suisse. Ecco perché, nell'intervista a Patrizia Noé, head of Distribution Italy della divisione Asset Management della banca

consumatori, dopo un lockdown durato oltre 1000 giorni, torneranno a consumare con una capacità di spesa direttamente proporzionale al considerevole risparmio accumulato. L'effetto della riapertura si sentirà indirettamente in tutto il mondo".

Anche in Europa?

Certamente. Le aziende del Vecchio Continente sono notoriamente esposte ai mercati asiatici, ma ciò che sta impattando e impatterà maggiormente è il calo delle quotazioni del gas naturale, già in discesa a causa di temperature invernali sorprendentemente miti. Inoltre, il livello di stoccaggio di gas è molto alto rispetto alla media storica, diminuendo il rischio di un altro shock energetico nel prossimo inverno. Una notizia positiva per crescita e inflazione.

Mancano solo gli Stati Uniti. Quali dinamiche osservate?

I dati macroeconomici mostrano una situazione di crescita sotto potenziale, ma al momento non segnalano rischio recessione.

Le prospettive non sono quindi così negative

In una nota che abbiamo pubblicato a fine 2022 abbiamo evidenziato come la solidità finanziaria delle famiglie e delle imprese e un mercato del lavoro che si mostra ancora forte possano creare le condizioni per evitare una recessione nel 2023: il mercato continua ad aspettarsi una recessione che secondo i nostri economisti non arriverà.

A partire da questa view, come bisogna agire sui mercati?

Gli investitori stanno realizzando che l'economia può reggere tassi più alti. Notiamo un atteggiamento più costruttivo sull'azionario Europa e dei mercati emergenti e maggiori flussi sul mercato del credito, due asset class che sono notoriamente più sensibili alle condizioni cicliche. Guardando avanti, però, il quadro di mercato rimane favorevole al reddito fisso: il mercato azionario appare caro rispetto alle altre asset class e gli utili aziendali continuano ad essere rivisti al ribasso per effetto della compressione dei margini.

Nell'equity rimangono sacche di sottovalutazione nei mercati Europei, in Asia e in alcuni settori, come ad esempio i finanziari e petroliferi. Il reddito fisso per contro offre rendimenti interessanti anche nelle componenti del credito a maggiore qualità. Rimane ancora rischioso puntare sulla componente più rischiosa: l'aumento del costo del denaro potrebbe creare situazioni di difficoltà per le aziende che in passato hanno fatto ampio ricorso al debito, senza essere supportate da una crescita strutturale adeguata.



PATRIZIA NOÉ >
Credit Suisse AM

ALESSANDRO
TENTORI >
AXA IMMARCEL BROSS >
Flossbach
von Storch

REDDITO FISSO CON RENDIMENTI IN CRESCITA? OCCHIO ALLE TRAPPOLE

I gestori vedono uno scenario solo in parziale miglioramento per i titoli del debito sovrano.

Sul fronte obbligazionario, la preferenza va alle emissioni delle società finanziarie

“Dipende... da che parte guardi il mondo tutto dipende” recitava una canzone di successo di qualche anno fa, o meglio sarebbe dire la sua traduzione dallo spagnolo. Un concetto che vale anche per i mercati finanziari, nei quali la focalizzazione sul rischio piuttosto che sul rendimento può fare la differenza. Basti pensare a quanto accaduto al differenziale tra titoli di Stato italiani e tedeschi, il cui ampliamento a cavallo tra il vecchio e il nuovo anno ha accresciuto, seppur temporaneamente (il dato nei primi dieci giorni di gennaio è sceso sotto i 180 punti base), il rendimento atteso per chi punta sul debito sovrano della Penisola. Archiviato il 2022, che verrà ricordato come l'*annus horribilis* del reddito fisso, per Alessandro Tentori, cio AXA IM Italia, è opportuno focalizzarsi innanzitutto sulle ragioni di queste performance, che l'economista attribuisce non al rischio paese, ma piuttosto al movimento dei tassi d'interesse a livello internazionale. “Basti pensare che nel giro di 24 mesi l'ammontare di obbligazioni globali con yield negativo sono passate da oltre 18 mila miliardi di dollari a meno di un

miliardo”, ricorda. Per poi stimare un 2023 tra luci e ombre, con il rischio concreto di recessione, complice il fatto che proprio di recente la Bce “ha ribadito la necessità di ulteriori strette al costo del denaro per far fronte a un problema di inflazione che rischia di sfuggire al controllo della politica monetaria”, aggiunge Tentori.

Marcel Bross, portfolio manager di Flossbach von Storch, parte dalle incognite dello scenario macro, che si sommano alle criticità strutturali del nostro Paese come l'inefficienza di alcune istituzioni e l'elevato rapporto tra debito pubblico e Pil, per segnalare che il contesto per gli investitori resta difficile. “Una riduzione dell'esposizione debitoria richiederebbe severe misure di austerità, che probabilmente saranno difficili da attuare a livello politico”, sottolinea. Le finanze pubbliche del nostro paese dipendono fortemente dalla politica monetaria della Bce, che negli anni scorsi ha fatto incetta delle nuove emissioni, ma ora sta ritirando la mano. “Da un lato l'Eurotower è intenzionata a far rallentare l'inflazione, ma dall'altro potrebbero essere necessari ulteriori interventi sul

mercato obbligazionario per mantenere l'Italia solvibile e l'euro sostenibile”, sottolinea Bross. Il quale, a proposito delle strategie d'investimento, avverte. “Nel breve termine vediamo crescere il rischio che un'ondata di offerta di Btp possa causare un nuovo aumento degli spread. Se l'inflazione dovesse rimanere elevata, la Bce potrebbe essere costretta a ridurre ulteriormente l'acquisto di titoli di Stato. Non abbiamo investito in Btp negli ultimi dodici mesi e al momento non vediamo un rapporto rischio/rendimento interessante”, aggiunge.

Giacomo Calef, country manager di Ns Partners, appare più possibilista: “Il Btp Italia emesso a novembre 2022 e la cui scadenza è fissata al 2028, è uno strumento che offre una protezione dall'inflazione, rivalutando (mediante il meccanismo dell'indicizzazione) l'entità della cedola corrisposta e il capitale in base all'inflazione italiana”. Inoltre, ricorda che il Btp Italia inglobava già, alla data di emissione, le attuali aspettative di inflazione attesa nei prossimi sei anni, rendendo lo strumento analogo a un Btp classico con la medesima scadenza. Vi sono due diversi scenari

(considerando di portare a scadenza il bond). “Se l'inflazione dovesse aumentare al di sopra del livello atteso dal mercato, allora il Btp Italia risulterà migliore rispetto al 'classico' Btp con medesima scadenza dal momento che entrerà in gioco il meccanismo di indicizzazione. Se l'inflazione risultasse minore del livello atteso, il primo potrebbe essere meno conveniente rispetto al secondo”.

Detto questo, Calef ritiene che ai livelli attuali i rendimenti attesi siano positivi per limitare la perdita di valore reale del proprio patrimonio a causa dell'inflazione elevata.

Anne-Sophie Chouillou, partner e gestore del fondo Anthilia Yellow, ritiene che l'attuale contesto macro renda “difficile privilegiare i titoli di Stato domestici, in quanto il rischio tasso/duration va monitorato con grande attenzione. Tuttavia, ciò non significa che il rischio Italia sia da escludere del tutto e del resto, come si è visto con l'ultimo Btp Italia lanciato dal Governo Meloni, alcuni titoli governativi come questo possono rappresentare un'opportunità di investimento”, aggiunge. Le loro caratteristiche li rendono degli



COSIMO
MARASCIULO >
Amundi

strumenti unici nel panorama dei titoli europei, anche per via del “premio fedeltà” nel caso in cui dovessero essere mantenuti in portafoglio fino alla scadenza. “La protezione offerta grazie al meccanismo di indicizzazione all’inflazione li rende particolarmente interessanti per la clientela retail, che può in questo modo contrastare la perdita di potere di acquisto a causa dell’elevato aumento dei prezzi”, sottolinea Chouillou. La quale ritiene interessanti le obbligazioni corporate del settore finanziario domestico, “che hanno sotto-performato nell’ultimo anno le altre tipologie di emissioni societarie, nonostante gli ingenti livelli di capitale di istituti di credito e assicurazioni e gli spread del debito bancario attrattivi in termine di carry. “Senza dimenticare che la leva dei titoli emessi da banche e compagnie assicurative è in continua riduzione e non si evidenziano peggioramenti del mix degli asset presenti in bilancio”.

Cosimo Marasciulo, deputy head of European Fixed Income di Amundi, concorda sul fatto che gli investitori sono più preoccupati da fattori sistemici come il rialzo tassi della Bce e meno da fattori idiosincratici specifici del rischio Italia. E questo sia per l’occhio sempre vigile da parte della Bce, sia per il contributo del Pnrr e per le emissioni congiunte avvenute

sotto l’egida della Commissione europea. Guardando all’anno da poco iniziato, sottolinea, la domanda per gli investitori non europei non è se preferire il titolo di stato italiano a quello tedesco ma se investire nel Vecchio Continente. “Perché, se così fosse, la scelta dell’Italia rispetto ad altri paesi ci appare ovvia per livello di rendimento, liquidità dei titoli e soprattutto perché l’Italia è il paese che più beneficerà di una maggiore coesione a livello europeo”.

Infine Filippo Alloatti, head of financials (credit) di Federated Hermes, sottolinea che i 260 miliardi di titoli di stato in scadenza nel 2023 fanno riflettere, anche se confida nell’italica capacità di tirarsi fuori dai momenti difficili. “L’approccio sin qui pragmatico del primo ministro e del suo ministro dell’economia fanno ben sperare”, sottolinea. “Il settore finanziario dopo anni di vacche magre causa tassi negativi è tornato a generare profitti. Qui, forse, si cela l’opportunità: le obbligazioni del settore finanziario”, sottolinea. “Una tenue recessione, una guida stabile del governo in cooperazione con Bruxelles e Francoforte e le banche e compagnie d’assicurazione italiane potranno far ricredere gli scettici e, attraverso una politica delle erogazioni sensata, contribuire alla modernizzazione dell’Italia”.



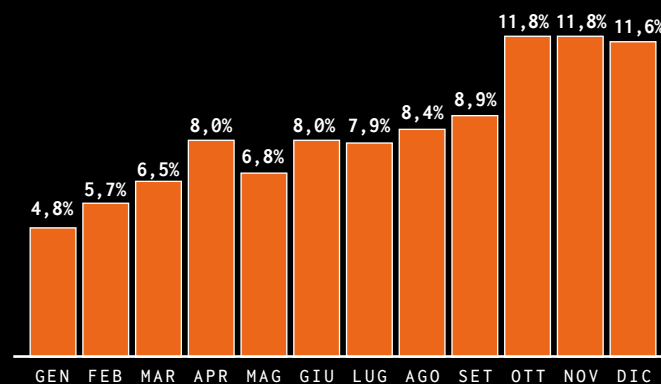
FILIPPO ALLOATTI >
Federated Hermes

FOCUS RISPARMIO LAB

IL QUADRO ITALIANO TRA INFLAZIONE E TASSI

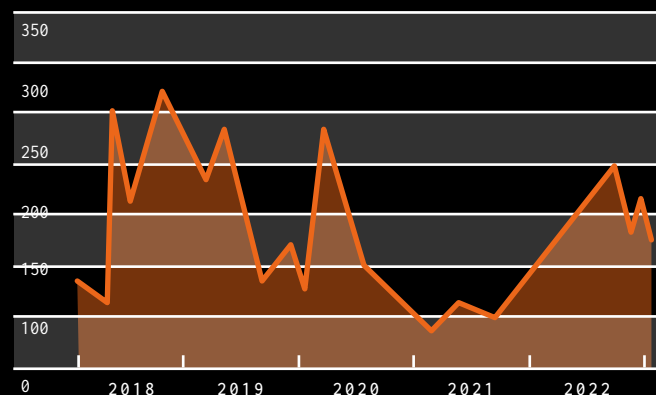
Nel 2022 il caro-vita è quasi triplicato nella Penisola. Intanto continua a muoversi il differenziale di rendimento tra Btp e Bund tedeschi

Inflazione in Italia nel 2022



Fonte: Elaborazione FocusRisparmio su dati Istat

Spread Btp-Bund



Fonte: Elaborazione FocusRisparmio

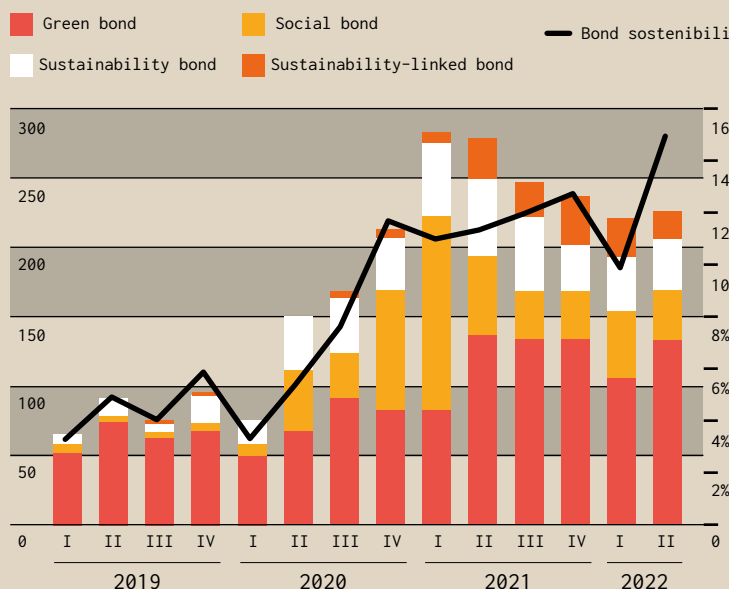


CHARTS

EMISSIONI DI BOND SOSTENIBILI

◀ DATO TRIMESTRALE IN MILIARDI DI DOLLARI

BOND SOSTENIBILI SU TOTALE DELLE EMISSIONI (%) ▶



Fonte: Moody's

BOND SOSTENIBILI: L'ORA DELLA SELEZIONE

I fondamentali restano favorevoli alla crescita di questo segmento, che in ogni caso non è estraneo al sentiment dei mercati obbligazionari nel loro insieme

Nonostante tutto, la transizione avanza, anche in ambito finanziario. Nei mesi scorsi si sono sollevate diverse riserve sul futuro dei bond sostenibili sia per i ridotti rendimenti del reddito fisso in generale, sia per i numerosi casi di greenwashing venuti alla luce. Alla prova dei fatti, tuttavia, il settore si sta rivelando tutt'altro che una moda. Bloomberg Intelligence stima un valore di 50 mila miliardi di dollari entro la fine del 2025 contro i 41 mila raggiunti nell'anno da poco concluso.

