ottobre - novembre 2026 Euro 5,00

www.investiremag.it

investire

Conoscere, rischiare, guadagnare



La vita si allunga, ci sono meno giovani. Stefano Volpato (Banca Mediolanum) spiega perché la serenità, oggi più che mai, va costruita investendo da subito

SEMINARE FUTURO, RACCOGLIERE BENESSERE

REAL ESTATE, GRANDI MANOVRE TRA ITALIA E MONDO
FUORI UE C'È GELO, IN EUROPA SI GIOCA TRA TASSI E TASSE

- **DEBITO PUBBLICO -** Una trappola con molte opportunità
- **PRINCIPE -** Navigare tra alti profitti e onde altissime
- **TECH -** Il dilemma della "Bolla": non se ma quando scoppia
- **ESG -** Perché il "magico acronimo" non funziona più
- **PRIVATE CREDIT -** È in arrivo il primo vero stress test

ANAGINA, PARLA IL PRESIDENTE NICOLAO
«Noi agenti, custodi del valore delle Generali»
E arriva un'alleanza con Banca Generali

COLOMBANI «SCONGELIAMO IL RISPARMIO»
Uno studio della Fondazione Fiba-Cisl spiega l'urgenza di un nesso con l'economia reale

INVESTIRE | ANNO IX | N.73 | MENSILE | OTTOBRE - NOVEMBRE 2026 | DATA DI USCITA IN EDICOLA: 10 OTTOBRE 2026 | POSTE ITALIANE S.P.A. - SPEDIZIONE IN ABBONAMENTO POSTALE - D.L. 353/2003 (CONVERTITO IN LEGGE 27/02/2004 N° 46) ART. 1, COMMA 1, LO/MI

Algebris INVESTMENTS

Algebris Financial Income Fund

Rendimento netto (%)[1]

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1.6	5.3	15.6	-18.4	23.2	1.7	18.6	-4.4	13.2	17.7

Nel top 1% dei fondi Bilanciati Moderati EUR - Globali secondo Morningstar², su migliaia di fondi. A tre, cinque e dieci anni.

I numeri parlano da soli.

1 I rendimenti – relativi alla classe retail R (ad accumulo) in Euro del comparto – sono rappresentati al netto di costi amministrativi, commissioni di gestione, di performance e al lordo degli oneri fiscali. Fonte: BNP Paribas Dublin Branch. Dati al 31/12/2024. **QUESTA È UNA COMUNICAZIONE DI MARKETING. Si prega di consultare il prospetto dell'OICVM e il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID/KID) prima di prendere una decisione finale di investimento.** Tali documenti sono disponibili in lingua italiana e sono stati depositati presso la Consob. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Prima di investire nel fondo si prega di considerare che il valore delle azioni e delle obbligazioni sottostanti può aumentare o diminuire e vi è il rischio di perdere il capitale investito e che il fondo può investire in strumenti finanziari il cui valore potrebbe essere influenzato da numerosi rischi quali, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, il rischio di (i) Credito e tassi di interesse, (ii) CoCo-Bonds, (iii) Mercato, (iv) Mercati emergenti (v) Cambio, (vi) Sostenibilità e (vii) Derivati. Algebris Financial Income Fund è un comparto di Algebris UCITS Funds PLC, autorizzato e regolamentato in Irlanda dalla Central Bank of Ireland. La Società di Gestione è Algebris Investments (Ireland) Limited, autorizzata e regolata dalla Central Bank of Ireland. Il gestore delegato del comparto regolamentato è Algebris (UK) Limited, autorizzata e regolata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito. Algebris Financial Income Fund presenta un profilo di rischio SRI (Summary Risk Indicator), espresso su una scala di valori crescente da 1 a 7, di livello 4 su 7, che corrisponde alla classe di rischio media: ciò significa che le perdite potenziali dovute alla performance futura del prodotto sono classificate nel livello medio e le cattive condizioni del mercato potrebbero influire sulla capacità di rimborso del fondo. L'indicatore SRI potrebbe non essere un'indicazione affidabile della futura categoria di rischio del fondo. In aggiunta, si prega di ricordare che i rendimenti futuri sono soggetti a tassazione, la quale dipende dalla situazione personale di ciascun investitore e può cambiare in futuro. Il fondo è adatto a investitori disposti ad accettare un livello medio di volatilità in un orizzonte di investimento a medio-lungo termine. Il fondo è considerato come gestito attivamente, ma senza fare riferimento ad alcun benchmark. Il presente documento non è nè un documento contrattualmente vincolante né un documento informativo necessario ai sensi di una disposizione legislativa e non è sufficiente per prendere una decisione di investimento. L'investimento nel fondo comporta l'acquisizione di quote o azioni in un fondo e non in una determinata attività sottostante quali edifici o azioni di una società, poiché queste sono solo le attività sottostanti di proprietà del fondo. Per maggiori informazioni sui diritti degli investitori, disponibili in lingua italiana, si prega di prendere visione del Prospetto, consultabile al seguente link: https://media.algebris.com/legalDocuments/Prospectus/IT/Algebris_UCITS_Funds_Plc_-_Prospectus.pdf. La documentazione d'offerta è accessibile gratuitamente sul sito internet www.algebris.com e presso i collocatori italiani, il cui elenco aggiornato è disponibile presso gli stessi collocatori, presso i soggetti incaricati dei pagamenti e nel sito internet di cui sopra. **Si rende infine noto che il gestore o il fondo può decidere di porre fine alla commercializzazione delle azioni del comparto in Italia.** 2 Il fondo è al percentile 2 a 1 anno e al percentile 1 a 3, 5, 10 anni. Il ranking si riferisce alla classe R EUR (ad accumulo) del fondo ed esprime il percentile rispettivamente su 2978 (a 1 anno), 2596 (a 3 anni), 2170 (a 5 anni) e 1157 (a 10 anni) fondi nella categoria EUR Moderate Allocation - Global (Bilanciati Moderati EUR - Globali) al 31/12/2024. © 2025 Morningstar, Inc. Tutti i diritti riservati. Le informazioni contenute nel presente documento: (1) sono di proprietà di Morningstar; (2) non possono essere copiate o distribuite; e (3) non si garantisce che siano accurate, complete o tempestive. Né Morningstar né i suoi fornitori di contenuti sono responsabili di eventuali danni o perdite derivanti dall'uso di queste informazioni. Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri.



ALTRO CHE DECIMALI

di Sergio Luciano

Questo numero di Investire "chiude" in redazione mentre il momento politico è scandito dalle polemiche sul rapporto deficit-pil che l'Istat ha confermato al 3,1%, per il 2025 deludendo le speranze del governo di riconquistare la soglia "aurea" (chissà perché mai così aurea) del 3%...

Diciamo subito che questi parametri, purtroppo – pur nella loro arbitrarietà - impattano pesantemente sulla finanza personale di noi cittadini e sul mercato finanziario del debito, globale e "cattivo" com'è. Aggiungiamo lo sbigottimento inevitabile di fronte a decisioni miliardarie, capaci di cambiarci le vite, che vengono appese a cifre centesimali (3,08% anziché 3,01%...). Tornano in mente battute immortali, come quella di **Disraeli**, fatta propria da **Mark Twain**: "Ci sono tre tipi di bugie: le bugie, le maledette bugie e le statistiche"; o quella del premio Nobel **Ronald Coase**: "Se torturi abbastanza i numeri, finiranno col confessare!".

Ridiamoci su, ma sono tutte chiacchiere. La verità più amara, e quindi dissimulata da tutta la classe politica europea, la trovate invece nella tabella a pagina 18, che dimostra come la ricchezza nominale delle famiglie americane tra il 2004 e il 2023 sia cresciuta del 150% mentre quella italiana appena del 36%. E il gap tra gli Usa e gli altri Paesi europei non è molto migliore…In questo senso, le chiacchiere stanno a zero. Il modello europeo è fallimentare e la sua declinazione in Italia è stata peggiorativa, per colpa di una classe politica irresponsabile, se non criminale. E ora che chi ha rotto non paga, dobbiamo pagare noi.

La coverstory che *Investire* ha dedicato, partendo dalla testimonianza del top-manager di **Banca Mediolanum Stefano Volpato**, alle prospettive del benessere degli italiani nel lungo termine vuole essere, in questo senso, come lo squillo di una sveglia.

I politici non ce lo dicono - e non ce lo diranno, perché sono tutti correi di questo declino - ma la verità è che chi oggi ha più di trent'anni e non provvede con lucidità (e un po' di fortuna!) a prepararsi "da solo" un futuro sostenibile, rischia di fare una brutta vecchiaia. Lunga ma brutta. Quanto brutta, ce lo dice la tabella di pagina 15, presa da una recente indagine Censis: il 71,4% degli italiani sa che il suo assegno pensionistico pubblico sarà pari a meno del 40% (lo pensa il 24,7% degli intervistati) o tra il 40 e il 60% dell'ultimo stipendio (lo pensa il 46,7%).

Ma ci rendiamo conto di cosa significa? Significa che il signor Rossi, oggi benestante (non ricco!) a 3000 euro netti al mese di stipendio, da pensionato ne intascherà mediamente 1500. Proprio in una fase della vita nella quale tra medicine, cure varie ed eventuali nipoti, l'assorbimento di cassa aumenterà o, almeno, bilancerà su queste voci in aumento le minori spese legate ai figli o agli "sfizi" giovanili. Insomma, l'ex benestante Rossi diventerà, e si sentirà, un poveraccio. E la politica che ha fatto questa devastazione la chiama "risanamento previdenziale". Cose da pazzi.

Però fermiamoci un attimo a ragionare. Dirci queste cose, capirle, e non fare niente ci associa in pieno alla marea di farabutti politici che ci hanno imbrogliato per anni. E la tabella **Censis** dimostra che lo sappiamo, di essere stati imbrogliati. Quindi? È l'ora di reagire. Politicamente, ciascuno scelga i comportamenti conseguenziali che più gli aggradano, *Investire* non se ne occupa. Finanziariamente… si dia da fare. Meglio, molto meglio, fare qualche sacrificio oggi, una settimana di vacanza estiva o un viaggio all'estero in meno oggi, che ritrovarsi con le pezze sui pantaloni domani.

Attorno a questa necessità, il mercato del risparmio sta cercando di riorganizzarsi. Non gli è facile, perché le industrie finanziarie – tutte! – hanno sempre la tendenza di rastrellare clienti promettendo mirabilie, più che protezione. È chiaro, alla luce di queste cifre, che urge salvare il salvabile, ma dirlo non è "sexy". Si fa un gran parlare dei 1.500 o 1.600 o 1.700 miliardi (chiediamo precisazioni all'**Istat**, o a mago Merlino) lasciati inerti nei conti correnti a non fruttare. C'è chi auspica siano investiti, dai loro titolari, sui fondi pensione, chi nel private equity, comunque messi a frutto. Giusto. Meglio che star lì ad arrugginire. In che modo "a frutto", e con quali consulenze, be'…dipende dalla capacità di scelta, dalla propria educazione finanziaria, dalla fortuna. Sicuramente è raro che facendo da sé si faccia bene. Ma una cosa è certa: è più facile trovare un bravo gestore per i nostri soldi che una buona politica per il nostro futuro di italiani in Europa.

investire www.investiremag.it

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

Direttore responsabile
Sergio Luciano

Vicedirettore
Marco Muffato

Newsroom
Marina Marinetti, Riccardo Venturi, Raffaela Jada Gobbi, Lara Ponchia

Art director
Liliana Nori

Hanno collaborato
Antonio Quaglio *(Consulente del direttore)*, Rosaria Barrile, Salvatore Bruno, Annalisa Caccavale, Fiorina Capozzi, Michele Farina, Alberto Forchielli, Alessio Gerarchini, Coleman Kendall, Gian Marco Litrico, Donatella Principe,Francesco Priore, Sandra Riccio, Nicola Ronchetti,Fabio Scacciavillani, Gloria Valdonio, Paolo Zucca

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

Partnership Editoriali
Anasf, Assoimmobiliare, First Cisl

Editore
Economy Group s.r.l.
Piazza Borromeo 1, 20123 Milano,
Tel. 02/89767777

Presidente e A.D.
Giuseppe Caroccia

Consiglieri
Costantino Baldissara, Sergio Luciano

Responsabile dell'amministrazione
Maria Marasco

Responsabile relazioni esterne
Monia Manzoni
Sviluppo e progetti editoriali
Luca Ronzoni

Distribuzione
Sodip SRL
Cinisello Balsamo (MI)

Stampa
Grafiche Letizia
Capaccio Scalo (SA)

Per la pubblicità su questa rivista
Tel. 02/89767777
segreteria@economygroup.it

Partnership Editoriali
AMF ITALIA ASSOCIAZIONE INTERMEDIARI MERCATI FINANZIARI
ANASF
CONFINDUSTRIA ASSOIMMOBILIARE
FIRST CISL

QUADRIVIO GROUP

- ARTIFICIAL INTELLIGENCE PE FUND -



Il primo fondo di Private Equity che investe in aziende high-tech che ridisegnano il loro futuro attraverso soluzioni AI