Per un bilancio completo del 2022 occorrerà del tempo, ma è verosimile che le emissioni siano state inferiori all'anno precedente dato l'*annus horribilis* vissuto dal reddito fisso e alla luce dei tanti fattori che hanno pesato sulla crescita economica, a cominciare dalla stretta sui tassi attuata dalle banche centrali che ha penalizzato in maniera importante il valore dei bond già nei portafogli. Secondo Romain Miginiac, gestore del fondo Gam Sustainable Climate Bond, quello in corso sarà un anno d'oro, soprattutto per le emissioni green e sostenibili del settore finanziario europeo. "Nonostante la solidità dei fondamentali – si tratta di uno dei pochi settori che beneficiano dell'aumento dei tassi (per via della crescita del margine d'interesse, ndr) – i finanziari hanno sostanzialmente sottoperformato i non finanziari nel 2022. Attualmente siamo in grado di ottenere rendimenti del 5-7% in euro per le obbligazioni subordinate sostenibili con rating investment grade di emittenti di alta qualità del settore

finanziario europeo", ricorda l'esperto. Valori che consentono di ottenere un rendimento di uno-due punti percentuali superiore rispetto a obbligazioni corporate con rating simili. "I green bond costituiscono la parte più consistente di questo segmento, stante l'urgenza di colmare il gap di finanziamenti annuali per il clima, che ammonta a svariate migliaia di miliardi di dollari. Inoltre offrono agli investitori visibilità sull'impiego dei proventi, utilizzati esclusivamente per finanziare progetti con un impatto ambientale positivo e tangibile, rendendo i green bond uno strumento efficace per allineare i portafogli agli obiettivi dell'Accordo di Parigi", aggiunge. Per poi tirare le somme: "Gli investitori dovrebbero sovrappesare le obbligazioni verdi e sostenibili nella loro allocazione a reddito fisso, superando il 10% degli attuali indici euro investment grade".

PROVA DI RESILIENZA

Peter Kwaak, portfolio manager della strategia RobecoSAM Global Green Bonds di Robeco, ricorda che alcuni elementi distintivi delle emissioni sostenibili li hanno difesi all'interno di un contesto difficile come quello del 2022. "A fine novembre le nuove emissioni ammontavano a quasi 800 miliardi di dollari, al di sotto dell'anno record 2021, ma sulla buona strada per raddoppiare il livello del 2019. La domanda di obbligazioni con label nel mercato delle nuove emissioni è rimasta relativamente forte e i differenziali di rendimento rispetto alle obbligazioni non etichettate si sono



PETER KWAAK >
RobecoSAM Global Green



ELÉONORE BUNEL >
Lazard Frères Gestion



Reddito Fisso

mantenuti in un range ristretto”, racconta. Per poi stimare per l’anno in corso una crescita dei green bond e una situazione stazionaria per quelli a impronta sociale. Fermo restando che l’attenzione deve sempre essere alta. “Bisogna sempre mantenere un atteggiamento critico nei confronti dei titoli selezionati. Non è sufficiente basarsi solo sul label, ma occorre analizzare anche con occhio critico aspetti come la strategia Esg dell’emittente”, sottolinea Kwaak. “Tra le emissioni sostenibili, il segmento dei green bond è quello facile da analizzare relativamente alla destinazione d’uso dei proventi”, aggiunge. Un settore che nei mesi scorsi spesso è stato oggetto di critiche per l’emergere di episodi di greenwashing, che in ogni caso costituiscono una spaurita minoranza e che sono da mettere in conto in un settore a rapido sviluppo, che ora si trova a fare una prima selezione.

Bertrand Rocher, co-head of fixed income di Mirova, affiliata di Natixis Investment Managers, ritiene che nel 2023 i rischi di chi punta su questo segmento “saranno più o meno gli stessi che sperimenterà il mercato obbligazionario nel suo complesso”. Questo per una serie di ragioni. “In primis, molte delle emissioni di green bond dell’ultimo decennio stanno giungendo a scadenza, con la conseguenza di una riduzione della

duration media propria di quest’asset class”, racconta. “Inoltre, cresce non solo il numero, ma anche la tipologia di emittenti, tra cui case automobilistiche, industriali, alimentari, componenti per auto, compagnie assicurative, oltre a utility e banche. Questo significa che il mercato delle obbligazioni verdi mantiene una maggiore esposizione al mondo corporate, elemento che ha zavorrato la performance nel 2022 dopo essere stato molto favorevole dall’inizio del 2019 alla fine del 2021”. Infine, un altro elemento importante per quanto riguarda la composizione dei portafogli è da ricercare nella sempre maggior rilevanza della regolamentazione comunitaria, che potrebbe spingere gli investitori ad aggiungere questi titoli in portafoglio per migliorarne l’impatto.

L'ANNO DELLA MATURITÀ

Eléonore Bunel, managing director di Lazard Frères Gestion, ritiene che anche il 2023 si rivelerà un anno volatile per i mercati obbligazionari. “Gli indicatori economici suggeriscono che l’Europa e gli Stati Uniti potrebbero entrare in recessione. L’inflazione dovrebbe rimanere elevata, soprattutto in Europa, il che potrebbe spingere le banche centrali a continuare a inasprire le politiche monetarie”.

In questo contesto, è probabile che i

mercati oscillino tra speranza e paura. Tuttavia, la sua convinzione è che nei mercati obbligazionari il ritorno dei tassi e degli spread (cioè il carry) a un livello elevato nel 2022 potrebbe assorbire gran parte di questa volatilità e offrire livelli interessanti di rendimento l’anno prossimo. “Per quanto riguarda i green bond, li includiamo in diversi nostri fondi, sia nella gestione flessibile che in quella a rendimento assoluto. Abbiamo inoltre lanciato un fondo absolute return dedicato ai green bond nel 2022”, sottolinea Bunel. Che, tra i bond sostenibili, guarda con particolare interesse a quelli a impronta ambientale, in quanto il segmento ha raggiunto una certa maturità, i progetti finanziati sono facilmente identificabili e il loro impatto è agevolmente misurabile grazie a indicatori quantitativi standardizzati. “Inoltre contribuiscono alla transizione energetica ed ecologica degli emittenti, che rappresenta oggi la principale sfida dello sviluppo sostenibile”, sottolinea. “Siamo interessati anche ai sustainability-linked bonds (quelli con interessi a carico dell’emittente che scendono rispetto allo schema iniziale al raggiungimento di determinati obiettivi di sostenibilità, senza che invece vi siano dei vincoli sulla destinazione delle somme raccolte con l’emissione, ndr), un mercato molto più recente e molto

dinamico”. Gli emittenti di questi strumenti sono principalmente società che non possono emettere nel formato green bond, ma che comunque desiderano impegnarsi per lo sviluppo sostenibile. “Resta il fatto che il loro impatto è più difficile da stimare, poiché il quadro normativo è meno definito di quello dei green bond, ma il loro sviluppo sarà importante per garantire una transizione equa”, conclude.

SEMPRE PIÙ SOCIAL

Infine, Tammie Tang, gestore del fondo Threadneedle (Lux) European Social Bond di Columbia Threadneedle Investments, sottolinea come i green bond continuino a rappresentare la componente più importante del gruppo obbligazioni sostenibili (circa il 60% del mercato), pur evidenziando che “i social bond non sono più considerati il ‘parente povero’ tra gli emittenti”. Questo anche perché “nell’ultimo anno abbiamo assistito a una crescita delle sfide che la società deve affrontare. Tra queste, il dramma di milioni di sfollati a causa della guerra in Ucraina e l’impatto che l’aumento del costo della vita avrà sulle persone meno abbienti”. Motivo per cui, “le nostre strategie si concentrano soprattutto sui social bond, data la capacità di rivolgersi alle popolazioni più bisognose o più svantaggiate”.

ROMAIN MIGINIAC >
Gam Sustainable
Climate Bond



TAMMIE TANG >
Columbia Threadneedle
Investments



DI > DAVIDE MOSCA

IL MOMENTO DEL CREDITO VISTO DA AXA IM

La view, più che costruttiva, di Ismael Lecanu,
head of European Credit IG and HY della società sull'asset class al centro
di un ampio consenso da parte di strategist e investitori

Il 2023 è partito con un umore positivo sul mercato, nonostante il rischio recessione, in particolare in Europa, sia l'argomento principe fra gli economisti. In relazione alle opportunità di investimento, il punto più dibattuto è il grande ritorno del reddito fisso dopo un 2022 caratterizzato da generalizzati rialzi dei tassi da parte delle autorità di politica monetaria, in particolare in Occidente, e una grande correzione. FocusRisparmio ne ha parlato con Ismael Lecanu, head of European Credit IG and HY di AXA IM.

Secondo il consensus, dovrebbe essere un anno di rinnovamento per l'asset class. Qual è la sua opinione?

Il minimo che possiamo dire è che la visione di consenso si sta evolvendo rapidamente. Infatti, dopo un calo storico, gli investitori a reddito fisso sono tornati a essere positivi, e noi condividiamo, in particolare grazie al calo delle pressioni sul fronte dell'inflazione e all'aspettativa della fine della stretta monetaria da parte delle banche centrali. Per sua natura, il futuro è

difficile da prevedere, ma da parte nostra preferiamo concentrarci sul rendimento del credito, che oggi è interessante a prescindere dal fatto che si parli o meno di recessione. Inoltre, per quanto riguarda la recessione, sembra che il consenso sia stato, ancora una volta, troppo pessimista.

L'anno scorso abbiamo assistito a un crollo del valore di molti indici del reddito fisso, soprattutto a causa della rigidità delle banche centrali, Fed e Bce su tutte. Per quanto riguarda i mercati del credito, soprattutto europeo, cosa dicono le valutazioni?

Il rendimento medio del mercato del credito europeo è ora vicino al 4% (e al 7% per l'high yield). Dobbiamo ricordare che un anno fa eravamo vicini allo 0,5% (e al 3,5% per l'high yield), quindi abbiamo assistito a una completa rivoluzione del reddito fisso. Credo che molti investitori si aspettino ancora di rivivere il quadro del 2022, ma da parte nostra riteniamo che sarà estremamente difficile non ottenere un rendimento positivo nel 2023, grazie al carry della classe d'investimento. Ciò è dimostrato da un livello di rischio superiore alla media nei nostri portafogli, dove continuiamo a privilegiare le banche (senior e subordinate), gli ibridi societari e il settore immobiliare in generale. Anche nell'high yield utilizziamo il nostro margine di diversificazione. Il tasso di default dovrebbe rimanere gestibile, in particolare

nell'attuale contesto macroeconomico, e sul lato della duration breve vediamo molto valore.

Il vostro portafoglio flessibile, Euro Credit TR, si è dimostrato particolarmente resiliente nel 2022 rispetto al mercato. Può dirci come funziona questa strategia? Quali sono le vostre aspettative per il 2023?

Abbiamo due semplici motori: la duration e la gestione del rischio di credito. Poiché possiamo oscillare tra -2 anni e 6 anni, la gestione della duration è stata una leva molto utile per proteggere il portafoglio. In effetti, abbiamo utilizzato ampiamente questo margine di manovra. Per la gestione del rischio di credito abbiamo definito una segmentazione dedicata, che abbiamo chiamato "DIA" (defensive, intermediate, aggressive), dove abbiamo gli asset a più alto rendimento potenziale nel segmento Aggressive (High Yield, Financial Subordinated o Corporate hybrids), mentre nel Defensive si trovano le obbligazioni societarie o governative senior dei paesi core. Il segmento intermedio rappresenta, infine, soprattutto l'esposizione a bond senior di paesi periferici. L'idea è quella di allocare attraverso questi tre segmenti, a seconda delle nostre opinioni di mercato, mitigando ulteriormente il rischio grazie alla nostra politica di copertura attiva, in particolare sugli indici iTraxx. Siamo soddisfatti di aver limitato l'impatto nel nostro fondo del repricing storico vissuto nel 2022 e siamo ben preparati per il 2023.



ISMAEL LECANU >
AXA IM

INTERVISTA

DI > GIULIO ZANGRANDI

UN PORTAFOGLIO DI QUALITÀ PER SUPERARE IL RISCHIO RECESSIONE

Secondo Andrew Balls, global cio Fixed Income di PIMCO, la strategia migliore è puntare su asset a basso rischio di tasso. “Buone performance nei bond governativi core e mortgage-backed Usa”

Dopo un anno da dimenticare per il mercato obbligazionario, il 2023 lascia finalmente intravedere agli investitori spiragli di ripresa del reddito fisso. Anche se lo scenario di base resta quello di una lieve recessione nei mercati sviluppati, i rischi per le prospettive d'inflazione rimangono più bilanciati rispetto a qualche mese fa ed è presumibile pensare che le principali banche centrali continuino ad alzare i tassi solo fino al primo trimestre per poi procedere a un progressivo allentamento della stretta monetaria.

Secondo Andrew Balls, global cio Fixed Income dell'asset manager PIMCO, questa ipotesi può essere formulata in particolare per la Federal Reserve statunitense, che avrà un ruolo chiave nell'orientare le scelte di investimento sulla asset class: “Considerando che gli Usa sembrano essere in testa nei trend inflazionistici e che nel Paese i prezzi dovrebbero calare più velocemente che altrove, la Fed potrebbe diventare la prima banca centrale a discutere di riduzione dei tassi nella seconda metà dell'anno”.

In un contesto di questo tipo PIMCO ritiene strategico focalizzarsi su settori obbligazionari di alta qualità, che oggi sono tornati a offrire rendimenti appetibili come non se ne vedevano da anni. “Se l'operato della Fed e delle altre banche centrali saprà convincere gli investitori”, spiega Balls, “valide performance si registreranno soprattutto nelle obbligazioni governative core”. Come illustrato dall'esperto, per il Treasury a dieci anni la casa di gestione

si aspetta infatti “un intervallo di rendimento compreso fra circa il 3,25% e il 4,25%, con la prospettiva di un posizionamento neutro sulla duration o di un sottopeso tattico ai livelli attuali”. Confermato il giudizio positivo anche sulle asset-backed securities e in particolare sui titoli americani del segmento mortgage-backed, che potrebbero beneficiare di un atteso calo della volatilità dei tassi grazie a spread relativamente appetibili.

Poiché una recessione di qualsiasi tipo potrebbe mettere sotto pressione gli attivi più rischiosi, Balls predica invece cautela sulle aree più economicamente sensibili dei mercati finanziari. “È il caso”, precisa, “dei prestiti bancari a tasso variabile”. Quanto ai mercati privati, la fotografia scattata dal chief investment officer è la seguente: “Possono essere più lenti a riprezzare rispetto ai mercati pubblici, quindi, promettono di esporsi al rischio di ulteriori cali nel breve termine”. Ragionamento diverso è invece quello sulle azioni, che escono dai radar semplicemente perché divenute “meno interessanti dell'income in un contesto di tassi d'interesse più elevati”. In generale, dunque, la logica del gestore è cercare di rendere i

portafogli resilienti puntando su investimenti che dovrebbero essere in grado di resistere anche in caso di una contrazione più significativa dell'attività economica.

Sul fronte delle scadenze, il riprezzamento nella porzione a breve della curva dei rendimenti nel 2022 ha invece rafforzato l'interesse degli investitori per le obbligazioni a breve termine soprattutto di tipo governativo.

L'INCOGNITA CINA

Ancora in divenire pare invece lo scenario legato ai mercati emergenti. Secondo Balls, “queste aree presentano valutazioni storicamente convenienti e sembrano destinate a registrare buone performance in futuro ma occorre mantenersi prudenti perché molto ancora dipende dalla capacità della Fed di domare l'inflazione e dall'abilità della Cina di riattivare l'attività economica”. Una partita, questa, in cui il ruolo chiave è giocato proprio dal Dragone: “La riapertura di Pechino”, sottolinea l'esperto, “potrebbe fornire una spinta positiva all'economia globale e accelerare l'allentamento dei colli di bottiglia nelle filiere produttive”.

ANDREW BALLS >
PIMCO





Tra l'inflazione che resta elevata per quanto lontana dai record dei mesi scorsi e il rallentamento della crescita globale previsto per i prossimi trimestri, l'incertezza dovrebbe rimanere protagonista sui mercati finanziari nel breve termine. Un quadro che rende più decisiva del solito la capacità di diversificare e di puntare sulle nicchie di valore, come l'obbligazionario emergente. Simon Cooke, gestore reddito fisso emergente di Insight (BNY Mellon IM), sottolinea che i rendimenti delle obbligazioni societarie in queste aree sono attualmente al livello più alto da circa un decennio, con cedole medie superiori al 7%, esattamente il doppio rispetto al 2020. "Questa categoria di investimenti sta diventando sempre più interessante, in particolare alla luce della duration relativamente breve rispetto ad altre parti del reddito fisso", spiega l'esperto. Cooke evidenzia come le dimensioni del mercato delle obbligazioni emergenti in valuta forte superino quelle di altre aree del reddito fisso tradizionale. Si tratta di 4 mila miliardi di dollari di titoli in circolazione a settembre 2022, da 1.500 emittenti provenienti da oltre 100 paesi in tutti i settori, rispetto a un mercato high yield statunitense di circa 1.600 miliardi di dollari e investment grade in euro di 2.700 miliardi di euro. "La leva finanziaria è generalmente inferiore alla metà di quella delle società statunitensi e la copertura degli interessi è ai massimi del decennio", osserva Cooke, per il quale "la combinazione di

valutazioni interessanti e dati fondamentali resilienti dovrebbe sostenere la solida performance delle società dei mercati emergenti nel lungo termine". In particolare, secondo l'esperto, grosse opportunità di investimento arrivano dal segmento in crescita degli impact bond emergenti, emissioni che oltre al ritorno finanziario puntano a generare un impatto sociale e ambientale positivo, dalla riduzione della povertà alla fornitura di energia pulita a prezzi accessibili. "Anche qui vediamo un premio sul rischio attraente: i green bond dei mercati emergenti offrono attualmente un rendimento del 5,7%, rispetto al 3,7% delle obbligazioni verdi dei mercati sviluppati, a parità di rating medio e con una duration inferiore di quattro anni". In generale, specifica Cooke, "siamo positivi sia su titoli investment grade (con fondamentali solidi) sia su titoli high

yield (con valutazioni migliori rispetto alle medie storiche e adeguate al rischio default), ma sempre con un approccio selettivo. Vediamo opportunità interessanti in America Latina (in Brasile, Colombia, Messico e Perù) ma anche su emittenti selezionati in Africa. I recenti sviluppi in Cina dovrebbero inoltre avvantaggiare l'Asia nei prossimi mesi".

Marco Vailati, responsabile ricerca e investimenti di Cassa Lombarda, prevede che i rialzi dei tassi dei Treasury e del dollaro nel 2023 dovrebbero essere inferiori rispetto al 2022 e quindi verrebbe meno un concorrente per il debito emergente. Inoltre, ricorda che alcune economie in via di sviluppo sono più avanti nel ciclo e "avranno svolte anticipate delle politiche monetarie. Mentre i paesi produttori di commodity beneficiano del loro apprezzamento con vantaggi in termini di merito creditizio".

Nel complesso, dunque, aggiunge l'esperto, il debito emergente risulta interessante e si può dedicare a questa asset class un terzo della componente obbligazionaria del portafoglio, a patto di approcciarlo progressivamente. "È meglio iniziare limitando la duration e puntando ai governativi per non rischiare di bruciare il carry, ora più interessante, con le potenziali ulteriori residue capital loss. Con il raggiungimento dei minimi ciclici si potrà poi accrescere gradualmente il rischio allungando le scadenze, considerando anche i corporate, prima investment grade e poi high yield, e infine aggiungendo le emissioni in valuta locale". Esprime una view positiva anche Teresa Gioffreda, UBS Global Wealth Management, per la quale gli spread delle obbligazioni emergenti in dollari sono interessanti rispetto alle altre asset class obbligazionarie sia per

OBBLIGAZIONI, I MERCATI EMERGENTI RECUPERANO TERRENO IN PORTAFOGLIO

Per gli esperti buone opportunità arrivano soprattutto dai corporate bond che offrono rendimenti al livello più alto da circa un decennio





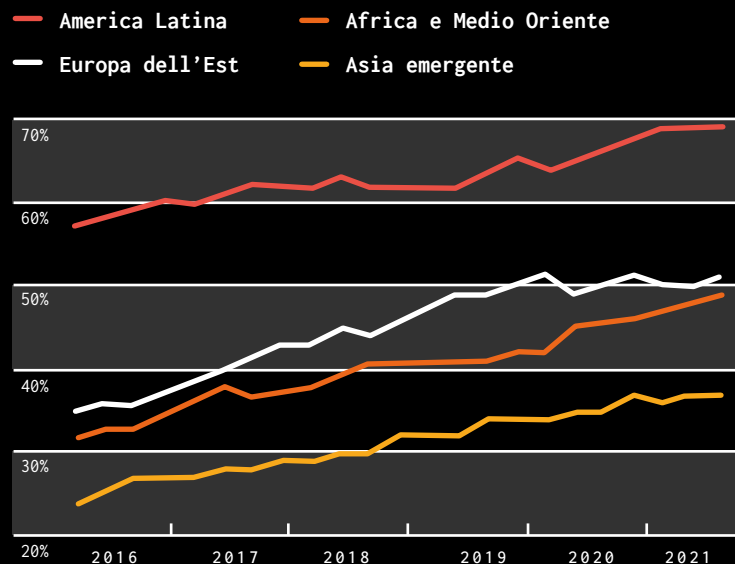
la capacità degli emittenti di ripagare, sia se confrontati ai livelli storici. Per l'esperta il momento è favorevole anche per i rendimenti delle obbligazioni in valuta locale "perché molte banche centrali dei paesi emergenti hanno iniziato il ciclo di rialzi prima dei paesi sviluppati e sono ora prossime a una pausa". A livello di aree geografiche, tra le obbligazioni denominate in valuta locale, "preferiamo sovrappesare quei paesi che sono prossimi alla fine del ciclo di inasprimento della politica monetaria, come Messico, Brasile e Sudafrica, che hanno rendimenti interessanti, fondamentali favorevoli e inflazione potenzialmente in calo". Infine, secondo Gioffreda, meglio preferire i crediti di qualità più elevata, sia sui titoli di stato sia sui corporate bond, "dove prestiamo grande attenzione anche alla generazione di flussi di cassa e alla liquidità disponibile".

Per Romain Bordenave, fund manager, emerging debt di Edmond de Rothschild AM, gli emergenti offrono un elevato potenziale, in particolare sul fronte del debito corporate, dall'investment grade all'high yield. In particolare, "la solidità dei fondamentali del credito delle imprese e il miglioramento della traiettoria dei tassi d'interesse dovrebbero essere di grande sostegno per l'asset class", osserva l'esperto. Mentre il rimbalzo della crescita cinese, prosegue, potrebbe sostenere le società dei mercati emergenti in generale e, più in particolare, i produttori e gli esportatori di materie prime, molto presenti in America Latina. "Questa regione rimane inoltre una delle aree chiave per gli investimenti grazie alla profondità del mercato e alla diversità dei settori presenti, che vanno dai finanziari ai trasporti, dall'energia all'industria".

Inoltre, per Bordenave, molte opportunità arrivano anche dal fronte sovrano. Il riferimento è in particolare all'America Latina, dove andrebbero privilegiati i paesi che offrono un'interessante remunerazione del rischio, come ad esempio l'Ecuador. Infine, Stefan Grünwald, gestore obbligazionario mercati emergenti di Raiffeisen Capital Management, ritiene che con spread e rendimenti in forte aumento le obbligazioni in valuta forte dei mercati emergenti globali offrano un'interessante opportunità d'investimento a lungo termine, anche a fronte di alcune insolvenze dei paesi più piccoli e deboli. A livello di paesi, la lieve recessione prevista negli Stati Uniti, insieme all'abbandono della politica dello Zero Covid da parte della Cina e all'ulteriore riduzione delle pressioni inflazionistiche a livello globale, spingono a

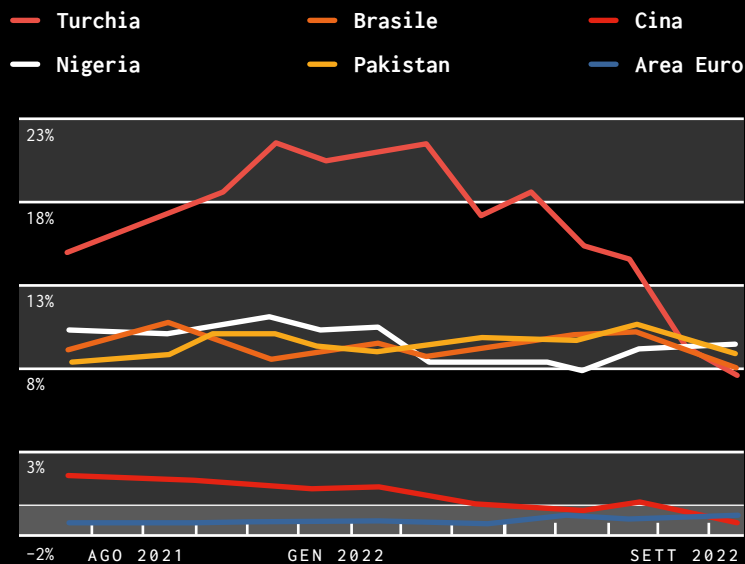
preferire i paesi "con un'esposizione di duration inferiore, con rating BBB e sub investment grade e con una situazione finanziaria solida e stabile, influenzata positivamente dalla crescita mondiale che sta guadagnando terreno". In particolare, "ci piacciono gli esportatori di materie prime dell'Africa e dell'America Latina, oltre a paesi come Indonesia, Oman, Messico, Brasile o Colombia. Inoltre, vediamo anche un certo valore in paesi in fase di ristrutturazione, come Ghana e Pakistan, che godono del sostegno del Fondo monetario internazionale". Infine, conclude Grünwald, "da un punto di vista strategico (a medio-lungo termine) preferiamo detenere obbligazioni dei mercati emergenti con rendimenti a una cifra, privilegiando quindi quelle in valuta locale rispetto alle emissioni in valuta forte".

Percentuale del debito sovrano in dollari Usa



Fonte: Elaborazioni OCPI su dati BIS statistics

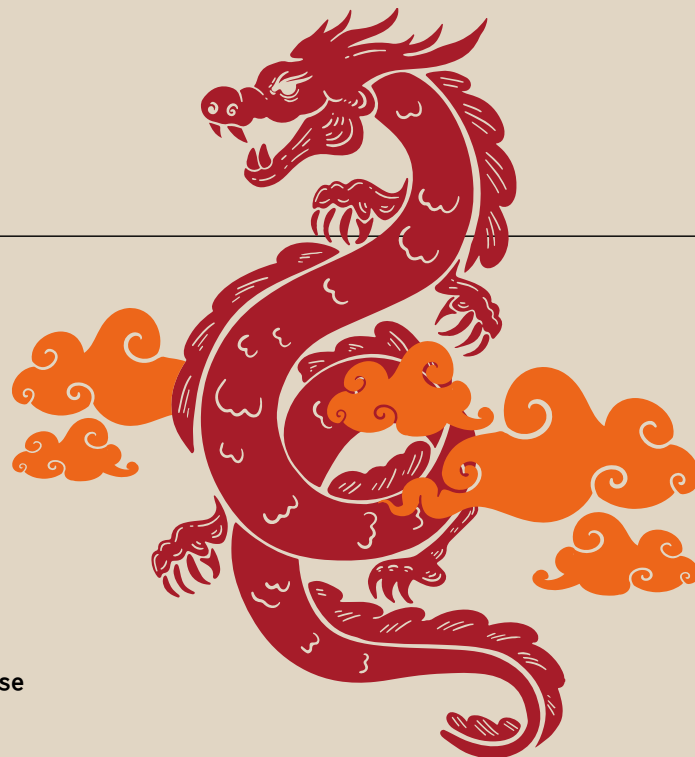
Spread sovrani in vari paesi



Fonte: Elaborazione OCPI su dati Investing.com

LA CINA TORNA A ESSERE APPETIBILE

Per gli esperti l'investimento obbligazionario nel mercato cinese può rappresentare un interessante elemento di diversificazione sia per la componente governativa sia per quella corporate



Dopo i numerosi lockdown attuati da Pechino per controllare e limitare il più possibile la pandemia da Covid-19, il paese del Dragone ha iniziato ad allentare a partire dallo scorso dicembre le draconiane misure di contenimento del virus. Una svolta determinata dalle forti proteste che si sono scatenate contro la politica Zero Covid, che ha causato un forte rallentamento economico. Basti pensare che, secondo uno studio della Banca Mondiale, la crescita del Pil reale dovrebbe essersi fermata al 2,7% nel 2022 invece che raggiungere il 4,3% come precedentemente previsto. In questo contesto, secondo Massimiliano Maxia, senior fixed income product specialist di Allianz Global Investors, "se il governo continuerà a optare per un rallentamento, anche graduale, delle restrizioni, l'intera economia cinese ne beneficerà, a cominciare dal settore immobiliare, permettendo una ripresa

della crescita economica anche sostenuta, a partire probabilmente dal secondo trimestre del 2023". Per l'esperto, il progresso del Pil potrebbe tornare sopra il 4%, su livelli comunque ben lontani rispetto all'8,1% realizzato nel 2021 (ma in quel caso va considerato il rimbalzo dopo la paralisi del primo anno pandemico). Per Maxia, sia la politica monetaria, sia quella fiscale rimarranno molto probabilmente ancora accomodanti, "fattore che non abbiamo in nessuna delle altre principali economie a livello globale e che dovrebbe anche permettere una stabilizzazione della valuta, facendo così venire meno un forte elemento di volatilità che ha caratterizzato il 2022". In questo scenario, osserva, l'investimento obbligazionario nel mercato cinese potrebbe rappresentare un interessante elemento di diversificazione sia per la componente governativa, sia per quella corporate, dove il premio

per il rischio è tornato a essere abbastanza interessante. In particolare, secondo l'esperto, un investitore dal profilo di rischio medio potrebbe dedicare ai bond cinesi una quota non superiore al 10% del portafoglio. "Se invece il contesto macroeconomico dovesse essere più negativo di quanto ci aspettiamo come scenario base, la volatilità che ne deriverebbe renderebbe l'investimento molto meno attraente". Esprimono una view costruttiva gli esperti di Fidelity International, per i quali "la Cina, in controtendenza rispetto al trend globale di rialzi dei tassi, manterrà un atteggiamento di relativo allentamento, fornendo una spinta alla sua economia nel corso del 2023". Quanto alle asset class, i titoli di Stato cinesi, osservano, dovrebbero rimanere una delle tipologie di emissioni governative più stabili, offrendo potenziali vantaggi di diversificazione. Esprime infine cautela Edoardo

Fusco Femiano, fondatore di DLD Capital Scf, secondo cui "negli ultimi dieci mesi si è assistito a costanti deflussi dal mercato obbligazionario cinese. Le ragioni sono da ricercare nella debolezza dello Yuan rispetto al dollaro Usa e nella netta divergenza di politiche monetaria tra la Fed e la People Bank of China. "In generale", prosegue, "la perdita di attrattività del mercato obbligazionario dei paesi emergenti è un fattore fisiologico nelle fasi in cui la Fed o la Bce adottano politiche monetarie restrittive: gli investitori, infatti, prediligono la stabilità dei rendimenti americani o europei e non si trovano più costretti a ricercare altrove rendimenti interessanti per la componente obbligazionaria. Questo stato di cose", conclude Fusco Femiano, "dovrebbe proseguire fino a quando non si assisterà a un progressivo allentamento della politica monetaria americana".