Partner tecnologico

Microsoft

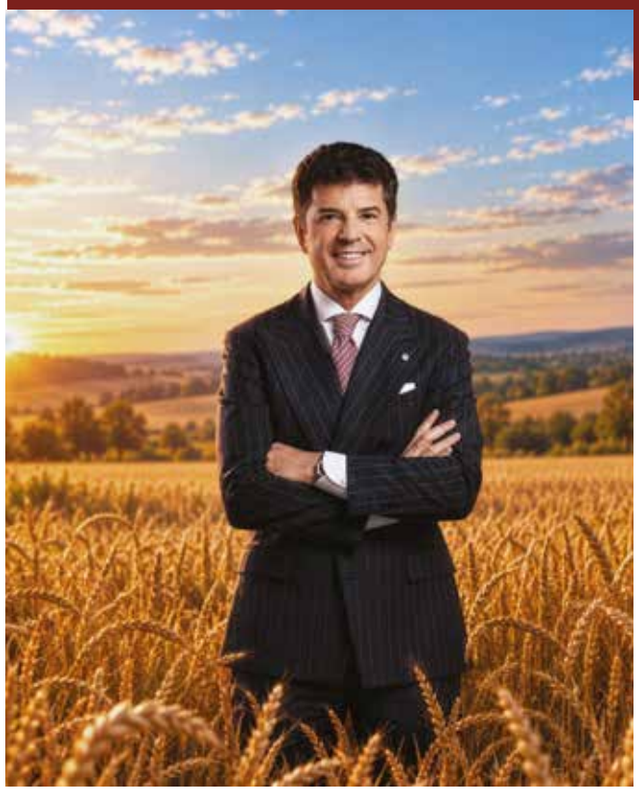
artificialintelligencepefund.com

SOMMARIO

ottobre - Novembre 2026

COVERSTORY

"LA LIBERTÀ SI OTTIENE ATTIVANDOCI": IL NUOVO TOUR DI BANCA MEDIOLANUM È CENTRATO SU UN APPELLO DALLA FORZA E DAL SENSO CON POCHI PRECEDENTI



8 **IL MESSAGGIO DI VOLPATO**
«Per costruirci un futuro sereno si deve agire oggi»

13 **PREVIDENZA DI BASE**
Le pensioni sono salve ma attenzione saranno sempre più magre

Focus REAL ESTATE

16 **FOCUS REAL ESTATE/1**
L'Italia riapre la partita immobiliare tra reddito, capitali e nuovi «veicoli» Ue

20 **FOCUS REAL ESTATE/2**
Mattoni incrinati? In Cina e Stati Uniti, non in Europa

MONDO

QUI NEW YORK DI GLAUCO MAGGI 66
Gli Usa del biasimato Trump sono un Paese in buona salute

COSMOPOLITICA DI A. MARGELLETTI 69
Canada, meglio provincia europea che "dependance" di Mar-a-lago

IL GIRO DEL MONDO IN 30 GIORNI 76
Treni di lusso, Arsenale trova un partner in Vietnam



SOMMARIO

INVESTIRE

23 L'INTERVENTO DI PRINCIPE (INTERMONTE)/ *Navigare tra utili robusti e geopolitica*

25 PARLA SAGRAMOSO (LEMANIK)/ *Gestori indipendenti per mercati in "Permacrisi"*

27 IL DILEMMA DEBITO PUBBLICO/ *La trappola del debito pubblico tra rischi e opportunità*

30 LA VIEW DELLO IOR SUI BOND/ *Il mercato obbligazionario secondo i gestori IOR*

32 TRIS D'ASSI TRA LE VALUTE ASIATICHE/ *Alla scoperta delle tre valute più vincenti*

36 BOLLE & AI/ *Quando scoppierà la bolla del Capex per l'intelligenza artificiale?*

40 CINA E USA SU TRAIETTORIE OPPOSTE/ *Usa reindustrializza, Cina frena*



44 ESG, L'ACRONIMO CHE NON FUNZIONA PIÙ/ *Meno tensione verso la sostenibilità*

47 IL VOLTO UMANO DEL RISIKO BANCARIO/ *I banchieri vinceranno con l'empatia*

48 ANAGINA E I CUSTODI DEL VALORE DI GENERALI/ *L'assemblea degli agenti assicurativi*

54 COLOMBANI (FIRST CISL) DIXIT/ *«I grandi patrimoni investano nell'economia reale»*

56 PRIVATE CREDIT TRA I GRANDI RISCHI/ *Il settore è in affanno e c'è chi teme che...*

RUBRICHE

35 INGLORIOUS GLOBASTARDS/ *Il giorno in cui è cambiato il sentiment sui titoli di Stato*

39 SPECIALE PROFESSIONE CONSULENTE/ *Priore spiega i pro della certificazione*

52 SEDIE E POLTRONE RETI/ *Fineco a tutto gas nel reclutamento di cf senior*

65 IL SISMOGRAFO/ *Un'Europa cresciuta senza visione può rinascere con la politica*

68 FINANZA REALE/ *Il mercato del private equity tiene grazie ai "big ticket"*

72 SEDIE E POLTRONE/ *Trabattoni è il nuovo ceo di Symphonia Sgr*

73 MATRICOLA DEL MESE/ *Con Nabla rossetto e cipria vanno in Borsa*

74 CONSENSUS/ *Trump e il "tradimento" di Warsh, le ragioni e cosa può succedere*

75 IL SOTTOSTANTE/ *Fase bond, i rendimenti sono il punto di forza*

80 EDUCAZIONE FINANZIARIA/ *Scommetti sui guai, lo schifo dei "prediction markets"*

81 BIBLIOTECA/ *Un saggio su Olivetti: quando la cultura guidava la proto-AI*

82 MALALINGUA/ *Alla scoperta del "Papa nero" del campo largo*

59 ALTA FORMAZIONE NEL PRIVATE CAPITAL/ *La proposta di Polimi e di CFA Society Italy*

60 LA SFIDA DI ANTHROPIC A WALL STREET/ *Tra incognite e rischi verso il listino*

62 MONZA RACCONTA BIP/ *Una nuova storia di successo nel private equity*



CHANGEMAKER

SALONE.SRI 2026 XI EDIZIONE

SALONE.SRI
XI EDIZIONE

UN EVENTO

ETGroup
THE ESG KNOWLEDGE COMPANY

Gli Esg non stanno scomparendo, stanno cambiando.

Cambia il modo di gestirli e raccontarli, con una narrativa focalizzata sugli elementi identitari e capaci di generare alpha, moderare il rischio e darecredibilità alle strategie. Gli Esg sono poi agente del cambiamento.

Dai consulenti ai gestori, dagli investitori istituzionali al mondo bancario e assicurativo, dalle imprese ai family business, l'intera catena dell'investimento si muove alla ricerca di nuovi purpose. In questo senso, si trasformano prodotti, strategie e relazioni tra i soggetti.

17-18
NOVEMBRE
BORSA ITALIANA

www.**salonesri**.it

LA LIBERTÀ **SI OTTIENE** ATTIVANDOCI SUBITO

di Sergio Luciano

IL NUOVO TOUR DI BANCA MEDIOLANUM, È FOCALIZZATO SU UN APPELLO DALLA FORZA E DAL SENSO CON POCHI PRECEDENTI. LO PROPONE STEFANO VOLPATO, DIRETTORE COMMERCIALE DELL'AZIENDA: «POSSIAMO COSTRUIRCI UN FUTURO SERENO MA DOBBIAMO AGIRE OGGI»

Avere "il sole in tasca" sì, perché l'ottimismo è sano, è bello e sostiene; essere inconsapevoli dei problemi e dei rischi che ci minacciano, no. Per vivere bene domani, dobbiamo agire bene oggi, anche sul fronte del nostro risparmio. Parola di **Stefano Volpato**, direttore commerciale di **Banca Mediolanum** ed anche il testimonial più assiduo e appassionato di un pensiero forte, un pensiero ormai diventato una missione sociale e culturale: esortare appunto le persone a costruirsi oggi un benessere non più scontato, che dipende sempre più dalla responsabilità individuale.

Quest'approccio, nella tradizione di **Banca Mediolanum**, c'è da sempre, ma sta vivendo un salto di qualità. Accanto all'ottimismo identitario del fondatore, **Ennio Doris** – che resta integro ed è schiettamente incarnato dai suoi figli, **Massimo** e **Sara**, al vertice del gruppo – si invoca e si insegna ai clienti (e in realtà a tutta la società) la necessità di questa nuova consapevolezza. È un ottimismo didattico, dunque, che insegna un metodo di pianificazione finanziaria della vita di ciascuno di noi, imperniato sulla capacità di seminare futuro per raccogliere benessere, indicando i gravissimi rischi che si corrono non attivandosi. «Siamo in un periodo di grandi cambiamenti», esordisce Volpato, in quest'intervista con Investire in cui anticipa i temi del suo road show autunnale *La libertà a portata di mano*, imperniato appunto sulla pianificazione del benessere futuro. «Vedo quattro cambiamenti di contesto che impattano in modo nuovo sulle nostre vite. È fondamentale capire in che modo ce le cambieranno. Partirei da questo».

Qual è il primo dei quattro?

La demografia. La guardiamo di solito in un'ottica estetica, come un grafico astratto, e invece ha un impatto devastante. Perché? Perché la demografia crea cluster di popolazione con bisogni diversi, bisogni che in passato, in massima parte, venivano soddisfatti dal welfare statale. Ebbene: se abbiamo sem-



Stefano Volpato, direttore commerciale Banca Mediolanum

pre puntato su quest'equilibrio che la struttura demografica di ieri garantiva, il disequilibrio di oggi farà saltare il banco. Aumentano i beneficiari dei sistemi pensionistico e sanitario, mentre diminuisce il numero dei contribuenti.

Il secondo cambiamento?

La nuova struttura familiare della società. In passato, ai nostri bisogni nell'ultima parte della vita, accanto al welfare statale rispondeva anche una struttura di solidarietà molto efficiente, quella familiare. Ora, quando ci raccontiamo che entro il 2050 il 45% delle famiglie sarà unipersonale, capiamo che salta il banco anche lì. Quel meccanismo per cui i genitori si occupano dei figli quando sono giovani, i figli si occupano dei genitori quando sono adulti, e la famiglia assorbe tutti gli shock intergenerazionali si sta inceppando. E c'è di più!

Cos'altro?

Il mio amatissimo professore d'italiano al liceo, che abitava a Treviso, un giorno invitò tutta la classe – eravamo molto legati – a fare un brindisi nella sua nuova casa. Mentre ce la mostrava, ci disse una frase che non ho più dimenticato: con i soldi dello stipendio ho comprato questa casa, con le lezioni private l'appartamento al mare. Oggi non sarebbe possibile. Non è un dettaglio nostalgico: è la misura di quanto si sia spostato il terreno sotto i piedi di un'intera categoria sociale.

Il terzo cambiamento è la tecnologia, immagino.

Sì, siamo di fronte alla più grande rivoluzione tecnologica dai tempi dei computer, e non sappiamo con esattezza dove ci porti. Sul piano occupazionale sembra che qualche preoccupazione ce la possa riservare. In ogni caso è uno sconvolgimento tutto da interpretare.

E il quarto, è la longevità, che è una bellissima cosa.

Sì, ed è il cambiamento che sottolineo di più. Abbiamo sempre parlato di una vita in tre terzi: venticinque anni per formarsi, venticinque per lavorare, venticinque dopo il lavoro. Oggi io racconto di una vita in quattro quarti. Non so se riguarderà chi è seduto a questo tavolo, ma mediamente coinvolgerà la gran maggioranza delle persone: su questo non ci sono dubbi.

«I cambiamenti vanno letti con grande attenzione e profondità. Se una persona si tara sui 75 anni e vive fino a 100... quantomeno ha sbagliato i conti»

Il rischio, quindi, è di fare scelte giuste per il mondo com'era ieri, mentre il mondo è cambiato e richiede scelte diverse.

Esattamente. Facendo leva sulla capacità di risparmio individuale, ovvero il welfare personale. Ma se i cambiamenti non li leggi con grande attenzione, rischi che le tue scelte siano quelle corrette per un contesto in cui tu non vivi più. Se una persona si tara sui 75 anni e vive fino a 100, quantomeno ha sbagliato i conti. E a complicare il quadro c'è un altro tema di cui dobbiamo avere assoluta chiarezza: la percezione.

Cioè?

Quando io parlo a una persona di sessant'anni dell'ottuagenario che sarà tra venti, suscito una reazione di allontanamento. E' come se gli stessi parlando di un'altra persona. La sua mente si rifiuta di identificarsi in qualcosa che è molto in là nel tempo. Qui sta il punto: parliamo di un fenomeno positivo, la longevità, e lo facciamo anche con delicatezza, eppure le persone la vivono come una sorta di spersonalizzazione. Inconsciamente pensano: questo ragionamento non riguarda me...

Aggiungiamoci l'analisi delle risorse disponibili, che pochi sanno fare!

I conti dell'Inps sono, usando un eufemismo, drammatici, e il numero dei contribuenti andrà sempre più assottigliandosi mentre i percettori aumenteranno. È evidente che, quando parliamo di risorse, sempre meno potremo far ricorso al welfare pubblico mentre il welfare familiare si assottiglierà perché non ci sono i figli, o perché i figli non hanno ricchezza da condividere, o non vivono in prossimità dei genitori. Rimane quindi soltanto il welfare personale: le risorse che ogni persona autonomamente – e io aggiungo responsabilmente – va a crearsi.

La quota della pensione pubblica rispetto al reddito attuale da lavoro attesa dai lavoratori, per tipologia di lavoro svolto (Val%)

Secondo Lei, a quale percentuale del suo reddito attuale da lavoro corrisponderà la pensione pubblica che percepirà?

	Autonomo	Dipendente	Totale
Meno del 40%	44,2	21,1	24,7
Tra il 40 e il 60%	37,7	48,6	46,7
Più del 60%	6,5	19,6	17,4
Non so	11,6	10,7	11,2
Totale	100,0	100,0	100,0

Fonte: Indagine Censis, 2026



E su quelle risorse i numeri cosa dicono?

In Italia la ricchezza netta, immobili più finanza, è di circa 11.800 miliardi. Ma guardare al totale distrae, bisogna clusterizzare, per capire. Ebbene: oggi in Italia 12 milioni di persone hanno una ricchezza complessiva inferiore ai 20mila euro, e altri 20 milioni dispongono di una ricchezza fra i 20mila e i 100mila. Fanno 32 milioni di italiani che, tra casa e patrimonio finanziario, stanno sotto i 100mila euro.

E poi? Gli altri numeri del contesto?

Ci sono 14 milioni e 800mila di "over 65 anni" e 2 milioni e mezzo di "over 85", oggi. Il 5,4% degli anziani conosce la multimorbilità: confesso che non sapevo neanche cosa fosse, è la presenza contemporanea di due patologie croniche. Al 2050, l'abbiamo detto, il 45% delle famiglie sarà unipersonale. La protezione, intesa come cessione del rischio di non autosufficienza a una compagnia di assicurazione, in Italia non è praticata: non esiste. La previdenza complementare conta oggi circa 10 milioni di iscritti. Peccato che la Covip ci dica che i livelli di partecipazione sono disomogenei, che le contribuzioni sono insufficienti e soprattutto discontinue – uno inizia, versa qualche premio, poi smette e non riprende più – e che, dulcis in fundo, le scelte di investimento non sono coerenti con gli obiettivi.

Quindi la gente è sprovveduta...?

Occupiamo l'ultimo posto tra i Paesi Ocse per alfabetizzazione finanziaria. Quindi la cultura finanziaria non ci può venire in aiuto, semplicemente perchè non ce l'abbiamo! Il risultato è il tema della longevità che, per il suo essere inedito e differito nel tempo, è ampiamente sottostimato. Non è compreso. Balliamo sul Titanic. È l'immagine più realistica che mi viene, purtroppo!

E invece, diventando consapevoli?

Allora potremmo cominciare a ridurre l'entità del problema, a mitigarlo. E ci riusciamo se abbiamo chiaro dove abitano le soluzioni. Le soluzioni si chiamano tempo, mercato e fisco. Il tempo che passa, il mercato finanziario che rende e il fisco che incentiva.

Prima delle soluzioni nuove, però, lei chiede di fare i conti con quelle vecchie.

Sì, e ci tengo. Sul tavolo ci sono il bonus di 1.000 euro per i nuovi nati, i versamenti mensili da 10 euro ed altre misure allo studio. Ma dovremmo fare un punto-nave delle soluzioni già introdotte, e capire perché i provvedimenti presi nel tempo hanno funzionato poco o hanno fallito. La previdenza complementare, o comunque la previdenza privata, esiste da tantissimo tempo: quando io ho iniziato a fare questo lavoro, quarant'anni fa, c'era già.

Ed è servita a poco, si direbbe! Ma così com'è oggi conviene?

Lasciamo parlare i numeri. Oggi la soglia deducibile per un piano individuale pensionistico è stata portata da 5.164 a 5.300 euro all'anno. Cinquemilatrecento euro – cioè 440 euro al mese - investiti per quarant'anni al 5,18%, che è il rendimento medio del nostro prodotto negli ultimi vent'anni, portano il capitale finale a 709mila euro. A questo vantaggio si aggiunge la deducibilità fiscale riconosciuta dallo Stato, che va da un minimo del 23% a un massimo del 43%, diciamo che mediamente cuba il 33%. Il 33% di 5.300 euro fa 1.750 euro che tornano in tasca tua. Se investi anche quelli, allo stesso tasso e per la stessa durata, dopo 40 anni ti trovi altri 234mila euro. Totale: con un risparmio di 440 euro al mese per quarant'anni ti ritrovi un capitale di 943mila euro. E se 440 sono troppi, ricordo che 220 sono la metà, e la metà di 943mila fa comunque 470mila euro.

Sono numeri che parlano: la previdenza privata conviene eccome!

Ma non bastano i numeri. Il tema vero non è soltanto incentivare la scelta giusta: è capire qual è il percorso che serve per compierla, con una guida qualificata, affinché una scelta logica, intelligente, previdente venga poi mantenuta nel tempo e addirittura, quando serve, adeguata. Perché ci sarà sempre un'auto da cambiare, ci sarà sempre un viaggio da fare, intaccando in parte i risparmi, e sarà sempre in agguato la scorciatoia mentale del "intanto devo vivere oggi, domani non ho la certezza, vedremo".

Sul fronte delle risorse tanto si può ottenere però, se si è lavoratori dipendenti, utilizzando il Tfr.

Sì, prendiamo il caso di una persona con

uno stipendio medio e ancora una trentina d'anni di Tfr da accantonare davanti a sè. Il vantaggio che nasce dal combinato disposto di un fisco più amico e di un rendimento più efficiente è di oltre 100mila euro, alla fine. Pochi? Tanti? È esattamente la ricchezza finanziaria media degli italiani. La raddoppia! Non mi pare poco!

Nel dettaglio come si presenta il confronto tra investire autonomamente le trattenute per il Tfr o lasciarle in azienda?

Provo a spiegarlo come faccio con un lavoratore dipendente qualsiasi, a casa sua. Se lasci il Tfr in azienda, la tassazione va dal 23 al 43% in funzione dell'aliquota marginale media degli ultimi cinque anni; se lo sposti nel fondo, oscilla fra il 15 e il 9%. È come se uscissi da lì, andassi dal commercialista e lui ti dicesse: se la tua dichiarazione la faccio su questo foglio bianco paghi il 35, se la faccio su questo foglio giallo paghi il 15. E tu rispondessi: guarda, ci penso un attimo. Sarebbe un assurdo, giusto?

Giusto. Ma sul rendimento?

Il Tfr lasciato in azienda, per legge, riconosce al dipendente un rendimento composto da un 1,5% fisso più il 75% dell'indice di adeguamento dei prezzi negli ultimi vent'anni. Fa un totale del 2,32%. Il confronto con il rendimento medio del 5,18%, citato poco fa per lo stesso periodo, è chiarissimo. Di solito sento un'obiezione: sì, ma se quei soldi intanto mi servissero? Guardiamo ai fatti. Per comprare la prima casa, il Tfr in azienda consente un anticipo del 70%; il fondo pensione arriva al 75% dopo otto anni. Per le spese sanitarie, il confronto è 70% contro 75%, con il vantaggio che nel fondo l'accesso è possibile in qualsiasi momento. Per altre necessità personali, il Tfr in azienda non prevede anticipazioni, mentre il fondo pensione permette di ottenere fino al 30% dopo otto anni. E non finisce qui: il fondo pensione consente più richieste di anticipo nel tempo, è impignorabile e può beneficiare del contributo del datore di lavoro. Tre vantaggi che il Tfr lasciato in azienda non offre.

«Bisogna legiferare correttamente, ma anche creare una sorta di sensibilizzazione culturale che ci obblighi ad adottare le soluzioni giuste per evitare un costo sociale così alto»

Nessun confronto: molto più pratica la strada privata. Resta però il capitolo della liquidità.

Che è il terzo elemento. Se conservo il 30-35% delle mie risorse finanziarie in liquidità, e negli ultimi 44 anni il mercato azionario mondiale ha moltiplicato per 94 volte il capitale investito, è evidente che quel moltiplicatore io non l'ho sfruttato. Non l'ho solo perso: non l'ho proprio mai avuto.

Un gran peccato, un autolesionismo. Torniamo alle proposte in campo. Quella sui neonati le piace?

Moltissimo, ed è di gran lunga migliore sia della formulazione tedesca sia di quella americana. La proposta sarebbe: mille euro alla nascita, versamenti da dieci euro al mese fino ad arrivare a 10-12mila euro, e accesso al capitale al settantesimo anno d'età. Tempo lunghissimo e mercato efficiente: una combo straordinaria. Il Trump account americano, invece, non mi convince perché è troppo corto: dirti "ti do mille dollari a diciotto anni, fanne quello che vuoi" è poco più che una mancia. Però gli americani hanno avuto una grande intuizione istituendo la formula cosiddetta del 401(k):hanno reso il risparmio pensionistico la scelta predefinita, rendendo automatica l'adozione di un comportamento virtuoso senza dover compiere un'azione attiva. Numeri alla mano, è la forma di investimento che sta generando in assoluto più milionari al mondo.

Qualcosa si muove, allora! Che cosa manca?

Manca la consapevolezza piena e diffusa che un popolo civile non può permettersi un costo sociale così grave. Non ci possiamo permettere che milioni di persone perdano autonomia finanziaria e quindi libertà individuale, il costo è troppo alto. Bisogna legiferare correttamente, certo, ma serve anche creare una sorta di movimento di sensibilizzazione culturale che ci obblighi ad adottare le soluzioni.

La politica in questo l'aiuta?

In linea generale credo che manchi il coraggio di dire come stanno le cose,

e non vedo nessuno spingere davvero, per esempio, sull'aumento della contribuzione per i giovani.

C'è un paradosso in quello che ci racconta: Banca Mediolanum predica una linea che nell'immediato non porta il business più facile...

Sembra un paradosso, e non riguarda solo la nostra realtà. Il professionista subisce esattamente la stessa dinamica che porta in errore la persona che chiamiamo cliente. Quando io ti parlo di un progetto in cui, prendendo le giuste decisioni e rimanendo costanti nel lungo termine, costruisci un grande risultato, sto andando controcorrente rispetto al modello prevalso negli ultimi anni sul mercato: raccogliere risparmio per investimenti a breve-medio termine...Ma questa non è mai stata la nostra linea!

Quindi qual è oggi la sfida vera dell'industria del risparmio?

Sostituire l'informazione con l'attivazione. Non più "ti informo" ma "ti attivo". È la nostra grande sfida.

E la dimensione personale, relazionale, col cliente? Lei insiste molto sul fatto che per farsi capire non basta parlare di numeri.

Insisto su questo punto perché o entri nelle pieghe delle conseguenze, oppure fai un'analisi che resta in superficie. Stamattina ero al telefono con un'amica: la mamma, per una specie di benedizione, è in una Rsa nel Vicentino, e mi diceva che, quando va a trovarla, la signora pensa quasi di essere in vacanza. Bene: ma noi lo sappiamo qual è il prezzo di quella serenità, e chi lo paga. Chi non ha risparmiato, chi non ha risolto, chi non ha nessuno accanto, quel prezzo invece o deve scaricarlo su altri, o non lo paga affatto e ne subisce le conseguenze. Rischiamo un dramma collettivo, e non sarà il dramma di una persona: sono milioni.

C'è un episodio che le è rimasto impresso, su questo tema?

Me lo ha raccontato un caro amico e mi ha colpito moltissimo. Sua madre è morta a 92 anni. Lui andava a trovarla tutte le domeniche, e lei lo accoglieva così: tesoro, cosa ti offro, ti ho preparato questo, vieni che ti faccio vedere l'imbottita nuova, il servizio di piatti che mi sono presa. E ogni tanto lo guardava e gli chiedeva: tutto bene? Hai bisogno di qualcosa? Sicuro? Ecco, il mio amico dice: io a mia mamma ho regalato un po' di tempo, ed era giusto farlo; ma lei mi ha regalato la sua autonomia. Proviamo a immaginare la stessa madre senza autonomia fisica e senza risorse. La salute non la decidiamo noi. Ma una cosa è non averla e disporre di risorse per aiutarsi; un'altra è che debba pensarci qualcun altro. Sul fronte dell'assistenza siamo in affanno, e i numeri sono impietosi.

Un'ultima cosa: quanto costa aspettare anziché agire?

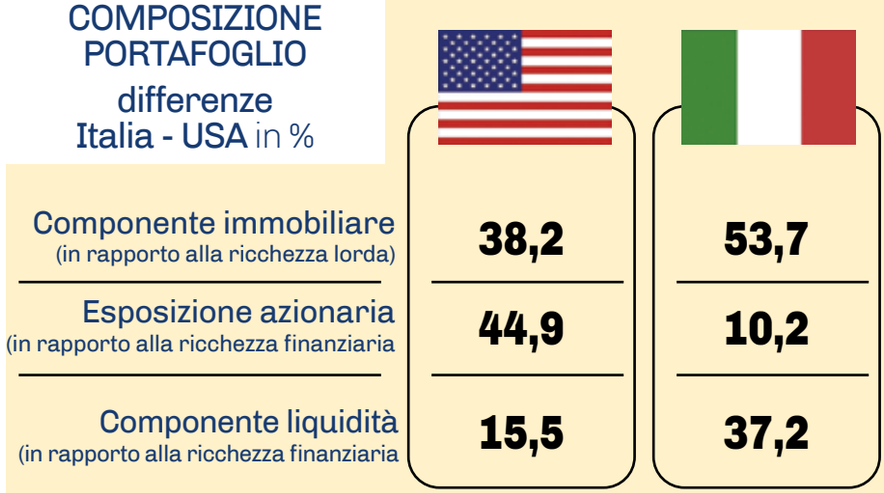
Molto più di quello che la gente immagina, ed è il punto più difficile da far capire. Il costo del ritardo di qualche anno in una scelta è clamoroso, perché nella curva della capitalizzazione degli interessi il tempo non funziona per sottrazione. Se togli cinque anni non stai togliendo il pezzetto finale della curva: stai facendo scivolare in basso l'intera curva. Non è un pezzo che manca. È tutto il disegno che si abbassa.