EDOARDO FUSCO FEMIANO >
DLD Capital Scf



MASSIMILIANO MAXIA >
Allianz Global Investor



La valutazione dell'investimento sostenibile

FIDA ESG RATING

Il primo rating italiano di sostenibilità dei prodotti di risparmio gestito

-  **Survey** valutazione della società di gestione che esamina la CSR aziendale e la gamma prodotti
-  **SFDR** grado di sostenibilità del singolo fondo in coerenza con la normativa europea
-  **Trasparenza** disponibilità a condividere le informazioni rilevanti sugli strumenti gestiti
-  **Analisi di Portafoglio** valutazione di sostenibilità dei titoli in portafoglio



-  **ESG Score** Livello assoluto di sostenibilità
-  **ESG Rating** Sostenibilità assoluta in percentili
-  **ESG Ranking** Posizionamento rispetto ai peer
-  **Company Rating** Sostenibilità societaria
-  **Company CSR** Valutazione della CSR societaria
-  **Company Products** Valutazione della gamma prodotti

FIDA ESG DATA FEED

Il sistema FIDA si basa sull'analisi della documentazione fornita dalle società e su specifiche indagini volte a cogliere la vocazione gestionale e classificare le politiche di gestione.

ESG Level (SFDR)

- **Art. 6** ⇒ Inclusioni dei rischi di sostenibilità nelle scelte di investimento
- **Art. 8** ⇒ Promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nelle politiche
- **Art. 9** ⇒ Investimenti sostenibili come obiettivo della politica di investimento

ESG Focus

- **E** ⇒ Ambiente
- **S** ⇒ Sociale
- **G** ⇒ Governance

ESG Strategy

- Selezione positiva o Best in class
- Selezione negativa o criterio di esclusione
- Selezione su base normativa
- Integrazione ESG
- Selezione tematica
- Impact investing
- Corporate Engagement

Target Market

- Neutrale
- Caratteristiche ESG
- Obiettivi sostenibili

Categorie ESG

- Azionari Settoriali – Energie Alternative
- Azionari Settoriali – Risorse idriche
- Azionari Tematici – Ecologia e Ambiente
- Azionari Tematici – ESG
- Obbligazionari Tematici – Euro Corporate ESG

Settori specifici

- Energie alternative
- Ecologia e ambiente
- Acqua
- ESG

MERCATI

51**Top views**

Il nuovo anno dei mercati visto da country head e responsabili investimenti di alcuni fra i principali asset manager operanti in Italia

58**Titoli che hanno fatto la storia**

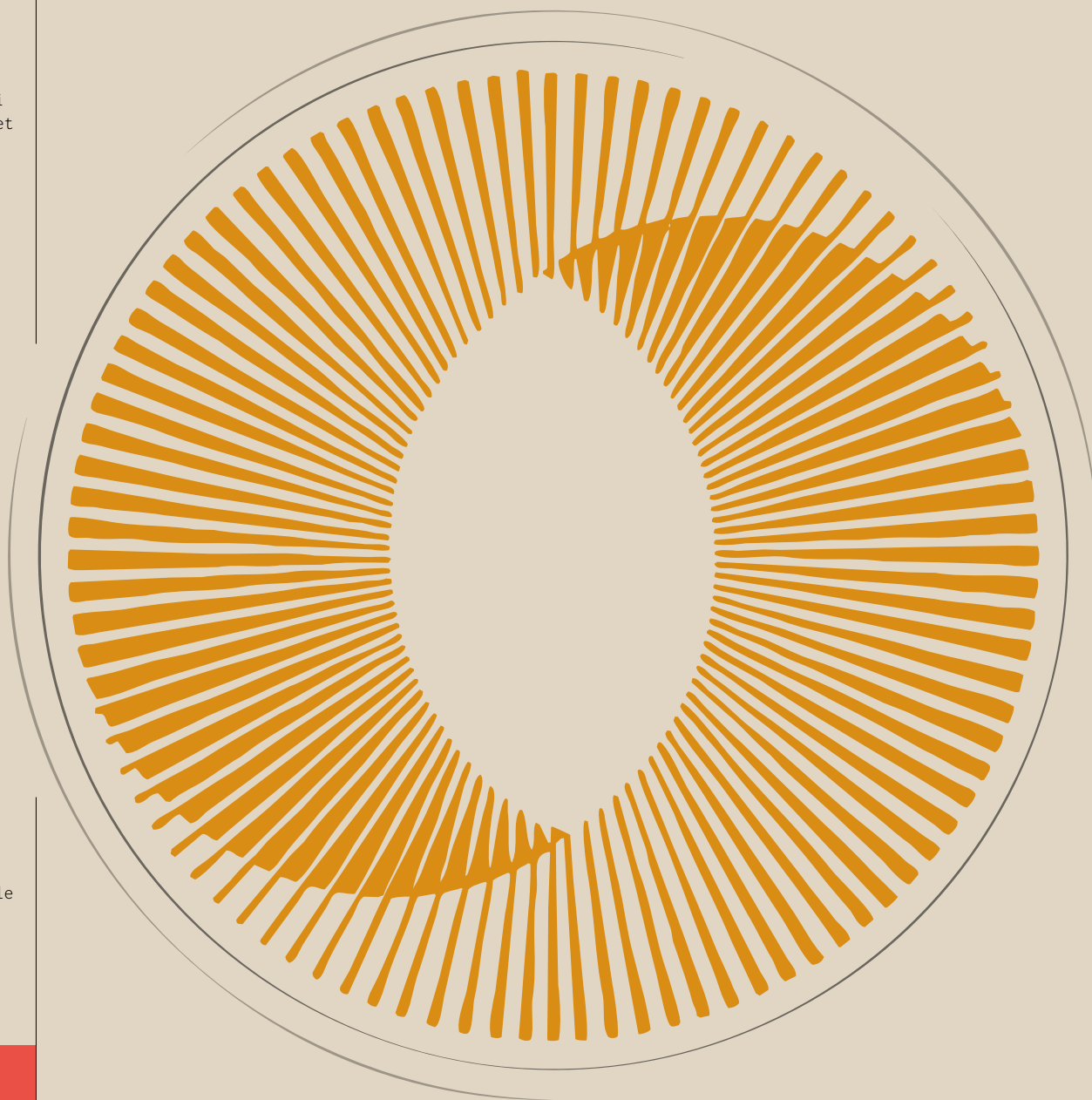
Piazza Affari e Wall Street dal 2008 ad oggi attraverso la lente delle azioni che più hanno entusiasmato e fatto soffrire gli investitori

56**Bye-bye beta**

Il peso dell'inflazione nelle prospettive di rischio e rendimento e il futuro dei portafogli 60/40

Cripto nella bufera

Il settore vicino ad una svolta, ma non è chiaro dove porterà



Non tutti condividono la data di inizio, ma quel che ormai sembra unanime è la sensazione che sui mercati stiamo assistendo alla fine di un ciclo passato dai postumi della crisi subprime tramutatasi, in crisi del debito sovrano, fino all'emergenza inflazione. Tutto è cambiato. O forse niente. Stiamo tornando al punto di partenza, quando la radio passava giorno e notte "Viva la Vida" dei Coldplay, "Hot n Cold" di Kate Perry o "A te" di Jovanotti e al cinema approdava la saga di "Twilight". Rally inflazionistico (a novembre i prezzi al consumo Usa sono saliti dello 0,1% per attestarsi al +7,1% su base annua), materie prime in ebollizione, tassi in rialzo (con il costo del denaro negli Usa compreso in una forchetta tra il 4,25 e il 4,5% ai livelli più alti dal 2008), mercati in caduta libera e recessione in vista anche se non mancano segnali divergenti che possono far prevedere percorsi non così scontati: in particolare per quanto riguarda il mercato del lavoro Usa con il tasso di disoccupazione sui minimi e i salari che crescono più dell'inflazione.

LA GRANDE CRISI

Nel 2008, con l'esplosione della bolla immobiliare e l'avvio della crisi finanziaria, negli Usa si erano persi 2,6 milioni posti di lavoro (all'epoca la cifra più elevata dal 1945) con un tasso di disoccupazione che a dicembre aveva toccato il 7,2% (il tasso più alto dal 1993) dal 4,9% di inizio anno, mentre il Pil pur terminando l'anno in lieve rialzo rispetto

al 2007 (+0,1%) crollava nell'ultima parte dell'anno insieme alla produzione industriale, alla fiducia dei consumatori, alla produttività, alle vendite di case, e i mercati finanziari erano travolti da ondate di panic selling (tra settembre e ottobre 2008 Wall Street ha sfiorato una perdita di trenta punti percentuali). Contestualmente schizzavano in alto i prezzi delle commodity con conseguente rialzo dell'inflazione (ma +3,8% su base annua) e ripercussioni sull'economia reale entrata in recessione. Il rapido crollo del mercato immobiliare fu poi reso ancora più devastante dal rialzo dei tassi (fino

al 5,25% da parte della Fed, al 4,25% per la Bce) nel corso dei mesi precedenti, una mossa per ridurre le crescenti pressioni inflazionistiche (nel 2008 il costo della vita su base annua era salito del 3,8%).

GEMELLI DIVERSI

Lo scenario attuale, che ha registrato il rapido e inatteso cambiamento delle condizioni macroeconomiche nel corso del 2022, presenta non pochi punti di contatto con il 2008, compresi i segnali di indebolimento del mercato immobiliare negli Usa e una stretta monetaria non ancora giunta al capolinea, ma anche

UNA FINE CICLO CHE RIPORTA AL PUNTO DI PARTENZA

Rally inflazionistico, caduta dei mercati, materie prime in ebollizione e tassi in rialzo. Il rapido e inatteso cambiamento delle condizioni macroeconomiche che ha seguito lo scoppio della guerra in Ucraina porta indietro le lancette del tempo di quindici anni. Molti i punti di contatto a livello macro, ma non mancano le divergenze. E gli esperti ricordano il mantra: è nei momenti di transizione che si fanno gli affari migliori



molteplici divergenze, tanto da far pensare a una fine ciclo quantomeno inusuale e contrassegnata da tempi diversi per Usa ed Eurozona.

Il punto focale, come evidenzia Andrea Conti, responsabile macro research di Eurizon, in una delle sue ultime analisi di mercato "The Globe", rimane la previsione di un rallentamento dell'inflazione che porti a una mitigazione delle mosse delle banche centrali e, in ultimo, a un ritorno alla normalità, dove l'accento sarà posto sulla gradualità o meno del rallentamento economico. "La discesa non sarà probabilmente lineare, perché i meccanismi economici lo sono raramente e il consenso che vede l'inflazione al 3% sia negli Usa sia nell'Eurozona già a fine 2023 potrebbe eccedere di ottimismo", anticipa, Conti che evidenzia come in Europa "tutte le componenti sono ancora in rialzo".

"Dopo anni di stasi, i mercati sono giunti in una terra di confine. Confini tra bassa e alta inflazione, tra politiche monetarie accomodanti e rialzo dei tassi, tra crescita e recessione, tra globalizzazione e deglobalizzazione. Molte delle certezze che gli investitori avevano dato per scontate negli ultimi decenni sono oggi messe in discussione", commenta Stefania Paolo, country head

Italia di BNY Mellon Investment Management, che ricorda poi come le ultime grandi crisi, quella finanziaria del 2008 e quella del debito europeo nel 2010, abbiano spinto le banche centrali a imbarcarsi in "un esperimento monetario senza precedenti: una lunga decade di tassi zero, piani di acquisti obbligazionari e un dispiegamento di liquidità quale mai si era visto prima". "L'inondazione dei Qe, come una marea planetaria, ha sollevato tutte le valutazioni degli asset finanziari, rendendo quasi irrilevanti le differenze (e la correlazione) tra asset class, ma anche la selezione dei titoli in base alla loro qualità o solidità di bilancio", spiega. A sparigliare le carte, come evidenzia la country head Italia di BNY Mellon Investment Management, prima il "cigno nero" del Covid e subito dopo un nuovo sviluppo inatteso, l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, un nuovo shock che "ha cambiato l'unico fattore in grado di forzare la mano alle banche centrali: l'inflazione, quella reale che per 40 anni non aveva fatto altro che calare, salvo gli occasionali singhiozzi". In questo contesto, a giudizio di Paolo, "le banche centrali hanno poca scelta se non procedere alla stretta monetaria. Il più rapidamente possibile, per evitare uno stillicidio di

rialzi dei tassi (e decrescita economica) come era successo negli anni '70 ai tempi di Volcker, e per avere abbastanza margine da poterli eventualmente ridurre in un futuro non troppo lontano". E così via alla "stretta monetaria e lotta all'inflazione a ogni costo, anche se il contesto sembrerebbe richiedere un approccio ben più soft", stando alle parole dell'esperta di BNY Mellon Investment Management secondo cui "con la guerra, l'interruzione delle filiere produttive causata dal Covid si è tramutata in un trend più strutturato di deglobalizzazione".