L A RICCHEZZA DELLE FAMIGLIE
Variazione ricchezza nominale 2004-2023



Fonte: Elaborazione AIPB su dati Global Wealth Databook UBS, Global Wealth Report UBS, dati al 31.12.2023

COMPOSIZIONE PORTAFOGLIO
differenze Italia - USA in %



Fonte: Elaborazione Ufficio Market Intelligence di Banca Mediolanum su dati OECD, Bankitalia, Prometeia, Covip, NAIC, Federal Reserve

PENSIONI **SALVE** PERÒ MAGRISSIME

di Riccardo Venturi

È DAL '92 CHE GLI ALLARMI SI SUSSEGUONO DA PARTE DI TUTTI GLI OSSERVATORI ECONOMICI: LA PREVIDENZA PUBBLICA SOPRAVVIVRÀ AL PREZZO DI TAGLIARE DI NETTO LE PRESTAZIONI

Inutile girarci attorno: **è scattato l'allarme rosso**. Non sulla tenuta del welfare, che non fallirà, ma senza dubbio sui livelli di prestazione del sistema, sia lato pensione, sia lato assistenziale. E non è certo una novità: da oltre trent'anni il welfare italiano convive con questo allarme mai sopito, lanciato e rilanciato da governi, istituzioni europee, organizzazioni internazionali e dagli stessi enti previdenziali, con cadenza quasi regolare, che oggi è più che mai centrale nel dibattito pubblico, con numeri sempre più difficili da ignorare.

L'allarme, del resto, precede di un decennio buono la sua prima formulazione esplicita da parte della Bce. Già **la riforma Amato del 1992** nasce sotto la pressione dei mercati e delle istituzioni internazionali, in un contesto in cui il rapporto tra debito pubblico e Pil rischiava di sfuggire di mano; e per tutti gli anni Novanta l'Ocse, nei suoi Economic Survey periodici dedicati all'Italia, torna a segnalare come la spesa previdenziale italiana assorba una quota del Pil sensibilmente superiore a quella degli altri Paesi industrializzati, un divario strutturale che nemmeno il passaggio al metodo di calcolo contributivo introdotto dalla **riforma Dini nel 1995** riesce a colmare nel breve periodo.

Il primo richiamo formalizzato arriva dalla Bce, che nel 2000 scrive della necessità di sostituire gradualmente i sistemi a ripartizione con quelli a capitalizzazione. **L'Ocse certifica nel 2009 che l'Italia ha il sistema pensionistico più costoso dell'organizzazione** (15,4% del reddito nazionale contro il 7,8% medio); nel 2011 la crisi dello spread impone la Fornero; nel 2012 l'Ageing Report Ecofin segnala pressioni crescenti sulla long-term care. Il giudizio Ocse resta a due facce negli anni successivi: nel 2013 promuove la sostenibilità finanziaria della riforma ma boccia l'adeguatezza dei trattamenti – ecco il nodo dei livelli di prestazione; nel 2014 torna a puntare il dito sulla spesa, pari al 32% del bilancio pubblico contro il 18% medio. I**l richiamo più netto sul fronte pensionistico arriva nel 2019, quando la Commissione europea scrive che "la sostenibilità di lungo periodo assicurata dalle passate riforme del sistema pensionistico si sta lentamente deteriorando",** con la spesa tornata a crescere di circa 2 punti di Pil dopo l'introduzione di quota 100. Nello stesso periodo l'Osservatorio sui conti pubblici italiani, guidato da **Carlo Cottarelli**, calcola che contenere l'impatto del calo demografico sulla spesa pensionistica richiederebbe un aumento del tasso di fecondità dall'1,24 al 2,1 per donna, un obiettivo giudicato irrealistico anche con politiche di natalità molto aggressive. Gli anni più recenti condensano allarmi su entrambi i fronti, pensioni e assistenza, quasi a cadenza annuale. **Nel 2023 il Consiglio di indirizzo e vigilanza dell'Inps segnala il rischio per "l'equilibrio finanziario del sistema pensionistico"**, con la spesa salita a 317 miliardi di euro (15,2% del Pil) e un indice di dipendenza tra giovani e over 65 arrivato al 41%, contro una media europea del 36%. Nell'agosto 2024 è il governatore di Bankitalia, **Fabio Panetta**, a intervenire al Meeting di Rimini: **il**



Nella foto Fabio Panetta governatore di Bankitalia



calo demografico, avverte, "avrà effetti negativi sui sistemi pensionistici, sul Servizio sanitario nazionale e sulla sostenibilità del debito pubblico", ci vogliono quindi più occupazione di giovani e donne e più ingressi regolari di lavoratori stranieri. **Poche settimane dopo l'Inps**, presentando il proprio rapporto annuale relativo al 2023 — 16 milioni di pensionati per una spesa complessiva di quasi 347 miliardi di euro — **torna a segnalare come le uscite anticipate stiano mettendo sotto pressione un sistema già condizionato dall'invecchiamento della popolazione**, mentre secondo l'**Istat** il tasso di natalità è sceso a un minimo storico di 1,18 figli per donna, ben lontano dai 600mila nati l'anno che gli stessi esperti dell'istituto indicano come soglia minima per mantenere in equilibrio l'impianto del welfare.

Sul fronte sanitario, il Country Report 2026 della Commissione europea dedicato all'Italia certifica un peggioramento dell'accesso alle cure: nel 2024 il 9,9% della popolazione ha rinunciato a prestazioni sanitarie necessarie, contro il 6,3% del 2019, soprattutto per le liste d'attesa, mentre la spesa privata delle famiglie (23,7% del totale) resta ben sopra la media Ue del 14,9%. Nel luglio 2025, davanti alla Commissione parlamentare d'inchiesta sulla transizione demografica, anche l'Ufficio parlamentare di bilancio invita a "non abbassare la guardia" sulla spesa sanitaria e per la long-term care, definendo "sfidante" ma non ancora fuori controllo la traiettoria fino al 2070, con un incremento stimato di 0,5-0,6 punti di Pil per la sola componente di assistenza continuativa agli anziani. **A completare il quadro, l'Ocse nel novembre 2025 stima che la popolazione attiva italiana si ridurrà di oltre il 35% nei prossimi quarant'anni, uno dei cali più marcati dell'area**. La fotografia scattata dalle fonti ufficiali conferma che l'allarme non è mai stato retorico. **Secondo il XXIV Rapporto annuale dell'Inps, nel 2024 la spesa per pensioni delle gestioni previdenziali ha raggiunto 286 miliardi di euro; al netto delle componenti assistenziali si scende a 258 miliardi, pari all'11,8% del Pil, mentre la spesa pensionistica complessiva sale al 15-16% del Pil, quasi il doppio della media Ocse e ancora il secondo valore più alto d'Europa dopo la Grecia**. Il tasso di sostituzione, cioè il rapporto tra la prima rata di pensione e l'ultimo stipendio, è in Italia al 59%, quasi 14 punti sopra la media Ue. Le proiezioni della Ragioneria Generale dello Stato indicano un picco del 17% circa nel 2040-2041 — la "gobba" legata all'uscita dei baby boomer — seguito da una discesa verso il 13-14% nel 2070, mentre il rapporto tra occupati e pensionati, oggi pari a 1,47, è atteso scendere a circa 1 nel 2060 e l'indice di vecchiaia, già a quota 199,8 nel 2024 per l'Istat, continuerà a salire.

Secondo il Rapporto sull'invecchiamento 2024 realizzato dal Mef per la Commissione Europea, nel 2022 la cosiddetta Pension System dependency ratio (Sdr), ovvero il rapporto tra numero di pensionati e di lavoratori attivi, indicatore cruciale della capacità di tenuta del sistema previdenziale, era pari a 0,63, un valore considerato a rischio. Il rapporto stimava che l'indice sarebbe salito a 0,7 nel 2030; ma nell'aprile del 2025 l'Inps ha dichiarato che si era saliti a 0,76. Infatti siamo al penultimo posto al mondo per sostenibilità del sistema pensionistico, secondo il **Mercer CFA Institute Global Pension Index 2025**.

A pesare sono anche la cultura e la pratica dell'assistenzialismo. Come ricorda **Alberto Brambilla**, presidente del **Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali**, «Le uscite nette per pensioni al netto dell'Irpef nel 2024 sono pari a circa 195 miliardi. La quota che nello stesso anno il governo ha trasferito all'Inps per pagare tutte le assistenze, quindi l'assegno unico universale per i figli, il bonus bebè, la 14esima mensilità per i pensionati, l'importo aggiuntivo, l'integrazione al minimo, la maggiorazione sociale, la social card, la carta dedicata a te, eccetera, è pari a 180 miliardi. Totalmente a carico della fiscalità generale. **I pensionati sono 16.305.000, e quelli totalmente o parzialmente assistiti sono il 43%, circa 7 milioni**». La spesa per l'invalidità civile è passata da 17,5 miliardi nel 2014 a 22,3 miliardi nel 2024 (+27% in dieci anni), per un totale di 34 miliardi includendo la componente previdenziale e 4,3 milioni di prestazioni erogate, con un'accelerazione che diversi osservatori collegano alla fine del Reddito di Cittadinanza. Resta, sullo sfondo, il nodo più politico: congelare l'aggancio dell'età pensionabile alla speranza di vita costerebbe, secondo Ragioneria e Ufficio parlamentare di bilancio, circa 30 punti di debito pubblico in rapporto al Pil entro il 2070. Trovare l'equazione che permetta di tenere assieme sostenibilità e adeguatezza sembra sempre più una missione impossibile, perfino per l'intelligenza artificiale.



RSM Società di Revisione e Organizzazione Contabile S.p.A. is a member of the RSM network and trades as RSM. RSM is the trading name used by the members of the RSM network. Each member of the RSM network is an independent accounting and consulting firm, each of which practices in its own right. The RSM network is not itself a separate legal entity of any description in any jurisdiction. The RSM network is administered by RSM International Limited, a company registered in England and Wales (company number 4040598) whose registered office is at 200 Aldersgate Street, London, EC1A 4HD, United Kingdom. The brand and trademark RSM and other intellectual property rights used by members of the network are owned by RSM International Association, an association governed by article 60 et seq of the Civil Code of Switzerland whose seat is in Zug. © RSM International Association, 2026.

L'IMMOBILIARE NEL BELPAESE

L'ITALIA RIAPRE LA PARTITA IMMOBILIARE TRA REDDITO, CAPITALI E NUOVI «VEICOLI» UE

di Cristina Giua

DALLA CASA ALLA LOGISTICA, DAGLI STUDENTATI AI FONDI IMMOBILIARI: IL MATTONE TORNA A INTERCETTARE CAPITALI IMPORTANTI MA PER L'INVESTITORE RETAIL LA SFIDA È SCEGLIERE TRA PROPRIETÀ DIRETTA E STRUMENTI FINANZIARI, VALUTANDO I DATI DI RENDIMENTO, LIQUIDITÀ, RISCHIO E COSTI

Il mattone italiano sta cambiando pelle, o almeno ci prova. Non è soltanto una questione di prezzi delle abitazioni o di numero di compravendite: il vero tema, per chi guarda al real estate con gli occhi dell'investitore, è la trasformazione del rapporto tra capitale, immobili e gestione. Dopo la fase segnata dall'inflazione, dall'aumento del costo del denaro e dalla conseguente prudenza degli investitori, il mercato europeo ha ritrovato una maggiore capacità di attrarre capitali. In questo quadro, sarà per via crisi economico-politica della Germania del cancelliere **Mertz**, sarà il debito pubblico della Francia di un **Macron** a fine mandato, ma l'Italia (a pari con la Spagna) è tornata tra i Paesi europei che stanno mostrando maggiore appeal, sia per gli investitori istituzionali classici (banche, fondi immobiliari, casse previdenza), sia per gli investitori retail, inteso come quella vasta platea di soggetti pri-vati autonomi o supportati da professionisti come consulenti, intermediari finanziario, private banker, wealth manager o family office, in base alla consistenza e diversificazione patrimoniale.

Il fatturato complessivo dell'industria immobiliare italiana, secondo il monitoraggio di **Scenari Immobiliari**, ha raggiunto nel 2025 circa 162,7 miliardi di euro, in crescita del 7,1%, mentre per il 2026 la previsione sale a 176,8 miliardi, con un incremento dell'8,7 per cento. Il residenziale resta il comparto principale del mercato, non per capitale, ma per volume di operazioni: nel 2025 ha generato circa 134 miliardi di euro, mentre le compravendite di abitazioni sono state circa 770mila. Per la fine del 2026 è ragionevole pensare di arrivare ad un volume di circa 800mila transazioni abitative.

Ma attenzione: il ritorno dell'immobiliare non significa necessariamente ritorno al semplice acquisto della casa. Per un investitore retail l'esposizione al real estate può assumere for-me diverse: dalla seconda casa acquistata per essere messa a reddito a una quota di un fondo immobiliare, dalle azioni di società immobiliari quotate agli strumenti collettivi, fino alle operazioni, di nicchia ma comunque sempre più diffuse, come quelle di crowdfunding. Cambiano la liquidità, la fiscalità, il livello di diversificazione, l'orizzonte temporale



e so-prattutto il lavoro necessario per gestire l'investimento. La domanda, dunque, non è se il mattone sia tornato interessante in assoluto. È capire come entrarci e soprattutto quale parte del ciclo immobiliare si vuole acquistare.

IL CAPITALE IN CERCA DI REDDITO

Il segnale che arriva dal mercato europeo è quello di una raddoppiata attenzione agli im-mobili capaci di produrre flussi di cassa. La fase in cui l'investitore poteva contare soprat-tutto sull'aumento del valore del bene sembra lasciare spazio a una logica più selettiva: qualità dell'immobile, solidità dell'inquilino, durata dei contratti, posizione, costi di gestio-ne e capacità di mantenere il valore nel tempo.

Nel 2025, sempre secondo Scenari Immobiliari, il patrimonio mondiale di fondi immobiliari quotati, non quotati e REIT ha raggiunto 5.110 miliardi di euro, mentre in Europa il patri-monio complessivo è arrivato a circa 1.730 miliardi. In Italia il comparto dei fondi immobiliari istituzionali ha continuato a crescere, all'interno di un mercato nel quale la selezione degli asset e la capacità di generare reddito assumono un peso crescente. È una dinamica che riguarda anche gli investitori individuali. Un piccolo proprietario che acquista un ap-partamento da mettere in affitto, in fondo, sta facendo la stessa cosa di un grande investi-tore che compra un edificio locato: cerca un flusso di reddito e, possibilmente, la conser-vazione o la crescita del capitale. La differenza sta nella scala e nella possibilità di diversifi-care.

LA RICCHEZZA FA MOBILITARE L'INDUSTRIA DEL REAL ESTATE

Il potenziale italiano parte da una base patrimoniale enorme. Alla fine del 2024, secondo Banca d'Italia, la ricchezza netta delle famiglie italiane, comprendendo attività non finan-ziarie e finanziarie al netto delle passività, ammontava a 11.732 miliardi di euro. Di questi, 6.761 miliardi erano attività non finanziarie e il valore delle abitazioni raggiungeva 5.662 miliardi. Non tutta questa ricchezza è naturalmente investibile. Una parte significativa è rappresentata dalla prima casa e, soprattutto, si tratta di una ricchezza immobiliare da cui è difficile estrarre liquidità, senza vendere il bene o ricorrere al credito. Ma il dato aiuta a comprendere la dimensione della potenziale trasformazione: una quota crescente del patrimonio privato può essere avvicinata a forme di investimento immobiliare più diversificate, professionali e liquide. E il passaggio dal concetto di "possedere una casa" a quello di "avere un'esposizione al real estate" sono due cose molto diverse.

Il fatturato complessivo dell'industria immobiliare italiana è in crescita: 162,7 miliardi di euro nel 2025 (+7,1%), mentre per il 2026 la previsione sale a 176, miliardi (+8,7%)



Nella pagina a fianco: Mario Breglia, presidente di Scenari Immobiliari; sopra Daniele Martignetti amministratore delegato di Gabetti Agency

Per il wealth management questa distinzione è destinata a diventare più importante. Un portafoglio familiare può già contenere una quota implicita enorme di immobiliare attraverso l'abitazione principale. Aggiungere una seconda casa significa aumentare ulteriormente la concentrazione sullo stesso fattore di rischio. Un'esposizione indiretta, invece, può consentire di diversificare per settore: residenziale in locazione, logistica, student housing, uffici, hospitality, retail. Il punto non è quindi trasformare ogni investitore in un proprietario immobiliare. È valutare quale esposizione al real estate abbia senso all'interno del patrimo-nio complessivo.

LA LETTURA DEGLI "ADDETTI AI LAVORI"

Mario Breglia, presidente di **Scenari Immobiliari,** intervenendo alla trasmissione radio *"Conti in tasca"* condotta da **Sergio Luciano**, ha descritto così il comportamento dei capitali: «I capitali stanno arrivando ancora di più nell'immobiliare. Anche il grande investitore internazionale, di fronte a una fase di forte turbolenza, tende ad aumentare la componente immobiliare del portafoglio. Naturalmente non si tratta di comprare un box, ma di privilegiare investimenti a reddito nelle grandi città europee: uffici, centri commerciali ben posi-zionati, negozi e soprattutto logistica. Tutto ciò che può garantire un flusso di cassa inte-ressa oggi più della semplice prospettiva di rivalutazione nel tempo. È un segnale che può essere interessante anche per le famiglie e per gli investitori privati».
«Un altro elemento da considerare», ha ricordato Breglia, «è la dinamica demografica., il mercato non risente ancora in modo significativo di fronte alla denatalità, che in teoria dovrebbe ridurre la domanda di superficie abitativa. Questi perché si apre una grande oppor-tunità di riqualificazione del patrimonio esistente. I Paesi stanno invecchiando e l'allungamento della vita fa sì che i proprietari rimangano più a lungo nelle loro abitazioni. Anche il momento in cui gli immobili vengono trasmessi alle generazioni successive tende quindi a spostarsi in avanti. Salvo un picco di natalità o un importante afflusso di immigrati, tra quindici anni potremmo trovarci di fronte a difficoltà significative, anche se oggi questo è uno scenario prevedibile, più che una realtà immediata».

L'Italia invecchia e presenta una natalità bassa. ma questo non significa automaticamente che la domanda abitativa sia destinata a diminuire nel breve periodo

La dichiarazione contiene un elemento interessante per chi investe: la centralità del reddito. Logistica, immobili commerciali ben posizionati, uffici con caratteristiche adeguate alla domanda e residenziale destinato alla locazione appartengono a mercati diversi, ma condividono una caratteristica: il valore dell'immobile è legato anche alla capacità di produrre cash flow. Per il retail questo principio è traducibile in modo molto semplice. Un immobile da mettere a reddito non va valutato soltanto sulla base del prezzo al metro quadrato, ma sulla relazione tra prezzo di acquisto, canone realisticamente ottenibile, costi, fiscalità, periodi di sfitto, manutenzione, eventuale finanziamento e valore di rivendita. Il rendimento lordo è soltanto il primo numero da guardare; quello realmente utile è il rendimento netto, corretto per rischio e costi.

RESIDENZIALE: NON SOLO PREZZI, MA DOMANDA

La questione demografica introduce però una variabile di lungo periodo. L'Italia invecchia e presenta una natalità bassa, ma questo non significa automaticamente che la domanda abitativa sia destinata a diminuire nel breve periodo. A modificarsi è soprattutto la compo-sizione della domanda. Cresce il bisogno di abitazioni efficienti, di dimensioni e caratteristiche coerenti con nuclei familiari più piccoli, di case vicine ai servizi e, nelle città universitarie e nei principali poli occupazionali, di soluzioni in locazione. La scarsità di offerta di qualità diventa quindi un fattore di sostegno per alcuni segmenti, anche in presenza di una popolazione che nel lungo periodo potrebbe ridursi.
Il mercato della locazione è particolarmente significativo. Scenari Immobiliari e Abitare Co. stimano che nel 2025 in Italia siano stati stipulati circa 1,33 milioni di nuovi contratti di locazione, con un canone medio mensile di 655 euro; il mercato della locazione residenziale vale circa 50 miliardi di euro l'anno, ai quali si aggiunge la componente delle locazioni brevi. In Europa il living ha raggiunto nel 2025 circa 55 miliardi di euro di investimenti, con una crescita del 18,5 per cento. Per l'investitore, la conseguenza è il tema della casa non è più soltanto quello della proprietà, ma quello dell'abitare come servizio. Student housing, senior living, co-living e residenziale in affitto possono diventare segmenti nei quali la domanda è più leggibile rispetto al semplice mercato delle compravendite.

IL PONTE TRA RICCHEZZA PRIVATA E CAPITALE ISTITUZIONALE

La trasformazione più interessante potrebbe però avvenire a monte: nella capacità di mettere in comunicazione patri-



moni privati, investitori internazionali e operatori istituzionali. È proprio sul terreno dell'incontro tra patrimonio privato, operatori professionali e capitali internazionali che si sta aprendo un'altra partita del mercato immobiliare italiano. Per **Daniele Martignetti**, amministratore delegato di **Great (Gabetti Group)**, la sfida è costruire una piattaforma capace di collegare i diversi bacini di capitale e accompagnare gli investi-tori anche oltre i confini nazionali. «La ricchezza privata italiana, i capitali internazionali e il capitale istituzionale che guarda al nostro Paese sono tre mondi che finora hanno dialoga-to relativamente poco», ha spiegato Martinetti nel corso della 34 esima edizione **Forum di Scenari Immobiliari** di Rapallo, «ma che oggi possono trovare occasioni di incontro sempre più interessanti. L'obiettivo è intercettare gli investitori internazionali che intendono entra-re in Italia, accompagnandoli nelle opportunità del residenziale e del non residenziale: ab-biamo già iniziato questo percorso con partnership negli Emirati e a New York e intendia-mo svilupparlo anche in Europa». Ma il ponte deve funzionare in entrambe le direzioni. «Sono circa 40 mila, secondo le nostre stime», conclude Martignetti, «le transazioni di acquisto di immobili all'estero effettuate ogni anno da italiani, con una forte presenza in Paesi come la Spagna e in mercati emergenti. Per questo vogliamo costruire una piatta-forma italiana realmente internazionale, lavorando con partner locali per accompagnare an-che gli investitori italiani oltreconfine».

DAL MATTONE FISICO AGLI STRUMENTI FINANZIARI

Per l'investitore retail esiste, infine, un ulteriore livello di scelta. Il primo l'abbiamo detto: è decidere su quale mercato immobiliare acquistare. Il secondo è decidere attraverso quale veicolo finanziario. L'acquisto diretto resta la forma più intuitiva. Offre controllo sull'asset, possibilità di finanziamento attraverso un mutuo e potenziale reddito da locazione. Ma presenta costi di transazione, concentrazione del rischio, illiquidità e una gestione ammi-nistrativa e tecnica che non va sottovalutata. I fondi immobiliari permettono invece di affi-dare la gestione a un operatore professionale e di partecipare, secondo le caratteristiche del prodotto, a portafogli composti da più immobili. Esistono fondi destinati al retail e fon-di riservati a investitori professionali; la struttura, la durata e la possibilità di uscita devono essere analizzate prima dell'investimento.

Un'altra strada è quella degli strumenti quotati. Le società immobiliari quotate e le SIIQ consentono di acquistare un'esposizione a portafogli immobiliari attraverso il mercato azionario. Borsa Italiana ricorda che le SIIQ sono società di investimento immobiliare quo-tate e che il mercato italiano dispone anche di veicoli immobiliari quotati nell'ambito dell'Euronext MIV Milan. Il vantaggio è la liquidità di mercato, ma anche qui non bisogna confondere l'immobiliare con l'assenza di volatilità: il prezzo di un titolo quotato riflette non soltanto il valore degli immobili, ma anche tassi, aspettative sugli utili, debito, senti-ment di Borsa e condizioni generali dei mercati finanziari.

Ultimo, ma da non sottovalutare, è il crowdfunding immobiliare. La barriera d'ingresso può essere molto più bassa, ma la concentrazione su singoli progetti e la possibile illiquidità rendono essenziale leggere struttura dell'operazione, garanzie, durata, remunerazio-ne prevista e rischio di perdita del capitale. L'**Esma (European securities and markets au-thority)** su questo punto ha sottolineato proprio per gli investitori retail il rischio di sotto-valutare la natura frequentemente elevata e illiquida degli investimenti in crowdfunding.

L'IMMOBILIARE ALL'ESTERO

MATTONI INCRINATI MA AL DI FUORI DELL'EUROPA

di Gloria Valdonio

TRA LA CRISI CINESE E IL DRASTICO CALO DELLA DOMANDA IN USA, IL VECCHIO CONTINENTE SI PRESENTA COME UN PICCOLO PARADISO SOSTENUTO DAGLI INCENTIVI DEL GREEN DEAL CHE ACCELERANO LA DOMANDA DI RISTRUTTURAZIONE DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE. IN LUCE IL COMPARTO COMMERCIALE, E SOPRATTUTTO RETAIL

L'allarme si diffonde come una eco troppo lontana per fare davvero paura. Ma il settore immobiliare americano, che è da sempre la miccia che accende ulteriori crisi, è in grandi difficoltà. Ben il 42% delle case in vendita negli Stati Uniti ha subìto negli ultimi mesi una riduzione di prezzo, con molte città occidentali che superano il record del 50% in un contesto preoccupante fatto di alti tassi di interesse sui mutui e di un'offerta immobiliare in crescita. Secondo i dati pubblicati in questi giorni da Parcl Labs (una piattaforma che raccoglie informazioni aggiornate sui mercati immobiliari americani), il numero totale di case in vendita a livello nazionale al 10 settembre è salito a circa 1,57 milioni con un tasso di riduzione dei prezzi di mercato salito al 41,7 per cento. **Ali Wolf**, capo economista di **Zonda** (il principale fornitore in Nord America di analisi di mercato, software gestionali e soluzioni digitali per costruttori, sviluppatori immobiliari e istituti di credito), ha riferito che l'accessibilità economica è uno dei principali fattori alla base del calo dei prezzi. I tassi di interesse sui mutui sono tornati intorno al 7%, aumentando le rate mensili per gli acquirenti, e sono destinati ad aumentare. Storicamente il settore immobiliare è stato uno dei canali attraverso cui la stretta monetaria si propaga all'intera economia. Se questa situazione dovesse persistere, spiegano gli analisti, i danni potrebbero estendersi al settore delle costruzioni, alla spesa delle famiglie e in ultimo agli utili aziendali. E la domanda è naturale: si profila il rischio di un crollo immobiliare a meno di due decenni dal 2008?