ANALOGIE E DIFFERENZE

Non manca chi come Tina Fong, strategist di Schroders, sottolinea quanto "questo ciclo si stia rivelando diverso, il che rende ancora più difficile tracciare dei paralleli con il passato". Più in dettaglio, ricorda l'esperta di Schroders "le recessioni sono solitamente accompagnate da un significativo aumento del tasso di disoccupazione, cosa che non si è verificata. Al contrario, il dato è ai minimi da molti decenni. In effetti, la forza del mercato del lavoro è indice di un'economia in fase di espansione, anche se ormai chiaramente ai limiti della capacità produttiva". A novembre il tasso di disoccupazione negli Usa si è attestato al 3,7%, anche se un sondaggio degli economisti raccolto a fine anno dal Financial Times prevede che già nel 2023 negli Usa salga al 5,5 per cento. Fong prosegue notando come altri indicatori economici, quali le indagini congiunturali in

peggioramento, l'inflazione in crescita e il deprezzamento dei titoli azionari, suggeriscono che "l'economia stia già vivendo un tipo di rallentamento particolarmente difficile, la stagflazione". Schröder prevede "il ritorno di una parvenza di normalità nei prossimi trimestri, quando gli Stati Uniti entreranno in recessione", un terreno familiare per gli investitori "in cui le azioni offrono interessanti opportunità di valutazione".

In questo scenario che attraversa un periodo di inflazione elevata e di rallentamento economico, Erin Browne, Geraldine Sundstrom e Emmanuel S. Sharef del team Multi-Asset di Pimco, suggeriscono cautela. "I modelli di Pimco sul ciclo economico prevedono una recessione in Europa, nel Regno Unito e negli Stati Uniti l'anno venturo e le principali banche centrali stanno procedendo con determinazione nella stretta monetaria nonostante crescenti tensioni sui mercati finanziari", commentano gli esperti. "Anche l'economia è sottoposta a crescenti tensioni nei mercati sviluppati visto che la politica monetaria esplica i suoi effetti con uno scarto temporale e ci aspettiamo che questo si tradurrà in pressioni sugli utili societari. Pertanto, manteniamo un sottopeso sull'azionario, trascuriamo i settori ciclici e privilegiamo la qualità nei nostri portafogli di asset allocation. Il potenziale di rendimento sui mercati obbligazionari appare convincente alla luce dei maggiori rendimenti per le diverse scadenze", concludono.

FONG TINA >
Schroders



ANDREA CONTI >
Eurizon



DAVIDE BERSAN >
La Financière de
l'Echiquier



Mercati

DI > GAIA GIORGIO FEDI



MENO INFLAZIONE, E PIÙ BOND IN PORTAFOGLIO

L'outlook 2023 di Eurizon, La Financière de l'Echiquier, Kairos, Russell Investments, Schroders e Vanguard vede alcuni punti in comune: il nuovo anno sarà diverso dal precedente, complesso ma non privo di interessanti opportunità, soprattutto per gestori attivi e stock picker attenti

GUIDO MARIA BRERA >
Kairos



Il 2023 sarà l'anno del raffreddamento dell'inflazione e del rallentamento economico, in cui la sorpresa positiva potrebbe arrivare da uno scenario macro migliore del previsto, e l'asset class su cui puntare saranno i bond. Da un sondaggio di FocusRisparmio tra country manager e figure analoghe emerge la previsione di un anno complesso ma con interessanti opportunità di investimento. Ma quale sarà il tema che terrà banco sui mercati nel 2023?

Per Davide Bersan, country manager di La Financière de l'Echiquier, l'inflazione dovrebbe smettere di essere la tematica centrale, cui subentrerebbe la dinamica del ciclo economico e l'elevata probabilità di una recessione globale, in un contesto in cui le azioni di sostegno delle banche centrali potrebbero essere frenate proprio dalle dinamiche inflattive.

Guido Maria Brera, CIO di Kairos Partners SGR, si attende una fondamentale decorrelazione tra i bond e l'azionario, con maggior volatilità di quest'ultimo a discapito del rendimento, ancora il recupero dell'euro, mentre l'inflazione potrebbe aver raggiunto il picco e scendere nei prossimi mesi. "Bisognerà considerare l'inversione delle curve sui bond come segnali anticipatori che ci porterebbero a pensare a una recessione in arrivo".

Andrea Conti, responsabile Macro Research di Eurizon, vede il 2023 come un anno di rientro dell'inflazione e contemporaneo

rallentamento economico. Lo scenario di riferimento di Eurizon vede un rallentamento dolce (o mini recessione), con le banche centrali che potrebbero completare l'azione restrittiva nel primo trimestre e poi valutare la possibilità di avviare dei tagli dei tassi

Luca Gianelle, managing director di Russell Investments Italy, si concentra sui mercati privati dove vede due temi chiave: le condizioni di mercato, considerando che in quelle difficili i migliori gestori di private equity riescono a ottenere le migliori performance; e l'ampliamento del mercato con la creazione di soluzioni di investimento dedicate anche alla clientela del private banking.

Per Simone Rosti, responsabile Italia e Sud Europa di Vanguard, il tema dominante resta la lotta alla salita dei prezzi, ma la stabilizzazione del comportamento dei consumatori a livello globale, l'accelerazione delle tendenze demografiche e geopolitiche e la rapida stretta monetaria potrebbero contribuire a far scendere il tasso di inflazione.

Luca Tenani, country head Italy di Schroders, ritiene infine che nel 2023 sarà l'inflazione la chiave della performance dei mercati e selettività la parola d'ordine. Oggi i diversi livelli di inflazione hanno portato a una divergenza delle politiche monetarie, "e le economie non si riprenderanno alla stessa velocità. Occorrerà essere più attenti e selettivi: ci sarà una maggiore divergenza tra vincitori e vinti sia nel reddito fisso sia nei mercati azionari".

LUCA TENANI >
Schroders



LUCA GIANELLE >
Russell
Investments



SIMONE ROSTI >
Vanguard



SURVEY

Quale sarà la sorpresa positiva del 2023?



Bersan: La resilienza dei mercati del lavoro nella maggior parte dei Paesi sviluppati, il risparmio accumulato in eccedenza dalle famiglie durante la pandemia, l'elevato livello di redditività delle imprese e i moderati livelli di indebitamento potrebbero portare a un rallentamento economico meno grave del temuto.

Brera: Con la debolezza del dollaro e la riapertura del mercato cinese, pensiamo sia possibile una potenziale sovraperformance di mercati emergenti e commodity. Un'altra possibile sorpresa potrebbe arrivare dal mondo delle criptovalute, ora che il 90% delle banche centrali globali sta studiando forme di valute digitali regolate.

Conti: La vera sorpresa positiva del 2023 sarebbe non avere sorprese, dopo un triennio che ha visto solo eventi inattesi. Sarebbe già sufficiente centrare lo scenario di consenso che prevede discesa dell'inflazione e rallentamento dolce dell'economia.

Gianelle: I fattori importanti che devono ancora essere considerati in questo mercato sono i vincoli e le esigenze di liquidità. Questo elemento offre anche opportunità agli investitori, creando condizioni per effettuare acquisizioni a sconto.

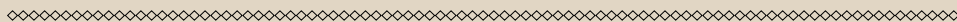
Rosti: Le condizioni globali previste per i prossimi mesi sono simili a quelle delle recessioni del passato. Ma famiglie, imprese e istituti finanziari sono in una posizione migliore per gestire un'eventuale recessione ed è improbabile che questa sarà di portata storica.

Tenani: Entro la fine del 2023 potremmo essere in grado di immaginare una riduzione dei tassi di interesse negli Usa, a patto di un miglioramento del contesto inflattivo. E un dollaro più debole sarebbe positivo per l'azionario globale, anche perché le materie prime quotate in dollari diventerebbero più economiche.



SURVEY

Qual è l'asset che sarà essenziale tenere in portafoglio?



Bersan: Le obbligazioni potrebbero essere le grandi vincitrici nel 2023 allorché i rialzi dei tassi attuati dalla maggior parte delle banche centrali sembrano destinati a finire nei prossimi mesi. Riteniamo che i bond corporate investment grade dell'Eurozona rappresentino un'opportunità attraente. In un'ottica di diversificazione si possono anche considerare segmenti specifici come i bond ibridi non finanziari.

Brera: Crediamo che vi saranno diverse opportunità partendo principalmente dal mercato dei bond e del credito. Grande focus su qualità e su diversificazione e, almeno nel primo semestre, riteniamo che il segmento investment grade sia da preferire agli high yield. Sull'azionario è opportuno preferire un approccio dinamico. Vediamo rendimenti interessanti sulla Cina e su titoli e settori europei legati al mercato asiatico.

Conti: La combinazione di calo dell'inflazione e rallentamento economico ci pare favorevole soprattutto ai mercati obbligazionari core e ai bond corporate di migliore qualità. Nello scenario centrale sia le azioni sia le obbligazioni a spread più rischiose possono fare bene nel 2023, ma finché non sarà chiara la natura del rallentamento macro la volatilità potrebbe restare elevata.

Gianelle: Ci concentriamo principalmente sull'accesso ai mercati privati attraverso le strategie di secondario, anziché su una specifica asset class. Se consideriamo il recente enorme interesse globale per il private equity, possiamo pensare che un'incredibile quantità di asset raggiungerà a breve il mercato secondario, oltre ad alcune partecipazioni di Limited Partners (LP) interessanti.

Rosti: Pensiamo che gli spread creditizi dell'obbligazionario emergente in alcuni settori offrano buone opportunità di generare ritorni positivi in eccesso nel 2023. I fondamentali dell'asset class si sono però indeboliti, specialmente sull'high yield dove occorre essere molto selettivi. I titoli sovrani investment grade, di qualità superiore, o quelli prossimi a ottenere questo status, sembrano più pronti per assorbire gli shock della recessione.

Tenani: Riteniamo che per l'obbligazionario corporate ora si apra una nuova fase, specialmente per il credito europeo investment grade. I bond societari con rating più elevato offrono ora rendimenti molto interessanti. Ma anche l'high yield risulta promettente poiché le valutazioni sembrano incorporare livelli di default irrealistici. L'aumento della dispersione degli spread crea condizioni ideali per generare alpha con la gestione attiva.

GESTIRE IL COMPLESSO UNIVERSO DEL REDDITO FISSO ESG.

La complessità dei mercati obbligazionari richiede una conoscenza profonda delle dinamiche ESG a livello di singolo settore.

- | PGIM Fixed Income, asset manager attivo globale, integra i principi ESG nel processo d'investimento delle sue numerose strategie.
- | Guardando a ciascun settore, i team adottano un approccio su misura alla gestione degli impatti e dei rischi ESG.
- | Le analisi ESG sono mirate e comprendono obbligazioni societarie, high yield, debito dei mercati emergenti e reddito fisso multisettoriale.

Scopri di più sui nostri fondi obbligazionari ESG su **[PGIMFunds.com](https://www.pgiminvestments.com/funds/esg)**

Riservato agli investitori professionali. Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita di capitale.

Nel Regno Unito, la presente promozione finanziaria è pubblicata da PGIM Limited con sede legale in: Grand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, Londra, WC2N 5HR. PGIM Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority ("FCA") del Regno Unito (numero di riferimento della società 193418). Nello Spazio Economico Europeo ("SEE"), la presente promozione finanziaria è pubblicata da PGIM Netherlands B.V. con sede legale in Gustav Mahlerlaan 1212, 1081 LA, Amsterdam, Paesi Bassi. PGIM Netherlands B.V. è autorizzata dalla Autoriteit Financiële Markten ("AFM") nei Paesi Bassi (numero di registrazione 15003620) e opera sulla base di un passaporto europeo.

© 2022 Prudential Financial, Inc. (PFI) e relative entità. PFI USA non è collegata né con Prudential plc, costituita nel Regno Unito, né con Prudential Assurance Company, una controllata di M&G plc, costituita nel Regno Unito. PGIM e il logo di PGIM sono marchi di servizi di PFI e delle sue entità correlate, registrati in numerose giurisdizioni di tutto il mondo. 1061374-00001-00

DI > ANTONIO POTENZA

IL NUOVO ANNO DEI FIXED INCOME: LA SOSTENIBILITÀ PUÒ SPOSTARE GLI EQUILIBRI

I diversi outlook per il 2023 segnalano futuri a due velocità: da una parte la possibilità della recessione potrebbe essere la cura all'aggressività dell'inflazione; dall'altra lo scenario potrebbe rivelarsi ancora più nefasto. Nello spettro di possibilità abbiamo chiesto a Tony Appiah, CFA, managing director, client portfolio manager di Nuveen Equities & Fixed Income cosa c'è da aspettarsi, quest'anno, per il comparto fixed income.

La possibile recessione potrebbe portare a indebolire l'inflazione e quindi a dare respiro agli investitori? Qual è la sua visione? Sebbene il nostro scenario di base preveda una recessione l'anno prossimo, la relazione tra la debolezza dell'inflazione e i potenziali rendimenti del reddito fisso non ha tanto a che fare con il carovita in sé, quanto piuttosto con le funzioni di reazione delle banche centrali. Il tasso terminale della Fed raggiungerà il suo picco nel secondo trimestre del 2023 e la sua posizione 'slow for longer' a porter ad avere dei tassi fissi in un determinato range, o in discesa. In questo scenario, ha senso possedere duration e reddito fisso di alta qualità. La Bce e la BoE sono in ritardo rispetto alla curva, per questo ci aspettiamo un ulteriore inasprimento e una pressione al rialzo sui tassi nella seconda metà del prossimo anno. Ciò potrebbe comportare un rimbalzo più lento per il reddito fisso rispetto agli Stati Uniti.

Tony Appiah (Nuveen Equities & Fixed Income): "Riteniamo che i fondi FI sostenibili, siano essi passivi o attivi, continueranno a crescere nei prossimi anni, ma i proprietari di asset chiederanno maggiore trasparenza e coerenza"

Già il 2022 ha visto il comparto arrancare sotto il peso degli interventi aggressivi delle banche centrali. Quali sono, quindi, più precisamente i risvolti prevedibili per il comparto FI?

È vero che i rendimenti del reddito fisso sono stati i peggiori dalla crisi finanziaria del 2008. Ma vale la pena notare come, a differenza del 2008, l'aumento dei tassi d'interesse e non degli spread creditizi abbia determinato la maggior parte delle perdite obbligazionarie nel 2022. Quest'anno, quando la narrativa si sposterà dai timori di inflazione a quelli di recessione, ci aspettiamo una performance migliore, in particolare per le obbligazioni di alta qualità. A nostro avviso, il ciclo è più vicino alla fine che all'inizio ed è improbabile che gli spread creditizi aumentino tanto quanto nel 2022 in assenza di una profonda e grave recessione globale. Pertanto, i rendimenti totali del comparto dovrebbero essere migliori.

Quest'anno vedremo il completamento della normativa sostenibile. Alla luce dell'attività di Nuveen, tramite il fondo EM Impact Bond, quali debolezze vede nello strumento di rating Esg in relazione agli EM? Quanto pensa crescerà il comparto FI sostenibile?