FRONTE ORIENTALE

Sul fronte orientale le cose vanno pure peggio. E, secondo gli analisti, non si intravede l'uscita dal tunnel. In agosto il fondatore di **China Evergrande, Hui Ka Yan**, è stato condannato all'ergastolo dopo la condanna per reati che vanno dall'appropriazione indebita di fondi alla corruzione. Il collasso del settore immobiliare è giunto così al sesto anno e continua a frenare la seconda economia del mondo, che nel trimestre conclusosi a giugno è cresciuta del 4,3% rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso, registrando il ritmo più lento degli ultimi tre anni. Milioni di immobili giacciono in stato di abbandono, le vendite di terreni continuano a crollare, la ripresa dei prezzi delle nuove abitazioni in città come Pechino e Shanghai si è arrestata e nelle città più piccole i prezzi delle case sono scesi di quasi un quarto rispetto ai livelli del 2020 provocando una brusca frenata dei consumi. In questa situazione la Cina si affida sempre più alle esportazioni per sostenere la crescita: il surplus commerciale, più che raddoppiato dal 2019, ha inasprito le tensioni commerciali con l'Unione europea e gli Stati Uniti, e ha alimentato i timori di uno Shock Cinese 2.0 (come viene definita l'ondata di prodotti industriali e ad alta tecnologia a basso costo provenienti dalla Cina) a causa di un export che manda in crisi le industrie locali dei partner commerciali. Al di fuori della Cina e dei suoi guai immobiliari, il futuro del mercato degli investimenti dell'area Asia-Pacifico, secondo **Abigail Dean**, global head of strategic insights di **Nuveen Real Assets**, presenta il rischio di un'escalation delle tensioni geopolitiche, che continuerebbe a pesare sulla traiettoria dell'inflazione e, di conseguenza, sulla direzione futura dei tassi di interesse. «Più a lungo persisteranno le tensioni, maggiore sarà il freno agli investimenti delle imprese e al sentiment legato alla spesa delle famiglie, che alla fine influenzerà la domanda sottostante per l'immobiliare commerciale» dice la strategist.





TERRA DI MEZZO

E l'Europa? Potrebbe essere un piccolo paradiso immobiliare post pandemico, secondo alcuni analisti. Un paradiso che poggia sugli incentivi del Green Deal, che accelerano la domanda di ristrutturazione radicale del patrimonio immobiliare anche con l'ausilio di sussidi mirati all'efficientamento energetico. Nei primi sei mesi dell'anno, gli investimenti nel real estate europeo hanno raggiunto i 103 miliardi di euro, segnando un aumento del 3% su base annua, trainata da mercati dinamici come Italia e Spagna, con il comparto residenziale che continua a rappresentare il motore principale del mercato. Quest'ultimo, secondo *Mordor Intelligence* (società indiana di ricerche di mercato e consulenza strategica), ha raggiunto un valore di 2,9 trilioni di dollari nel 2026 e si prevede che raggiungerà i 3,86 trilioni di dollari entro il 2031, con un tasso di crescita annuo composto (CAGR) del 5,88 per cento. Quanto ai prezzi, si prevede che la crescita sarà più moderata nel 2026, con una successiva riaccelerazione provocata dal persistere della carenza strutturale. «I volumi delle transazioni immobiliari in Europa hanno raggiunto i 53 miliardi di euro nel secondo trimestre, con un incremento del 6% su base annua», afferma Dean. Che aggiunge: «Nonostante i volumi siano stati inferiori alle attese, le prospettive a medio termine rimangono positive, in gran parte perché si prevede che diverse operazioni che sono state posticipate vadano comunque a buon fine».

Nella pagina a fianco: Abigail Dean, global head of strategic insights di Nuveen Real Assets
In questa pagina, da sinistra, laus Georg Schmitz, cio di Edmond de Rothschild Reim (Europe), Hans Vrensen, head of rResearch & strategy Europe di AEW





I volumi di investimento in tutta Europa dovrebbero toccare quindi i 251 miliardi di euro nel 2026 e salire ulteriormente a 297 miliardi di euro nel 2027. «Di conseguenza, l'attuale rallentamento sembra semplicemente far slittare i tempi della ripresa, invece di comprometterla del tutto. In questo contesto, la selezione dei singoli asset, piuttosto che l'allocazione settoriale, rimane il fattore chiave per ottenere una sovraperformance», aggiunge la strategist.

BOLLA O NON BOLLA?

Possiamo allora scartare definitivamente il rischio bolla? Sì, ma per quanto riguarda l'Europa. «Per il settore immobiliare europeo in generale direi: la correzione si è già verificata nel 2022-23 e i prezzi riflettono ora un costo del capitale più elevato», risponde **Klaus Georg Schmitz**, cio di **Edmond de Rothschild Reim (Europe)**. «I rischi sono localizzati, non sistemici: riguardano strutture logistiche speculative di grandi dimensioni in micro-località deboli, dove i recenti sviluppi hanno creato un vero e proprio eccesso di offerta, e mercati residenziali in cui le politiche di accessibilità economica si scontrano con le ipotesi dei piani aziendali». Il dibattito più serio sulla bolla, secondo lo strategist, non riguarda certo gli immobili europei, ma gli investimenti nei data centre degli Stati Uniti. Come spiega **Hans Vrensen**, head of rResearch & strategy Europe di **AEW**, affiliata di **Natixis IM**, poiché molti investitori core stanno diversificando

il proprio portafoglio in sottosettori operativi emergenti, come per esempio quelli dei data center e degli alloggi per studenti nel Regno Unito e in Europa, potrebbe esserci un certo rischio di sopravvalutazione dei prezzi, determinato dall'attuale scarsità di deal in questi mercati, nonostante i loro solidi fondamentali. «Un'altra sfida rimane il rifinanziamento dei debiti preesistenti, che è stato un problema nel corso degli ultimi tre anni, ma che sta iniziando ad attenuarsi. I mercati più grandi, come Francia e Germania, ne risentono in modo particolare, mentre in Italia la sfida del rifinanziamento ci appare meno marcata», aggiunge Vrensen. «Riteniamo che il 2026/27 non sarà un "anno beta" per l'Europa: i tassi si sono stabilizzati a livelli più elevati per un periodo più lungo, pertanto i rendimenti derivano dalla qualità dell'income e dalla crescita del NOI (reddito operativo netto, ndr) piuttosto che dalla compressione dei rendimenti. La dispersione è la caratteristica distintiva, tra Paesi, settori e sottomercati», è il commento di Schmitz.

Alcuni mercati europei dei centri commerciali, degli uffici e della logistica, in particolare per quanto riguarda Spagna e Regno Unito, registrano rendimenti superiori alla media

SETTORI CHE ANDRANNO ANCORA FORTE

Ma quali sono i comparti più promettenti? Secondo Vrensen, nonostante i recenti aumenti dei tassi di interesse, il settore immobiliare commerciale europeo di pregio continuerà la sua traiettoria di ripresa. «Poiché nella maggior parte dei settori l'offerta di nuovi immobili immessi sul mercato è contenuto, ci aspettiamo che i tassi di sfitto diminuiranno e che la crescita dei canoni di locazione di pregio rimarrà solida», spiega Vrensen. Che aggiunge: «In generale, grazie agli attuali rendimenti da reddito income interessanti e alla solida crescita dei canoni di locazione, i rendimenti complessivi corretti per il rischio continuando a essere favorevoli in molti settori. Tuttavia, rimane necessaria un'attenta selezione sia per quanto riguarda i segmenti di mercato che per quanto concerne i deal». Per Vrensen, alcuni mercati europei dei centri commerciali, degli uffici e della logistica, in particolare per quanto riguarda Spagna e Regno Unito, registrano rendimenti superiori alla media. «E per quanto concerne l'Italia, crediamo che registrerà performance sostanzialmente in linea con la media europea», aggiunge lo strategist. Il più promettente in assoluto, secondo Dean, è il comparto retail, destinato a sovraperformare grazie agli elevati rendimenti e a un forte income return. «In periodi di incertezza macroeconomica, guardiamo con crescente favore agli asset grocery-anchored e di prossimità, come i parchi commerciali, sostenuti dalla spesa per beni di prima necessità», spiega Dean. «Negli ultimi due anni questi parchi hanno attirato un maggior interesse da parte degli investitori, registrando una compressione dei rendimenti in diversi mercati. I centri commerciali, dal canto loro, dovrebbero ora guidare la sovraperformance in virtù dei rendimenti d'ingresso più elevati e di un solido income return». Un fattore importante a supporto degli investimenti nel retail è rappresentato dal vincolo dell'offerta nelle strutture di primo livello (top-tier) e nelle posizioni di pregio per tutte le tipologie di asset. Questa scarsità sta intensificando la concorrenza e spingendo al rialzo i prezzi, creando condizioni favorevoli per i proprietari degli immobili esistenti e ponendo al contempo sfide per i locatari alla ricerca di spazi di alto profilo. Anche il settore degli alloggi per studenti, trainato dal crescente numero di studenti internazionali, è tra quelli su cui Dean punta con la massima convinzione in Europa. «La Spagna figura tra i mercati più interessanti, mentre la Germania si distingue per la convenienza dei prezzi relativi», aggiunge Dean. Infine, le caratteristiche degli immobili del settore logistico/industriale più interessanti per profilo di rendita e crescita, secondo Schmitz: immobili urbani di medie dimensioni (mid-box) fino a 30mila metri quadrati affittati a Pmi locali. «Questi immobili offrono un rendimento costantemente superiore rispetto ai grandi spazi (big-box), e la base di inquilini è più stabile e meglio protetta dagli shock della catena di approvvigionamento globale», dice lo strategist. Ma come cavalcare il trend? «Per gli investitori retail e private-wealth, specifici veicoli di investimento retail possono rappresentare un canale molto interessante per accedere al mercato immobiliare europeo: un accesso semplificato e diversificato a un'asset class che, di fatto, era riservata esclusivamente agli investitori istituzionali», risponde Schmitz. Che conclude: «Gli investitori dovrebbero puntare su un'adeguata diversificazione, poiché i parametri di rischio e rendimento possono variare in modo significativo a seconda delle aree geografiche e dei settori».



L'ANALISI

NAVIGARE TRA UTILI ROBUSTI E INCOGNITE GEOPOLITICHE

A cura di **Donatella Principe**, *Head of Global Strategy di Intermonte*

Mentre i mercati tornano alla routine autunnale dopo la pausa estiva, il quadro che si delinea per la chiusura del 2026 è a due velocità: fondamentali aziendali solidi da una parte, dall'altra una costellazione di rischi macroeconomici e geopolitici che nessun investitore può permettersi di ignorare. La navigazione di questo scenario richiede un approccio che bilanci con attenzione la costruzione del rendimento con una gestione rigorosa del rischio.

INFLAZIONE, FED E LA TEMPESTA SUI BOND

Il dato di agosto sull'inflazione americana - CPI a +3,4% su base annua, con dato core mensile a +0,3% sopra le attese - rappresenta il sessantaseiesimo rilevamento consecutivo sopra target. La Federal Reserve del trumpiano Warsh si definisce "data dependent", ma ha temporeggiato il più possibile prima di alzare i tassi d'interesse. Una decisione arrivata dopo che il suo presidente si era messo all'angolo con le proprie dichiarazioni e sotto la pressione di dati economici che non potevano più essere ignorati. Eppure, nonostante le stime sull'inflazione siano state riviste al rialzo e non si preveda un ritorno al target neanche nel 2028, fino alla fine del 2027 la Fed mette in conto soltanto un altro rialzo. Trump, comunque, non ha gradito la decisione e non ha mancato di esprimere pubblicamente il proprio dissenso.

IL QUADRO CHE SI DELINEA PER LA CHIUSURA DEL 2026 È A DUE VELOCITÀ: FONDAMENTALI AZIENDALI SOLIDI DA UNA PARTE, DALL'ALTRA UNA COSTELLAZIONE DI GRANDI RISCHI MACROECONOMICI E GEOPOLITICI



Donatella Principe

Il paradosso è evidente: i repubblicani rischiano di perdere consensi proprio sul tema dell'affordability, ossia del caro vita, ma la banca centrale si nostra molto restia ad alzare il costo del denaro, che servirebbe proprio a contenere quella stessa inflazione. Un cortocircuito che racconta molto dello stato attuale della governance americana, dove Trump - forte di un Congresso che a gennaio 2025 gli ha consentito di dichiarare lo stato di emergenza nazionale e di assumere poteri che storicamente non appartengono al presidente - ha ridefinito i confini dell'intervento presidenziale sull'economia. Sullo sfondo si consuma un cambiamento di paradigma ancora più profondo: siamo reduci da un decennio di dominanza monetaria in cui le banche centrali tenevano artificialmente compressi i rendimenti con tassi bassi e attraverso il Quantitative Easing, e ora una nuova forza è entrata prepotentemente in scena: il debito sovrano, la cui crescita incontrollata non trova argine nella credibilità ormai erosa di quelle stesse istituzioni. Il debito americano ha superato quota 40.000 miliardi di dollari e corre verso un deficit annuo di 2.000 miliardi, un problema che né il presidente né il Congresso sembrano intenzionati ad affrontare in modo strutturale; il buyback sulla parte lunga della curva annunciato dal Segretario Bessent cura i sintomi senza aggredire la malattia. Il Treasury decennale che sfiora il 5% non è un fenomeno isolato: il movimento di risalita dei rendimenti interessa il Giappone, la Germania, l'intera curva globale. Chi compra un titolo di Stato oggi ottiene sì un rendimento, ma perde le due caratteristiche storicamente decisive: la capacità di diversificare e quella di proteggere. In questo contesto, paradossalmente, il corporate di qualità risulta più interessante del governativo puro: le aziende si dimostrano spesso più affidabili dei governi

nella gestione dei propri bilanci, e la componente equity del credito tende a prevalere su quella tassi.