Gli strumenti di rating ESG di terze parti sono un punto di partenza per la comprensione dei rischi ESG. Tuttavia, presentano delle lacune che rendono difficile la valutazione dei mercati emergenti. In particolare, tendono a favorire i Paesi più ricchi, con conseguente allocazione di capitali a quelli che ne hanno meno bisogno. Per questo motivo, abbiamo sviluppato un rating ESG proprietario che tiene conto delle differenze di reddito. Ad esempio: se c'è un emittente sovrano in Medio Oriente con un reddito pro capite molto elevato e un rating ESG di BBB da parte di MSCI, nonostante i numerosi casi documentati di violazione dei diritti umani, utilizzando il nostro approccio assegniamo una valutazione più bassa possibile rispetto ai suoi pari reddito. D'altra parte, a un emittente con un rating Esg basso, ma con qualità maggiori a livello istituzionale rispetto ai pari reddito, attribuiamo un giudizio complessivo più alto, dopo un aggiustamento per reddito. Crediamo che i fondi FI sostenibili, sia passivi che attivi, continueranno a crescere, ma gli investitori chiederanno maggiore trasparenza e coerenza.

FR | Vision



Scopri i protagonisti del risparmio gestito
come non li hai mai visti

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CREDIT SUISSE 

 **EURIZON**
ASSET MANAGEMENT

 **GENERALI**
INVESTMENTS

 **Invesco**

J.P.Morgan
Asset Management

P I M C O

DI > DAVIDE MOSCA

MULTI-ASSET: BYE BYE BETA

Nelle parole di Henry Neville, multi-asset portfolio manager di Man Group, si coglie la portata di un cambiamento epocale di contesto di investimento arrivato in modo molto rapido in un 2022 in cui il movimento delle forze macroeconomiche è stato accelerato da fattori esogeni, su tutti lo scoppio della guerra in Ucraina.

Cosa aspettarsi dai mercati nei prossimi dodici mesi?

Il livello e la direzione dell'inflazione saranno insieme le variabili fondamentali per determinare come si muoveranno gli asset nel corso del 2023. Nei periodi in cui l'inflazione è elevata e in aumento, il rendimento medio annualizzato reale per un portafoglio statunitense 60/40 negli ultimi 100 anni è stato del -6%. Negli episodi in cui l'inflazione scende da livelli più alti il numero equivalente è +10%. I nostri modelli suggeriscono che l'attuale episodio di disinflazione continuerà fino a luglio 2023 e a quel punto ricomincerà a salire. Pertanto, ci aspettiamo che la performance del 60/40 tradizionale sia forte nel primo semestre, prima di indebolirsi nel secondo.

Come interpretare questo cambio?

Nel prossimo decennio il mondo dovrà compiere cinque grandi transizioni, ovvero: il passaggio dai combustibili fossili alle fonti di energia rinnovabili, il rinnovamento delle infrastrutture tradizionali, il riequipaggiamento e la riorganizzazione delle forze armate, il

Secondo Henry Neville, multi-asset portfolio manager di Man Group, nonostante i prossimi 6-9 mesi continueranno probabilmente a essere caratterizzati da un trend disinflazionistico, nel corso del decennio venturo dovremmo aspettarci molteplici episodi di inflazione elevata e in aumento. Mentre le prospettive a breve termine sono tendenzialmente positive per i portafogli long-only di tipo 60-40, quelle a lungo termine non lo sono affatto

superamento delle disuguaglianze sociali e una maggiore solidità delle catene di approvvigionamento. Tutte queste transizioni richiedono investimenti significativi e saranno quindi fattori di inflazione.

Inoltre, nonostante il tono da falco dei recenti annunci delle banche centrali, non crediamo che i responsabili della politica monetaria risponderanno adeguatamente per eliminare definitivamente la morsa dell'inflazione.

Quali caratteristiche devono avere i portafogli per poter affrontare questa rivoluzione?

A nostro avviso è opportuno prevedere un'allocatione specifica di 'copertura dell'inflazione' all'interno del proprio portafoglio. Le opzioni che abbiamo individuato nel nostro lavoro sono molte, ma di seguito ne elenchiamo 5 valide:

- **Tutte le strategie di trend:** un episodio di

inflazione elevata e in crescita ha una durata media di 18 mesi e tende a essere un periodo in cui i modelli persistono; i beneficiari continuano a trarre vantaggio e viceversa, un ambiente ideale per le strategie di trend.

- **Materie prime fisiche:** in particolare, i segmenti dell'energia e dei metalli preziosi, anche se crediamo nel valore di un paniere ben diversificato. Le materie prime sono il primo porto sicuro quando l'ondata inflazionistica inizia a farsi sentire.
- **TIPS:** sebbene abbiano registrato una performance negativa nell'ultimo episodio di inflazione elevata e in crescita (poiché la convessità del passaggio da tassi reali negativi a positivi ha fatto sì che la componente di lunga durata dominasse il lato della protezione dall'inflazione), storicamente hanno un discreto track record, con un rendimento del 2% su base reale annualizzata in contesti caratterizzati da carovita crescente.
- **Lunghi large cap / corti small cap:** le società più grandi hanno le economie di scala per affrontare meglio i costi dell'inflazione (costi del menu, costi della pelle ecc.).
- **Lunghi settore energetico / corti settore dei beni di consumo discrezionali:** le società energetiche beneficiano dei movimenti delle loro materie prime sottostanti, mentre i titoli dei beni di consumo discrezionali sono stati storicamente danneggiati dall'inflazione a causa della compressione dei redditi disponibili.

Il leader europeo del risparmio gestito⁽¹⁾

La Gamma Tematica di Amundi ETF

Pensata per farti stare sempre un passo avanti



**Cambiamenti climatici,
geopolitica, mutamenti
demografici e tecnologia
stanno rimodellando il
nostro mondo.**

**Resta un passo avanti
con la Gamma Tematica
di Amundi ETF.**

amundiETF.it

**La fiducia
va meritata**

Amundi
ASSET MANAGEMENT

(1) Fonte: IPE "Top 500 Asset Managers" pubblicato a giugno 2022, sulla base delle masse in gestione al 31/12/2021.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il Prospetto e il KIID prima di prendere una decisione finale di investimento.

Amundi ETF rappresenta l'attività in ETF di Amundi Asset Management (SAS), Società di gestione autorizzata dall'Autorité des Marchés Financiers ("AMF") con il n° GP 04000036 - Sede sociale: 91-93 boulevard Pasteur 75015 Paris, France - 437 574 452 RCS Paris ed avente capitale sociale di EUR 1.143.615.555 e comprende i fondi con denominazione Amundi ETF e Lyxor ETF (il/i "Fondo/i"). I potenziali investitori devono esaminare se i rischi annessi all'investimento nei Fondi siano appropriati alla loro situazione e devono altresì accertarsi di aver compreso interamente il presente documento. In caso di dubbi, si raccomanda di consultare un consulente finanziario al fine di determinare se l'investimento nei Fondi sia appropriato. Il valore dell'investimento potrebbe diminuire o incrementarsi. I Fondi non offrono alcuna garanzia di rendimento. Possono verificarsi costi di transazione quando si negoziano gli ETF. L'investimento comporta dei rischi. I risultati passati non sono indicativi di quelli futuri e non vi è garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro. Il presente documento non rappresenta un'offerta a comprare né una sollecitazione a vendere. Esso non è rivolto a nessuna "U.S. Person" come definita nel Securities Act del 1933 e nel prospetto. Prima della sottoscrizione, il potenziale investitore è tenuto a leggere la documentazione d'offerta (KIID e Prospetto informativo) dei Fondi. Il Prospetto informativo in lingua francese degli ETF UCITS domiciliati in Francia e in lingua inglese degli ETF UCITS domiciliati in Lussemburgo e degli ETF UCITS domiciliati in Irlanda, nonché i KIID nelle lingue dei Paesi di commercializzazione sono disponibili gratuitamente sui siti www.amundi.com, www.amundi.ie, www.amundiETF.com e www.lyxoretf.com. Sono inoltre disponibili presso la sede di Amundi Luxembourg S.A. (in qualità di società di gestione di Amundi Index Solutions e Lyxor SICAV), o presso la sede di Amundi Asset Management (in qualità di società di gestione di Amundi ETF French FCPs, Multi Units Luxembourg, Multi Units France e Lyxor Index Fund), o presso la sede di Amundi Ireland Limited (in qualità di società di gestione di Amundi ETF ICAV). Una sintesi delle informazioni sui diritti degli investitori e sui meccanismi di ricorso collettivo è reperibile in lingua inglese al seguente link: <https://about.amundi.com>. La società di gestione può decidere di ritirare la notifica delle disposizioni adottate per la commercializzazione di quote, anche, se del caso, in relazione a categorie di azioni, in uno Stato membro rispetto alle quali aveva precedentemente effettuato una notifica. Informazioni aggiornate a dicembre 2022. | W



I TITOLI CHE HANNO FATTO LA STORIA A WALL STREET E PIAZZA AFFARI

Un ciclo economico tutto tecnologia e rete? In parte e solo negli Usa dove si è assistito all'ascesa di Amazon e dei titoli Faang, anche se sul podio di Fortune 500 (oggi come nel 2008) svetta Walmart. A Piazza Affari sono gli industriali come Luxottica ad aver lasciato un segno

Ci si può chiedere, parafrasando il titolo di una canzone di Raf conosciuta da tutti i boomer (e non solo), "cosa resterà" di questo ciclo economico che si avvia verso la fine. La risposta è tutt'altro che semplice. Se infatti gli ultimi quindici anni sono stati caratterizzati dall'esplosione dei servizi in rete e dall'utilizzo dei social network a ogni livello di comunicazione, è anche vero che oggi come nel 2008 nella classifica di Fortune 500 delle maggiori società a stelle e strisce a sveltare è Walmart, colosso della distribuzione tradizionale in mega store che vince sulla concorrenza grazie a una politica di prezzi particolarmente aggressiva (e a salari non proprio stellari). Tuttavia, se all'epoca il gigante della Gdo era seguito da Exxon Mobil e da Chevron Corporation, oggi a contendere la leadership sono due icone delle nuove generazioni: Amazon ed Apple. Insomma a Wall Street il cambio di passo si avverte.

LA PARABOLA DEL TECH

E si può dire che, a prescindere dall'arbitrio con cui si stabilisce una esatta data di inizio o di fine del ciclo, questi ultimi quindici anni siano perfettamente rappresentati al di là dell'Oceano proprio da un gruppo come Amazon che, pur essendo approdato in Borsa nel 1997, è esploso nel corso degli ultimi tre lustri per poi diventare la vittima forse più illustre della recessione in corso. Se infatti nel 2008 la società fondata da Jeff Bezos valeva in borsa 38 miliardi di dollari, è a settembre 2018

che sfonda i 1.000 miliardi di dollari (seconda al mondo, dopo Apple, a oltrepassare la barriera) per poi sfiorare i due a luglio 2021 (intorno a 1.880 miliardi), prima di invertire bruscamente la rotta e tornare a fine dicembre 2022 intorno ai 910 miliardi, divenendo la prima azienda al mondo a raggiungere il ben poco ambito record di aver prima guadagnato e poi perso mille miliardi di dollari di capitalizzazione. Anche così, comunque, la sola Amazon vale una volta e mezza l'intero mercato italiano e rimane una delle icone dei primi due decenni del Millennio. In pochi hanno saputo disegnare il mito come il colosso della logistica che, grazie alla sua capacità di reinventarsi, da libreria online a leader dell'e-commerce e della distribuzione mondiale fino a diventare uno dei principali interlocutori internazionali in materia di cloud, dati creazione e distribuzione di contenuti (ormai produce film candidati all'Oscar ed è a tutti gli effetti tra le major cinematografiche oltre a essere diventata protagonista anche nel mercato degli eventi).

Certo a salire e poi a cadere non è stata la sola stella di Amazon, ma l'intero comparto hi-tech che ha il suo cuore pulsante nella Silicon Valley e ha fatto sognare una generazione tutta tecnologia e social network (Facebook nasce ufficialmente nel 2004 ma solo nell'estate del 2007 entra nella classifica dei dieci siti più visitati al mondo per poi sbarcare sul mercato nel 2012), scalzando dalle prime posizioni di

Fortune 500 i simboli dell'industria a stelle e strisce più tradizionale. Il comparto è stato vezzeggiato per anni dagli investitori con gli acronimi più vari (come Faang per Facebook, Apple, Amazon, Netflix e Google), almeno fino agli ultimi mesi, quando pur con le dovute proporzioni (Apple, pur avendo perso il 20% da inizio anno, continua a valere 2.300 miliardi di euro), la magia social ha iniziato a scemare.

PIANETA ITALIA

Il discorso si complica per Piazza Affari, un mercato che, nel corso degli anni, ha registrato molteplici addii e pochi nuovi ingressi e dove la spinta propulsiva del web è rimasta limitata. Oggi come allora banche, assicurazioni ed energia continuano a dominare la scena come ha messo in risalto la rielaborazione di qualche tempo fa del Sole 24 Ore dei dati di Ubs sull'evoluzione del mercato tra il 1992 e il 2018. Ciononostante, si possono intercettare alcune storie che ben rappresentano il ciclo. Da quella, ben poco entusiasmante, di Mps, che proprio a inizio ciclo (quando, prima dei numerosi aumenti di capitale, in Borsa capitalizzava 10 miliardi di euro e annoverava come azionista di controllo la Fondazione omonima) ha portato a termine la fallimentare acquisizione di Antonveneta: l'annuncio della mega acquisizione da 9 miliardi di euro dell'istituto dall'olandese Abn Amro, origine di tutti i mali, avvenne infatti il 7 novembre 2007. Oggi Rocca Salimbeni,

all'indomani dell'ennesima ricapitalizzazione da 2,5 miliardi, è controllata dal Tesoro, che continua instancabilmente a cercare un partner per sostenere il rilancio della banca più antica del mondo.

Fa riflettere anche un altro *case history* emblematico della vulnerabilità del sistema capitalistico italiano: quello di Telecom Italia, che nel 2008, come mostra l'elaborazione dei dati Ubs, valeva complessivamente 29 miliardi in Borsa mentre oggi non arriva a cinque. Nel frattempo, sono cambiati azionisti (dal nocciolo duro dell'imprenditoria e della finanza italiana si è passati a Telefonica prima, poi a Vivendi al 23,7% del capitale e infine all'ingresso della Cdp oggi al 9,81%), sono state ceduti numerosi asset mentre ancora si discute del 'nodo' della rete, ma il tema del colossale debito (quello lordo si attesta intorno ai 32 miliardi di euro) rimane una costante.

Al contrario, tra i casi di successo, forse quello più rappresentativo del ciclo ha per protagonista Luxottica, che nel 2008 valeva 5,7 miliardi per poi quintuplicare la capitalizzazione nel marzo del 2017, al momento del via libera dei soci all'aggregazione con Essilor fortemente voluta dal patron Leonardo Del Vecchio. Oggi EssilorLuxottica annovera come azionista di riferimento la famiglia Del vecchio (al 31,8% del capitale), è leader indiscussa sull'intera filiera dell'occhialeria e, quotata a Parigi, vale 81 miliardi di euro dopo esser riuscita a mantenere saldo il timone nonostante le tempeste che si sono

abbattute sui mercati finanziari nel corso del 2022 (il titolo è rimasto sostanzialmente invariato sui dodici mesi).

Da citare anche Fiat: nel 2008 valeva (come ricostruisce il Sole 24 Ore sui dati Ubs) 5,5 miliardi. Oggi, aggregazione dopo aggregazione (prima quella con Chrysler, fusione completata nel corso del 2009, e poi con PsA, operazione annunciata a ottobre del 2019 per poi portare alla nascita ufficiale del gruppo il 16 gennaio 2021) è diventata Stellantis e vanta una capitalizzazione di mercato di 43,4 miliardi. Un polo internazionale dell'automotive che vede gli Agnelli, tramite Exor, ridotti al 14,3% del capitale.

Tra i gruppi finanziari, Mediobanca nel corso del ciclo ha saputo aumentare il proprio valore di Borsa (dai 5,4 miliardi del 2008 ai 7,86 miliardi attuali, sempre secondo i dati presenti nella ricostruzione) e mettere in atto la metamorfosi per cui, nel corso dei lustri, si è lasciata alle spalle un passato da crocevia dei salotti e delle partecipazioni della finanza e dell'impresa italiana per spingere sulle attività bancarie. Eredità dell'antico passato dell'istituto modellato da Enrico Cuccia rimane la partecipazione in Generali (poco meno del 13% del capitale), che tuttavia, stando a indiscrezioni di mercato mai confermate, potrebbe prima o poi diventare moneta di scambio proprio con il leone di Trieste per dare vita a un matrimonio con Banca Generali (controllata al 51% dal colosso assicurativo).

Descrivere i maggiori flop del ciclo economico può rivelarsi un esercizio quanto mai spinoso oltre che estremamente soggettivo. Ma vale la pena buttarci un occhio in questi momenti in cui il ciclo si sta avviando alla sua fine, anche perché non mancano, seppure circostanziate, le sorprese.

ASCESA E CADUTA

Come considerare Facebook ad esempio? Il titolo, approdato a Wall Street nel maggio 2012 a 38 dollari per azione per una valutazione complessiva di 104 miliardi di dollari (allora terzo collocamento nella storia del mercato dopo a Visa ed Enel grazie a una raccolta di 16,08 miliardi), ha perso nel suo primo anno dall'Ipo il 30% circa del suo valore di borsa, arrancando per mesi in zona 20 dollari per azione a causa dei dubbi relativi in merito alla redditività del business. Il primo social network ha poi recuperato terreno raddoppiando già dal secondo anno di negoziazione il proprio valore di mercato. Oggi, a dieci anni distanza dal debutto e nel primo anno contrassegnato dalla nuova denominazione sociale voluta da Mark

Zuckerberg (Meta), il colosso social capitalizza 320 miliardi di dollari eppure, dopo aver perso il 65% del proprio valore di mercato non manca chi solleva qualche interrogativo sulla sostenibilità della redditività futura.

I DOLORI DELLA GIG ECONOMY

Nessun dubbio invece sul fatto che il collocamento di Uber a Wall Street nel maggio del 2019 e di Deliveroo sul listino londinese nella primavera del 2021 si siano rivelate un flop colossale rappresentando al contempo il segnale che stava inesorabilmente tramontando un'era, quella della gig economy (l'economia dei cosiddetti lavoretti, ovvero quelli che non obbligavano il gestore dei servizi all'assunzione) e della sharing economy (l'economia della condivisione di beni strumentali). Un'epoca sostenuta dal proliferare delle piattaforme tecnologiche di offerta di servizi in rete, che ha caratterizzato gli Anni '10 del nuovo Millennio e di cui i due gruppi sono stati in qualche modo icone. Deliveroo, fondata a Londra nel 2013, ha perso il 31% il

giorno stesso della quotazione. Il titolo non ha mai finora riagganciato il prezzo di collocamento (3,9 sterline) e, nel corso del 2022, ha dimezzato la propria capitalizzazione di borsa navigando intorno agli 88 pence per azione. Quanto a Uber, fondata nel 2009, ha persino avviato le contrattazioni a un prezzo (42 dollari) inferiore rispetto a quello di Ipo (45 dollari per azione, nella parte bassa della forchetta iniziale, per una valutazione intorno ai 75 miliardi, decisamente lontano dai 120 in origine ipotizzati) per poi chiudere il primo giorno di negoziazione in calo del 7,6%. Oggi il titolo, che pure nel febbraio del 2021 aveva sfondato persino la soglia dei 60 dollari per azione, naviga intorno ai 27,6 dollari per azione e la società vale 54,75 miliardi dopo aver perso quasi il 40% nel corso del 2022 e il 34% dal collocamento.

STORIE ITALIANE

Situazione diversa per quanto riguarda Piazza Affari non perché siano mancati i collassi sul mercato (sarebbe impietoso ripercorrere

le tappe). Ma il mercato milanese è stato finora orfano di quegli 'unicorni' che portano con loro grandi aspettative e curiosità. Piazza Affari, oggi come nel 2008, è dominata da uno sparuto gruppo di big cap presenti nell'ambito finanziario e nell'energia, su cui si riversano le principali speranze del mercato anche se certo non sono mancati titoli a lungo rimasti sotto al prezzo di collocamento. Si tratta per lo più di gruppi industriali (soprattutto Pmi) non particolarmente apprezzati dagli investitori, tanto da diventare protagonisti di una lunga stagione di delisting e Ipo da dimenticare. Aveva fatto discutere quella di Saras nella primavera del 2006 a causa di una valorizzazione ritenuta da taluni eccessiva: il titolo, quotato a 6 euro, non ha mai toccato il prezzo del collocamento e oggi ne vale uno. O quella di Moleskine nel 2013 a multipli da taluni ritenuti troppo elevati. Quotata nel 2013 a 2,3 euro per azione, la società delle iconiche agendine ha poi detto addio a Piazza Affari a gennaio 2017 con un'offerta di delisting a 2,34 euro.

I GRANDI FLOP DEL CICLO ECONOMICO

Grandi attese portano talvolta a grandi delusioni. È il caso di Facebook, che nell'anno del collocamento ha tradito le aspettative come sta facendo da quando è diventata Meta. Il fine ciclo è poi contrassegnato dai flop delle Ipo di Deliveroo a Londra e di Uber a Wall Street che hanno chiuso l'era della gig economy

Una credibilità costruita nel tempo

Da 10 anni il più grande appuntamento dei consulenti finanziari



14.15.16 marzo '23
Auditorium Parco della Musica, Roma

creative-farm.it

Convegno inaugurale Anasf
15 Marzo ore 10:00 - Sala Santa Cecilia

La consulenza finanziaria come scelta disruptive

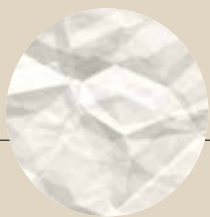
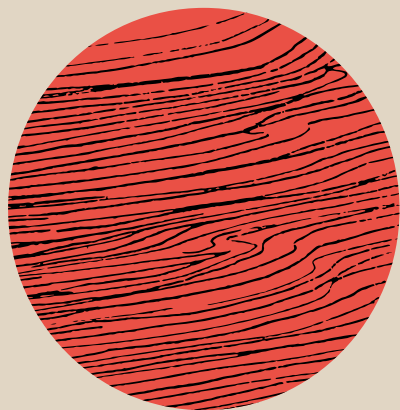
in collaborazione con

Iscrizioni aperte su consulentia2023.it

seguici su



#consulentia



Lo *shrinking* (ovvero la riduzione delle confezioni dei prodotti della Gdo) dallo scaffale del supermercato passa a Piazza Affari. Il ridimensionamento del listino milanese, sempre più leggero, si sta traducendo in una costante evaporazione del peso del mercato rispetto all'economia tricolore. Il trend, in atto ormai da anni, ha raggiunto l'apice negli ultimi mesi del 2022 con l'addio, tra l'altro, di Atlantia, che da sola capitalizzava poco meno di 20 miliardi

di capitali per crescere. Nell'ultimo anno (dati aggiornati al 30 novembre 2022) su 22 Ipo solo quattro sono approdate su Euronext Milan, compresa Iveco che deriva da uno spin off e due che sono passate da Eronext Growth Milano al listino principale, mentre hanno imboccato la via di uscita, tra l'altro, Cerved, Tas, Falck Renewables, La Doria, Cattolica Assicurazione, Coima Res, As Roma, Carige, Exor. A queste potrebbero aggiungersi anche Autogrill, destinata a fondersi con la svizzera Dufry, e Cnh che starebbe valutando di porre fine al dual listing per concentrarsi su Wall Street. Scampato pericolo invece, almeno per ora, per Tim per cui starebbe tramontando l'ipotesi di un'Opa da parte della Cdp. E sarebbe potuto andare peggio considerando che l'offerta totalitaria volta al delisting lanciata la scorsa estate su Tod's da Diego Della Valle non è andata a buon fine. I dati sono impietosi: le new entry approdate negli ultimi dodici mesi a Piazza Affari hanno portato poco meno di cinque miliardi di capitalizzazione, ma nel frattempo ad abbandonare palazzo Mezzanotte sono stati poco più di sessanta miliardi di capitalizzazione (Atlantia compresa). Ed è così che il mercato italiano si è ridotto a meno di 650 miliardi dai 757 miliardi di dicembre 2021.

PIAZZA AFFARI DIVENTA SEMPRE PIÙ LEGGERA

In un anno a dire addio al listino milanese sono state una ventina di società. E con loro, pesi massimi compresi, si è volatilizzato più del dieci per cento della capitalizzazione del listino. Trend irreversibile? I commenti di Intermonte Sim e AcomeA Sgr



di euro, all'incirca il 3% dell'intero mercato italiano e il 3,74% del suo principale indice di riferimento, il Ftse Mib (sui valori di fine ottobre). A livello numerico i debutti, almeno quest'anno, hanno superato gli addii. Ma l'ottimismo è destinato a durare poco considerando che le sliding doors di Palazzo Mezzanotte vedono il mercato italiano ridurre drasticamente la propria capitalizzazione e la propria rappresentatività rispetto all'economia del Paese. A uscire sono stati i pesi massimi, mentre a entrare sono state le micro realtà a caccia

CONFRONTI CON L'ESTERO

Ormai "l'Italia ha un rapporto tra capitalizzazione e Pil di poco superiore a 0,2 volte rispetto alle 0,4 volte della Germania, alle 0,8 volte della Francia e alle 1,6 volte degli Stati

Uniti” rileva in merito Alberto Villa, responsabile Equity Research di Intermonte. La causa, a giudizio del manager, è da ricercarsi nella “struttura delle aziende, che nel caso italiano vede un ruolo importante di realtà medio piccole e in un capitalismo ancora spesso di stampo familiare. Questo vale per realtà anche di grandi dimensioni come ad esempio Ferrero, una bellissima società che difficilmente non sarebbe quotata in altri contesti. Non mancano casi virtuosi rilevanti come Luxottica, che però ha spostato il baricentro a Parigi optando per l’uscita dal listino italiano, come ha recentemente fatto Exor con lo spostamento di sede e listing ad Amsterdam”. E non si tratta di casi isolati: sono sempre più numerose le società che scelgono fin da subito l’approdo su listini diversi rispetto a quello tricolore (Prada a Hong Kong è forse stato l’antesignano, mentre solo un anno fa Ermenegildo Zegna ha virato per l’Ipo a Wall Street) o il mantenimento della sola quotazione all’estero. “Questi episodi evidenziano un chiaro problema di competitività dei sistemi regolamentari, fiscali, burocratici tra Paesi anche all’interno della stessa UE”, conclude Villa.

E, in effetti, spostando l’orizzonte temporale agli ultimi vent’anni, a salutare gli investitori sono state 268 aziende rispetto alle 185 new entry. Un vero e proprio esodo a cui il bonus Ipo, introdotto per la prima volta con al Finanziaria 2018, tenta di porre un freno senza, almeno finora, troppo successo.

FOCUS RISPARMIO LAB

La grande fuga da Piazza Affari

Nel 2022 venti società hanno lasciato il listino italiano per un perdita di capitalizzazione superiore a 43 miliardi

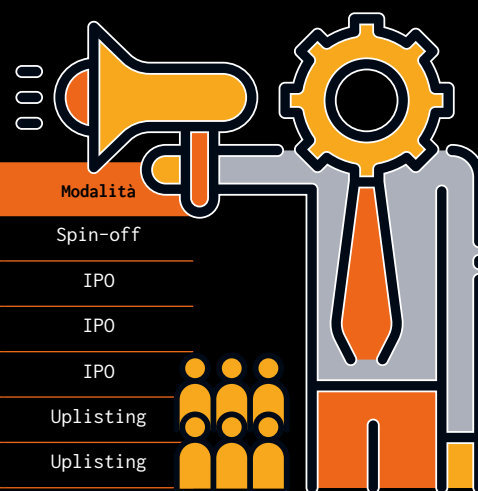
Società	Capitalizzazione (mln euro)	Società	Capitalizzazione (mln euro)
Cerved	2.000	Cattolica Assicurazioni	1.540
Energica Motor	98	Coima RES	361
SITI B&T Group	46	Piteco	226
Banca Investis	114	A.S. Roma	282
TAS	184	Banca Carige	605
Falck Renewables	2.865	EXOR	15.000
La Doria	510	Sourcesense	39
Assiteca	241	Rosss	12
Giorgio Fedon & Figli	32	Banca Finnat	112
Costamp Group	15	Atlantia	18.970
		TOTALE	43.252

Fonte: elaborazione FocusRisparmio su dati Euronext

Ipo cercasi

A dispetto delle uscite, sono state solo sei le new entry sul listino principale

Società	Mercato	Modalità
Iveco Group	Euro next Milan	Spin-off
Civitanavi Systems	Euronext Milan	IPO
Generalfinance	Euronext STAR Milan	IPO
De Nora	Euronext Milan	IPO
Net Insurance	Euronext STAR Milan	Uplisting
REVO Insurance	Euronext STAR Milan	Uplisting



Fonte: elaborazione FocusRisparmio su dati Euronext

UNA PROSPETTIVA STORICA

Sul tema si era già espressa poco più di un anno fa la stessa Consob con il Discussion Paper "Le Opa in Italia dal 2007 al 2019: evidenze empiriche e spunti di discussione", a cura di Federico Picco e Gianfranco Trovatore, Marco Ventoruzzo (Università Bocconi) e Valeria Ponziani (Università di Tor Vergata). Più in dettaglio, lo studio ha analizzato le operazioni pubbliche di acquisto transitate sul mercato italiano dal 2007 (anno del recepimento della direttiva europea in materia di Opa) al 2019, evidenziando un leit motive importante e ancora attuale come dimostrano anche le recenti operazioni: su 231 offerte analizzate (tra offerte di acquisto, di scambio Ops e miste Opas), solo in dieci casi si è registrata una mossa ostile finalizzata ad acquisire il controllo di una azienda quotata contro la volontà del management della ipotizzata preda mentre in gran parte delle volte l'iniziativa è motivata dalla stabilizzazione e ottimizzazione di assetti proprietari decisa altrove (spesso la via di uscita da Piazza Affari è decisa degli stessi proprietari che pochi anni prima hanno disposto la quotazione per raccogliere capitali da destinare alla crescita o al ripianamento finanziario). Non solo. Ben 109 casi hanno previsto il delisting mostrando in concreto una certa disaffezione verso la quotazione sui mercati pubblici a vantaggio dei mercati privati.