GEOPOLITICA, ENERGIA E MERCATI: IL PREZZO DELL'OTTIMISMO

All'inizio del conflitto in Iran, il mercato stimava con una probabilità del 90% una risoluzione entro la fine dell'anno. Oggi quella probabilità non raggiunge il 50% nemmeno proiettandola all'estate del 2027. Il recente inasprimento delle ostilità ha costretto gli operatori a un repricing rapido e doloroso: il Brent ha superato i 100 dollari al barile, valore che dovrebbe persistere almeno fino a dicembre, laddove i futures di poche settimane fa prevedevano una chiusura d'anno intorno ai 70-80 dollari. Il salto da un D-Day dell'economia iraniana – così come l'aveva annunciato Bessent – a una delle più aspre recrudescenze belliche dell'intero conflitto segnala che l'America ha perso chiarezza sul proprio obiettivo di guerra. Per l'Europa, che non ha un ruolo decisionale né su questa crisi né su quella dei dazi – dove all'annuncio di tariffe reciproche di Trump ha risposto con una promessa di dazi zero per poi festeggiare come una vittoria il risultato del 12% – lo shock energetico rimane un fattore esogeno ingestibile, aggravato dal fatto che dei 300 miliardi messi a disposizione dall'UE con REPowerEU per la transizione strutturale, in quattro anni ne sono stati effettivamente spesi appena 54. Sul versante azionario, il mercato ha una logica interna che lo sostiene: gli utili crescono a doppia cifra in America, Europa e Asia, e quando si compra equity si comprano prospettive di earning: questo è, in sé, un rally sano. Il rischio nasce dall'obbligazionario che, con rendimenti ormai superiori al dividend yield medio dell'azionario, non è più residuale ma sta diventando una forza alternativa e competitiva: se questo movimento dovesse proseguire in modo disordinato, sarebbe molto difficile per l'azionario continuare a percorrere la propria strada indisturbato. Sul fronte AI, il mercato vive una schizofrenia dichiarata: lo scoppio di una bolla è da oltre un anno il rischio più citato dagli operatori, eppure semiconduttori e Magnifici Sette rimangono tra i trade più affollati. La buona notizia è che dal terzo trimestre 2026 gli altri 493 titoli dell'S&P 500 dovrebbero esprimere tassi di crescita degli utili superiori ai Magnifici Sette, allargando il perimetro del rally e riducendone la concentrazione. L'Europa, dal canto suo, tratta a sconto rispetto agli Stati Uniti: i flussi globali stanno già ridistribuendo l'esposizione geografica, la quota americana è scesa da 80 a circa 50 centesimi per ogni dollaro investito globalmente in azioni, con margine di ulteriore calo, aprendo una finestra di opportunità che però richiede un'Europa capace di essere protagonista e non spettatrice.

RISCHI, OPPORTUNITÀ E POSIZIONAMENTO DI FINE ANNO

Il rischio principale risiede nelle elezioni americane di midterm, una variabile imprevedibile con precedenti storici che impongono cautela. La migliore opportunità, invece, è quella di ricevere una sorpresa positiva su uno dei punti interrogativi che il mercato non è ancora in grado di prezzare: la deflazione del rischio AI, una svolta negoziale nel conflitto in Iran, elezioni di midterm che si concludono come un non-evento. Tre catalizzatori potenzialmente dirompenti, tutti e tre al momento al di fuori del consenso. Il posizionamento per la chiusura d'anno deve tenere insieme questi elementi: crescita degli utili come bussola di lungo periodo, corporate di qualità in sostituzione del governativo nell'obbligazionario, diversificazione geografica come risposta all'incertezza americana, e una gestione attiva del rischio che non si lasci sedurre dall'euforia degli analisti. In un contesto dove il quadro è positivo ma fragile, non ci si può permettere di perdere di vista la resilienza del portafoglio.

CONOSCERE INTERMONTE

Intermonte è una Investment banking firm leader in Italia e punto di riferimento nel segmento delle mid & small caps. Presenta un modello di business diversificato su quattro linee di attività, "Investment Banking", "Sales & Trading", "Global Markets" e "Websim". L'Investment Banking offre servizi rivolti a imprese quotate e non quotate in operazioni straordinarie, incluse operazioni di Equity Capital Markets, M&A e Debt Capital Markets. Le divisioni Sales & Trading e Global Markets supportano le decisioni di oltre 650 investitori istituzionali italiani ed esteri grazie a una ricerca di alto standing di più di 50 operatori professionali specializzati nelle varie asset class, azioni, obbligazioni, derivati, ETF, valute e commodities. L'ufficio studi figura costantemente ai vertici delle classifiche internazionali per qualità della ricerca e offre la più ampia copertura del mercato azionario italiano sulla base di un'elevata specializzazione settoriale. La divisione Websim attraverso il canale digitale è attiva nella consulenza agli investimenti nei confronti di investitori non istituzionali, consulenti finanziari e private banker e PMI. Dal 2025 Intermonte è entrata a far parte del Gruppo Banca Generali.

MERCATI NELLA "PERMACRISI", LA SFIDA DEI GESTORI INDIPENDENTI

di Sandra Riccio

SAGRAMOSO (LEMANIK SIM): «PER UN OPERATORE INDIPENDENTE, NAVIGARE QUEST'EPOCA SIGNIFICA TRASFORMARE LA VOLATILITÀ DA ELEMENTO DI RISCHIO IN OPPORTUNITÀ DI RENDIMENTO»

Lemanik Sim ha aperto in Italia tre anni fa. Era il 2023 e il contesto era già caratterizzato dalla guerra in Ucraina e ChatGpt muoveva i primi passi. Da allora il mondo sembra aver accelerato, sia sul fronte delle guerre e delle tensioni geopolitiche sia rispetto alla rivoluzione dell'IA. Ma cosa vuol dire navigare in questi contesti per un operatore di nicchia del risparmio gestito? Ne abbiamo parlato con **Marco Sagramoso**, ceo di **Lemanik Sim**. «L'inizio dell'operatività di Lemanik nel 2023 è coinciso con la nascita di una nuova era di incertezza sistemica. L'insorgere del conflitto in Ucraina, la successiva escalation in Medio Oriente e il contemporaneo debutto su larga scala dell'intelligenza artificiale generativa non hanno rappresentato eventi isolati, bensì i catalizzatori di un cambio di paradigma: siamo passati da un'epoca di stabilità ed efficienza dei mercati a un regime di costante "permacrisi" e frammentazione geopolitica», spiega Sagramoso. «In un contesto dove la velocità dei cicli di mercato è drasticamente aumentata, operare come realtà di nicchia nel risparmio gestito non significa rincorrere la massa, ma sfruttare la propria struttura organizzativa snella e flessibile. Per un operatore indipendente, navigare quest'epoca significa trasformare la volatilità da elemento di rischio in opportunità di rendimento. I giganti del settore, appesantiti da masse amministrate enormi e da comitati d'investimento articolati, incontrano spesso forti rigidità nell'adattare le allocazioni in tempo reale».



Nella foto Marco Sagramoso, ceo di Lemanik Sim

Il mercato del risparmio gestito è popolato di grandi fondi comuni di investimento con masse enormi e tanti medi e piccoli operatori specializzati, come nel caso di Lemanik: qual è, nella vostra visione?

Il settore del risparmio gestito globale è caratterizzato da una forte polarizzazione: da un lato pochi giganti multinazionali capaci di attrarre enormi flussi di massa su prodotti di investimento standardizzati; dall'altro un universo di medi e piccoli operatori che devono definire con chiarezza la propria proposta di valore. In un'offerta così satura, il ruolo fondamentale di una boutique come Lemanik non è quello di competere sui volumi di prodotti generici ma presidiare l'eccellenza con l'offerta di tipologie di prodotto diverse. Infatti, le boutique si focalizzano sulla generazione di alfa, che è ormai una merce rara in uno scenario caratterizzato da gestori a tracking-error limitato o a benchmark.

Gli Etf hanno raggiunto ormai una rilevanza significativa, grazie anche alla loro semplicità ed economicità: perché rimangono interessanti?

La crescita esponenziale degli Etf e della gestione passiva rappresenta uno dei cambiamenti strutturali più significativi del risparmio gestito negli ultimi due decenni. La loro semplicità di negoziazione e i costi contenuti rendono gli strumenti passivi eccellenti per la costruzione della componente fondamentale di un portafoglio. Tuttavia, la gestione attiva mantiene un valore fondamentale, a patto che sia "vera" gestione attiva, caratterizzata da una elevata generazione di alpha. In un contesto di questo tipo ritengo che, pur sempre più complicato, la gestione attiva



rimanga sempre un indispensabile complemento nell'asset-allocation ideale di un investitore mixando Etf e prodotti a benchmarck con prodotti in grado di generare valore.

Alcune case di gestione si muovono all'interno di strategie di gestione centralizzate, altre lasciano maggiore libertà ai singoli gestori: qual è la strada scelta da Lemanik?

Senza dubbio la seconda. Pur sempre rispettando i limiti dei mandati di gestione, i gestori di Lemanik hanno ampia discrezionalità decisionale in modo tale da attuare quella flessibilità e reattività, che sono caratteristiche distintive di un gestore di nicchia.

Quale scenario vi aspettate sui mercati obbligazionari?

Il mercato obbligazionario offre oggi rendimenti reali positivi che non si vedevano da oltre un decennio. Tuttavia, la presenza d'inflazione raccomanda di evitare posizionamenti eccessivamente sbilanciati sulle scadenze molto lunghe, che rimangono vulnerabili a nuovi strappi al rialzo dei rendimenti di lungo termine. In considerazione di uno scenario di questo tipo mi premeva mettere in evidenza il nostro fondo Lemanik Active Short Term Credit, nato nel 2013: è un fondo Ucits high yield globale ultra-breve termine a liquidità giornaliera, con caratteristiche di unicità tali da poter essere definito come prodotto obbligazionario alternativo liquido Il comparto remunera la liquidità con un orizzonte minimo di un anno, e persegue un ritorno annuale netto pari a Euribor 3M + 1.50% con volatilità annuale massima del 2%. A differenza dei fondi high yield short duration, il focus è la scadenza media del portafoglio e non la duration, che nel mondo high yield è misura distorsiva in quanto otticamente compressa dalla presenza di opzioni di richiamo a favore dell'emittente: la vita media del portafoglio è pari ad un anno massimo, e l'oggetto di investimento primario di è costituito dalle scadenze fino a 2 anni; il segmento 0-1 anno, in particolare, rappresenta una nicchia di investimento storicamente ignorata, e superiore sul piano dei ritorni aggiustati per il rischio, che peraltro conduce ad una notevole generazione organica di liquidità indotta dalle scadenze obbligatorie dei titoli, quantificabile in almeno il 50% degli attivi gestiti su base annuale, una forte protezione per l'investitore. Il gestore investe inoltre materialmente in mercati HY regionali, come ad esempio il Nordic HY, che presentano un rapporto rischio rendimento molto più favorevole rispetto ai mercati globali più noti; investe poi in numerose divise di denominazione a cambio coperto - 7 attualmente -, ampliando l'universo investibile, arbitraggiando sui premi al rischio differenziali estraibili sulle diverse curve valutarie, e riducendo la volatilità. Lemanik Active Short Tem Credit è uno strumento semplice e di immediata comprensibilità: un portafoglio obbligazionario a cortissima scadenza, estremamente diversificato e granulare (320emittenti in 58 Paesi), poco correlato al mercato, con un rendimento medio molto appetibile in termini assoluti e relativi (oggi circa l'6,5 % in euro) associato ad un rischio molto limitato. Il risultato è una performance mai negativa al lordo di commissioni in 17 anni, includendo periodi drammatici come il 2008, il 2011-2012, il 2020, o il più recente 2022; una sostanziale decorrelazione rispetto al mercato, un requisito delle strategie alternative.

Mi preme sottolineare che il team di gestione del fondo ha visto un cambiamento: sono entrati recentemente due nuove risorse, Emanuele Gerletti e Francesco Vicino, provenienti da Swan Asset Management SA, con pluridecennale esperienza nella medesima asset class con l'obbiettivo di andare ulteriormente a migliorare i ritorni pur molto interessanti del fondo. In ambito azionario, l'attenzione di Lemanik si concentra su Lemanik High Growth, fondo azionario italiano".

Quale è la strategia?

La strategia si basa essenzialmente su analisi fondamentali "bottom up", attraverso modelli valutativi proprietari ed incontri regolari con il management delle società in cui investiamo. Tutto questo, considerando il quadro macro che rende il settore di riferimento più o meno investibile.

Lo stile di gestione è basato su due fattori di differenziazione rispetto ai fondi competitors: il primo, la costruzione di un portafoglio molto concentrato, su quelle che riteniamo essere le migliori società alla luce delle nostre aspettative sul quadro macro di riferimento; il secondo, la volontà di discostarsi significativamente, attraverso tale approccio, dal benchmark di riferimento, ovvero i titoli sottostanti. Ritengo che attualmente il fondo sia ben posizionato per cogliere le ottime opportunità sul mercato derivanti dall'andamento dei tassi. L'aspettativa è che i tassi siano arrivati al picco, con il rendimento del decennale americano in calo dall'attuale 5%. In questo scenario si può determinare una rotazione settoriale importante a favore delle utilities, particolarmente penalizzate da inizio anno, e dei titoli pharma.