Prezzi bassi, disponibilità di denaro a basso costo e valutazioni non ritenute soddisfacenti stanno attraendo

investitori esteri e, allo stesso tempo, spingendo in molti casi gli stessi proprietari a ricomparsi le aziende quotate solo pochi anni prima per poi procedere a una valorizzazione con un diverso percorso di crescita che ha come immediato effetto quello di impoverire il listino tricolore.

LA VIEW DELLE SGR

"Il problema del delisting è da affrontare su due direttive tra loro correlate: liquidità e strumenti", rileva Antonio Amendola, gestore del fondo AcomeA PMItalia Esg di AcomeA, secondo cui "quest'anno la scarsa liquidità dei mercati ha allontanato gli investitori dalle Pmi in particolare sia per ragioni di risk management, sia per problematiche relative agli strumenti di investimento. Qui veniamo al secondo punto: la spina dorsale dell'Italia è fatta da piccole imprese, non da multinazionali, tuttavia sono pochi gli strumenti di investimento in grado di supportare queste aziende con un orizzonte congruo. Al contrario, la maggior parte degli strumenti presenta una valorizzazione giornaliera, che li costringe a liquidare anche in modo brusco in periodi di poca liquidità o di forti riscatti. Tutto questo comporta forti sottovalutazioni delle Pmi, che spesso vengono delistate dall'azionista di controllo o da fondi con il giusto orizzonte di investimento".

E se non si dovesse invertire la rotta il ridimensionamento di Piazza Affari potrebbe rappresentare, in un prossimo futuro, un problema

ben più rilevante del puro aspetto simbolico. "Una Borsa di elevate dimensioni consente di potere fare sistema e diventare attrattiva per gli investitori internazionali che vogliono orientare le proprie scelte verso mercati efficienti e liquidi. La presenza di mercati azionari di grandi dimensioni aumenta la trasparenza complessiva del sistema e promuove la cultura alla crescita dimensionale e agli investimenti", ricorda in merito Villa. Che tuttavia poi aggiunge: "Va riconosciuto che nel corso degli ultimi anni sono stati fatti passi in avanti, come l'introduzione del voto multiplo per gli azionisti di lungo periodo, che hanno ridotto il gap rispetto ad altre giurisdizioni. Sarebbe tuttavia utile promuovere incentivi normativi e fiscali per favorire la crescita dimensionale delle aziende e sostenere la quotazione come viatico per la crescita del sistema imprese e del mercato italiano". A giudizio del responsabile Equity Research di Intermondo sono cinque le principali ragioni che trattengono le aziende dalla quotazione e nell'ordine: "le problematiche dimensionali, nel senso che molte realtà aziendali hanno un perimetro troppo ridotto; la struttura finanziaria delle società, che rimane sbilanciata verso l'indebitamento bancario; la governance spesso familiari o comunque poco inclini ad aprirsi al mercato; la competizione da parte di investitori alternativi come i private equity, disposti, soprattutto in contesti di tassi bassi come quelli negli anni

scorsi, a pagare multipli elevati; le difficoltà a quotare società e progetti in fase iniziale".

"In Borsa l'economia reale italiana si trova nelle pmi, non nelle large cap, quindi il comparto da prendere in considerazione è il primo. Il tema principale è la liquidità dei titoli e la capacità degli strumenti di investire in queste società con un congruo orizzonte temporale. Il risparmio degli italiani va incentivato e incanalato verso quelle aziende che rappresentano l'ossatura della nostra economia, mentre sempre più spesso i capitali vengono investiti all'estero. Come AcomeA, abbiamo lanciato uno strumento con Nav trimestrale nella forma di Pir alternativo proprio allo scopo di supportare queste aziende: l'AcomeA Italian Gems" sostiene Amendola.

Quanto alla rarefazione delle Ipo (nel 2021 erano state 49, di cui comunque 44 sull'Euronext Groth Milan), a giudizio del gestore del fondo AcomeA PMItalia Esg di AcomeA "negli ultimi anni si è fatto molto, ma molto ancora è da fare e tutto passa dalla disponibilità di strumenti adatti a investire nelle pmi". Villa infine apprezza "i recenti interventi in tema di semplificazione dei prospetti di quotazione e l'estensione della defiscalizzazione dei costi di quotazione per le pmi inseriti nella legge di bilancio in via di approvazione senza dimenticare l'introduzione dei Pir, che ha rappresentato un notevole volano di crescita delle quotazioni di aziende di media e piccola capitalizzazione".



È pur vero che una rondine non fa primavera. Ma questa volta l'avvio d'anno positivo del bitcoin, che in questo 2023 sta già facendo segnare un rialzo del 25% (dati CoinMarketCap al 15 gennaio), potrebbe davvero rappresentare un cambio di stagione per la più blasonata tra le criptovalute e le sue "cugine".

A dirlo sono i ricorsi storici. La moneta creata da Satoshi Nakamoto tende infatti a ripercorrere lo stesso ciclo ogni quattro anni, con l'*halving*, ovvero il meccanismo che dimezza la quantità di bitcoin prodotti ogni 10 minuti, che è una sorta di direttore d'orchestra, dettando i tempi dei rialzi e dei ribassi delle quotazioni.

Confrontando il ciclo attuale del bitcoin, 2020-2024, con gli ultimi due, ovvero il 2012-2016 e il 2016-2020, si notano innumerevoli somiglianze nelle movimentazioni dei prezzi, che potrebbero essere prese come base per fare delle previsioni future. Certo, come si legge sempre nei prospetti informativi di diversi prodotti d'investimento, i rendimenti

passati non sono una garanzia di quelli futuri. Ma nel caso specifico del bitcoin, c'è un appuntamento fisso che si ripete ogni quattro anni e che si pone come un faro per chi ha deciso di navigare nelle acque agitate delle criptovalute: l'*halving*.

Stando alle regole introdotte alla nascita del bitcoin, le ricompense per la cosiddetta attività di mining devono essere dimezzate ogni quattro anni (o meglio ogni volta che vengono aggiunti alla blockchain 210mila nuovi blocchi), attraverso un meccanismo che si chiama appunto *halving*. Il primo c'è stato nel 2012, con le ricompense che sono passate da 50 a 25 ogni 10 minuti; il secondo nel 2016, quando si è passati da 25 a 12,5; con il terzo, nel 2020, le ricompense sono state tagliate da 12,5 a 6,25.

L'effetto diretto della riduzione dell'offerta di bitcoin è un'impennata dei prezzi della criptovalute che, ciclo dopo ciclo, tende a stabilizzarsi su valori sempre più alti. Quando c'è stato l'*halving* del 2012 (a novembre), per esempio, nei 12-18 mesi

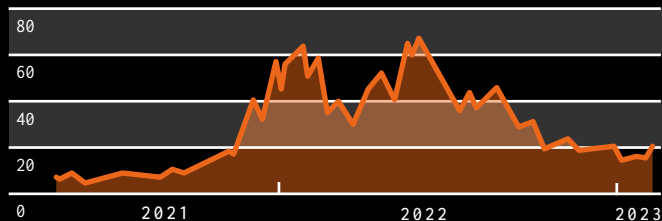
CRIPTOVALUTE, LA SVOLTA POTREBBE ESSERE VICINA

C'è un ciclo che si ripete ogni quattro anni e che il bitcoin sembra seguire fedelmente. E se la storia dovesse ripetersi ancora, il 2023 potrebbe essere l'anno del riscatto per la moneta di Nakamoto e le sue "cugine"

TRE ANNI DI...

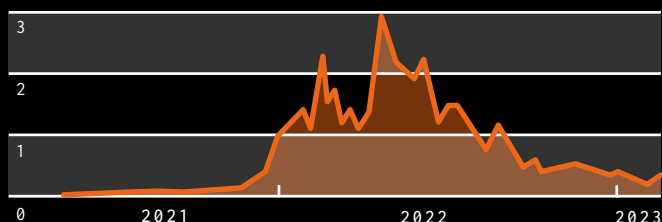
Bitcoin

Dati in migliaia di dollari



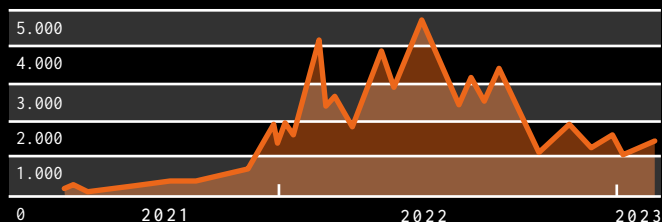
Cardano

Dati in dollari



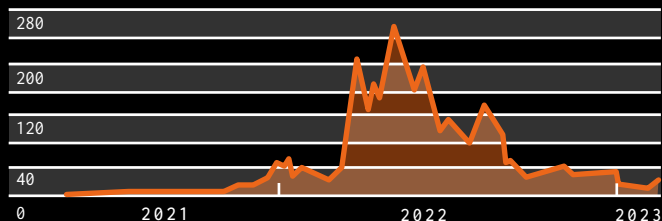
Ethereum

Dati in dollari



Solana

Dati in dollari



successivi al dimezzamento della produzione il bitcoin ha messo a segno un'impennata di oltre l'8.000%, passato da un prezzo di 15 dollari precedente all'*halving*, a un massimo di 1.200 dollari toccato a dicembre 2013.

La storia si è poi ripetuta, sebbene con percentuali differenti, anche nei due *halving* successivi, quello di luglio 2016, con il bitcoin che ha raggiunto un nuovo record a 19.891 dollari a dicembre 2017, e quello di maggio 2020, con la crypto di Satoshi Nakamoto che a novembre 2021 ha toccato il prezzo guinness di 68.925 dollari.

Nell'anno immediatamente successivo al raggiungimento del nuovo record, poi, le quotazioni del bitcoin si sono sgonfiate in modo repentino: nel 2014 sono scese del 59%, mentre nel 2018 hanno perso il 77% del loro valore. E l'anno scorso, la storia si è ripetuta ancora una volta. Dopo il massimo storico raggiunto a novembre 2021, il bitcoin ha cominciato a scendere per poi lasciare sul campo nel 2022 il 62% circa.

Ripercorrendo ancora i precedenti cicli, graficamente si può vedere come dopo questo ridimensionamento dei prezzi, ed, esattamente l'anno prima dell'*halving*, il bitcoin sia tornato nuovamente a salire, e con vigore. Nel 2015 ha guadagnato il 32%, mentre nel 2019 addirittura il 125 per cento. E se la storia dovesse ripetersi ancora una volta, in vista del prossimo *halving* che dovrebbe cadere indicativamente ad aprile 2024, quest'anno il bitcoin potrebbe

mettere a segno un rialzo significativo, trascinando con sé tutto il mercato delle criptovalute.

I primi segnali si sono già visti in questo primo scorcio del 2023: il bitcoin ha messo a segno nei primi 15 giorni dell'anno un balzo del 25%, alimentando la crescita anche delle altre monete digitali. Ethereum, per esempio, sta salendo del 29,5% (dati CoinMarketCap al 15 gennaio), Cardano del 40%, Solana del 134%, mentre Polygon e Polkadot stanno guadagnando rispettivamente il 30% e il 38 per cento. E se il buongiorno si vede dal mattino, il 2023 potrebbe davvero consacrarsi come l'anno della svolta per il mondo crypto.

Ma al di là dei ricorsi storici, anche il contesto macro essere di supporto alle monete digitali. «Come ci spiegano i manuali di economia politica, l'unico modo per abbattere un'inflazione elevata è agire sui tassi di interesse – spiega Massimo Siano, capo del Sud Europa di 21Shares – Le banche centrali lo hanno fatto, e nel 2022 hanno alzato i tassi in modo molto aggressivo, penalizzando tutte le asset class. Ora il picco dei tassi è ormai vicino e gennaio 2023 potrebbe essere l'ultimo mese di rialzo dei tassi. Da qui in avanti, quindi, l'inflazione dovrebbe cominciare a ridursi gradualmente, portando nella seconda metà dell'anno a un ribasso progressivo dei tassi – puntualizza – Se questo scenario dovesse concretizzarsi, a essere favorite saranno le asset class a beta più elevata, e tra queste ci sono anche le criptovalute», conclude.



Investment
Managers

Investi la tua liquidità

Quanto investire oggi in titoli governativi a breve scadenza? Rendimenti a zero e inflazione sono una combinazione terribile quando l'obiettivo è proteggere i risparmi. In questo scenario le obbligazioni indicizzate all'inflazione con scadenze brevi, poco sensibili all'andamento dei tassi di interesse, possono contribuire a perseguire l'obiettivo di proteggere il portafoglio dall'erosione del valore reale.

Gli investimenti comportano rischi, inclusa la perdita del capitale investito.

AXA WF Global Inflation Short Duration Bonds

axa-im.it/inflazione

Prima dell'adesione leggere il KIID e il Prospetto Informativo, disponibili sul sito axa-im.it. La presente comunicazione ha finalità pubblicitarie e i relativi contenuti non vanno intesi come raccomandazione, offerta o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari o a partecipare a strategie commerciali, da parte di AXA Investment Managers Italia SIM S.p.A o di società ad essa affiliate. Rivolgiti al tuo consulente di fiducia per individuare la soluzione più adatta alle tue esigenze di investimento. AXA WF Global Inflation Short Duration Bonds è un comparto di AXA World Funds, SICAV istituita e regolata sulla base delle leggi del Lussemburgo, con sede legale in 49, avenue J.F Kennedy L-1885, Luxembourg, armonizzata ai sensi della direttiva 2009/65/CE le cui azioni sono ammesse a essere offerte in Italia. ©AXA Investment Managers 2023. Tutti i diritti riservati.

Investimenti su cui puoi contare

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

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

Per saperne di più rivolgiti al tuo consulente finanziario >

PIMCO®

Messaggio pubblicitario di natura informativa. PIMCO Europe GmbH (Società n. 192083) e la filiale italiana di PIMCO Europe GmbH (Società n. 10005170963) sono autorizzate e regolamentate in Germania dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin). La filiale italiana è inoltre soggetta a vigilanza della CONSOB. Prima della sottoscrizione leggere il Prospetto e il KIID disponibili presso i Collocatori. ©2022, PIMCO.