SCENARI

LA TRAPPOLA DEL DEBITO TRA RISCHI E OPPORTUNITÀ

di Gloria Valdonio

UN DEBITO ELEVATO NON RAPPRESENTA SOLO UN RISCHIO: AL GIUSTO PREZZO, PUÒ ANCHE CREARE OPPORTUNITÀ. LE MIGLIORI OCCASIONI DI INVESTIMENTO? OBBLIGAZIONI DI ALTA QUALITÀ E, NELL'AMBITO DEI TITOLI DI STATO, LE OBBLIGAZIONI INDICIZZATE ALL'INFLAZIONE

La trappola del debito pubblico, ovvero il circolo vizioso per cui il debito di uno Stato cresce più in fretta dell'economia reale spingendo i mercati a chiedere interessi più alti, coinvolge tutte le grandi potenze economiche, con le prime cinque che arrivano a coprire circa due terzi dell'intero debito mondiale, che nel 2025 ha raggiunto la cifra monstre di 110 trilioni di dollari. Gli Stati Uniti sono in testa con oltre 38 trilioni di dollari, seguiti dalla Cina con circa 18,7 trilioni e dal Giappone vicino ai 10 trilioni. Tra le prime posizioni, Regno Unito, Francia e Italia, tutti sopra i 3 trilioni di dollari. E il trend - a causa dell'aumento della spesa dei governi per far fronte a crisi multiple come pandemie e tensioni geopolitiche e a fattori strutturali come l'invecchiamento della popolazione e programmi fiscali espansivi adottati per stimolare la crescita - è destinato a crescere. Ma ci sono soluzioni per un'inversione di tendenza? Non ha dubbi **Kaspar Hense**, senior portfolio manager, investment grade di **RBC BlueBay**: il cuore della disciplina di bilancio è rappresentato dalle pensioni. «Da un lato, anche negli Stati Uniti abbiamo raggiunto quest'anno il picco della generazione dei baby boomer», spiega Kasper. «Dall'altro, il rapporto tra lavoratori e pensionati sta peggiorando ogni anno. Non solo aumenta questo rapporto, ma crescono anche in modo significativo i costi sanitari, in particolare per le persone anziane, dove oggi, grazie ai progressi tecnologici, praticamente ogni settantenne richiede una protesi d'anca». In Europa, aggiunge lo strategist, la riforma delle pensioni di Macron, se fosse stata approvata, avrebbe potuto ridurre il rapporto debito/Pil di dieci punti percentuali, mentre in sua assenza è destinato ad aumentare di dieci punti nei prossimi cinque anni. È quindi molto probabile, secondo Hense, che il sistema pensionistico statunitense vada in crisi nel 2032, così come accadrà nella quasi totalità dei Paesi che adottano un sistema a ripartizione (pay-as-you-go). In ogni caso, qualsiasi consolidamento fiscale avrà ripercussioni sulla crescita. «Sembra improbabile che gli Stati Uniti, con l'attuale governo, modifichino il percorso attuale. È molto probabile che il prossimo gover-



Nella foto Kaspar Hense, senior portfolio manager, investment grade di RBC BlueBay

no sarà costretto ad agire, o attraverso un impegno bipartisan, oppure sotto la pressione dei mercati», è il commento di Hense.

ANALISI DEL DEBITO

Confrontare la differenza tra crescita nominale e tassi nominali è però un approccio troppo semplicistico per analizzare l'evoluzione del debito. Ciò che conta innanzitutto è il disavanzo primario. Se un Paese è in grado di seguire un percorso credibile verso un avanzo primario, che contribuisca a stabilizzare la valuta e il tasso di inflazione – fattori che dipendono da una politica monetaria credibile da parte della Banca centrale – anche i livelli di debito finiranno per stabilizzarsi. L'Italia, come spiega Hense, è il migliore esempio. «Prima dell'ingresso nell'Ue, la politica fiscale italiana non era credibile, il che portava a un'inflazione più elevata e a una spirale di deprezzamento della valuta. Una politica monetaria credibile ha contribuito a ridurre l'inflazione e, di conseguenza, i tassi nominali, mentre i criteri di Maastricht hanno spinto il governo ad adottare una posizione fiscale credibile, ovvero a conseguire un avanzo primario», spiega lo strategist. Il principale caso da tenere sotto osservazione, secondo Hense, sarebbe la Francia, dove è necessaria e urgente una riforma delle pensioni per stabilizzare nuovamente i livelli di debito. Il Regno Unito invece dispone di una regola fiscale che attualmente agisce da freno alla crescita, ma che nel lungo periodo dovrebbe rappresentare un'àncora per gli investitori e per i cittadini, che saranno in ultima analisi i beneficiari di una valuta e di tassi di inflazione stabili. Attualmente l'Italia registra l'avanzo primario più elevato tra i Paesi del G10. Gli Stati Uniti presentano invece il disavanzo primario più elevato, pari al 3,7 per centro. «I Paesi caratterizzati da un solido saldo primario tendono ad avere anche un saldo corretto per il ciclo più solido», dice Hense. «La principale differenza riguarda il pagamento degli interessi: se un Paese presenta un saldo primario solido, il mercato tende ad avere maggiore fiducia e a richiedere un tasso di interesse più basso». Il saldo corretto per il ciclo dell'Italia è pari a circa il 2,5%, mentre il disavanzo degli Stati Uniti si aggira intorno al 7,4 per cento con ripercussioni significative sul rapporto tra interessi sul debito e gettito fiscale. Si prevede quindi che gli interessi pagati dal governo italiano raggiungeranno l'8,4% nel 2026, mentre negli Stati Uniti supereranno già quest'anno il 20% e sono destinati a raggiungere rapidamente il 30% nei prossimi cinque anni. «Considerando che la previdenza sociale e la sanità rappresentano da sole circa due terzi della spesa complessiva e sono voci di spesa non discrezionali, questo diventa un problema», dice Hense. Quello del Giappone è un caso diverso. Come spiega **Amanda Stitt**, portfolio specialist, fixed income division di **T. Rowe Price**, storicamente il suo debito è stato sostenuto da un'enorme base di risparmio domestico. «Con la normalizzazione dei tassi d'interesse giapponesi, le obbligazioni domestiche diventano più competitive rispetto agli investimenti esteri», dice Stitt. Che aggiunge: «Anche un modesto rimpatrio dei risparmi giapponesi potrebbe far venir meno una componente importante della domanda di titoli di Stato statunitensi ed europei, esercitando una pressione al rialzo sui rendimenti globali».

LA PROSPETTIVA DELL'INVESTITORE

È evidente che livelli di debito pubblico elevati e in crescita richiederanno, in ultima analisi, un consolidamento fiscale, il cui costo ricadrà sui contribuenti e sui beneficiari della spesa pubblica. «Livelli di debito più elevati significano maggiori costi per interessi, che a loro volta offrono anche una forma di compensazione», spiega Hense. Che però aggiunge: «È fondamentale valutare il rischio di default, sia sotto forma di default vero e proprio, sia attraverso l'inflazione o una tassazione indiretta». Dal lato dell'investitore è possibile quindi trarre profitto da debiti pubblici elevati e in crescita. Come spiega **Lars Conrad,** portfolio director fixed income presso **Flossbach von Storch SE**, paradossalmente, le preoccupazioni di natura fiscale hanno contribuito a rendere le obbligazioni più interessanti. Il consistente riprezzamento ha riportato i rendimenti nominali e reali a livelli attraenti, creando un'asimmetria di rendimento favorevole. «Le componenti di carry e roll-down offrono una solida protezione a fronte di un moderato rialzo dei



Nella foto Amanda Stitt, portfolio specialist, fixed income division di T.Rowe Price

rendimenti. Rendimenti stabili offrono già ritorni interessanti, mentre un calo dei rendimenti genererebbe ulteriori guadagni legati alla duration», spiega Conrad. Allo stesso tempo, quanto più i rendimenti salgono, tanto più si rafforzano i fattori economici e fiscali che ne ostacolano un ulteriore aumento. «Condizioni finanziarie più restrittive finiscono per gravare sulla crescita, sulle valutazioni, sui mercati immobiliari e sullo spazio fiscale dei governi altamente indebitati», aggiunge Conrad.



Nella foto Christian Zorico, responsabile strategie fixed income di Frame Asset Management

SELEZIONE ATTIVA

Secondo lo strategist, un debito più elevato ha già contribuito all'aumento dei rendimenti e dei premi per il termine, migliorando così la rendita prospettica delle obbligazioni. La chiave risiede nella selezione attiva, anziché nel mero acquisto di duration: diversificare a livello globale, scegliere i giusti segmenti della curva, evitare il rischio non remunerato delle scadenze ultra-lunghe e utilizzare obbligazioni indicizzate all'inflazione quando opportuno. Un debito elevato non rappresenta solo un rischio: al giusto prezzo, può anche creare opportunità. E le migliori opportunità di investimento, secondo Conrad, sono nelle obbligazioni di alta qualità e, nell'ambito dei titoli di Stato, le obbligazioni indicizzate all'inflazione, che garantiscono rendimenti reali interessanti, mantenendo contemporaneamente la protezione dall'inflazione. «Quanto al comparto societario, l'ingente volume di emissioni legate all'IA ha creato opportunità selettive nel segmento investment grade, mentre il segmento high yield offre al momento un premio insufficiente a fronte del rischio di credito», afferma lo strategist. L'intelligenza artificiale, secondo **Gabriel Debach**, market analyst di eToro per l'Italia, è la vera novità strutturale. Nove grandi hyperscaler hanno già raccolto 122 miliardi di dollari sul mercato obbligazionario nel 2025. Ed è soltanto l'inizio. «Finora il mercato ha assorbito questa carta senza particolari frizioni. Se una quota crescente di quel fabbisogno arriverà sul bond market, l'affollamento di emissioni diventa un rischio da monitorare», spiega lo strategist. Per i titoli di Stato, infine, le attese sono di una maggiore volatilità e una maggiore differenziazione tra i diversi Paesi, con una persistente pressione sui premi a termine delle scadenze lunghe. «Le ingenti emissioni, l'aumento degli oneri per interessi e il cambiamento della base degli investitori fanno sì che questi ultimi debbano essere remunerati sempre più adeguatamente per i rischi fiscali e di offerta», afferma Stitt.

SCELTE DI PORTAFOGLIO

Ma che cosa scegliere in concreto? «La scelta dipende dalla diagnosi», dice Debach. Se la tesi è inflazione persistente, gli inflation-linked proteggono meglio. Se arriva una recessione e i rendimenti crollano, TLT (un popolare fondo d'investimento che replica l'andamento dei titoli del Tesoro Usa a lungo termine) è uno dei trade con più convessità, cioè con una maggiore sensibilità positiva alla variazione dei tassi. «Se lo scenario è deficit elevati per anni, emissioni crescenti e premio a termine strutturalmente più alto, la lunga duration è uno dei posti più pericolosi dove aspettare», spiega Debach. Per quanto riguarda le obbligazioni corporate il quadro è diverso. Gli spread sono compressi, ma i rendimenti assoluti restano interessanti. L'investment grade americano offre ancora oltre il 5%, pur con spread intorno agli 80 punti base. Anche l'high yield rende più del 7%, con spread nell'area dei 265 punti base. «Oggi, quindi, l'attrattiva del credito sta soprattutto nel rendimento complessivo, molto meno nella valutazione relativa rispetto ai Treasury», conclude Debach. In questo contesto, **Christian Zorico**, responsabile strategie fixed income di **Frame Asset Management**, sottolinea come la gestione attiva faccia la differenza. «Permette di sfruttare i picchi di rendimento delle curve per posizionarsi sui tratti più remunerativi», dice lo strategist. «La gestione dinamica della duration può diventare il motore primario di performance futura. Avere un'esposizione al rischio duration in linea con le proprie aspettative di portafoglio, permette di generare dei rendimenti nominali certi per i prossimi anni». Anche sul fronte del rischio di credito la gestione attiva risulta fondamentale: «Ridurre l'esposizione sui nomi eccessivamente indebitati ha consentito e consente ancora di preservare la liquidità necessaria per entrare nel mercato successivamente a spread più ampi e valutazioni più convenienti», conclude Zorico.

MERCATO OBBLIGAZIONARIO, RENDIMENTI PIÙ ELEVATI IN UNO SCENARIO ANCORA COMPLESSO

*di Michele Farina e Alessio Gerarchini**

LA VIEW DELLO IOR SULL'ASSET CLASS OBBLIGAZIONARIA È PRUDENTE. È VERO CHE GLI ATTUALI LIVELLI DI RENDIMENTO OFFRONO OPPORTUNITÀ INTERESSANTI DI INGRESSO NEI BOND, MA SECONDO I PORTFOLIO MANAGER È PREMATURO INCREMENTARE IN MISURA SIGNIFICATIVA L'ESPOSIZIONE ALLA DURATION

RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI: I FATTORI ALLA BASE DEL RIALZO

Nel corso del 2026, i mercati obbligazionari, sia negli Stati Uniti sia nell'Area Euro, hanno registrato un generalizzato aumento dei rendimenti, con le principali scadenze governative tornate sui massimi pluriennali. Il principale fattore alla base di questo movimento è stato il significativo rialzo dei prezzi energetici, che ha determinato un aumento delle pressioni inflazionistiche e una conseguente revisione delle aspettative sulla traiettoria della politica monetaria.

A questo elemento si sono aggiunti ulteriori fattori di pressione sui rendimenti, legati soprattutto all'aumento dell'offerta di debito. Da un lato, le ingenti politiche fiscali finanziate in deficit, in particolare negli Stati Uniti e in Germania, hanno accresciuto le esigenze di finanziamento del settore pubblico; dall'altro, il crescente fabbisogno di capitale delle grandi società tecnologiche, impegnate a finanziare gli investimenti necessari allo sviluppo dell'infrastruttura legata all'intelligenza artificiale, ha determinato un aumento delle emissioni sul mercato obbligazionario corporate.

L'INFLAZIONE TORNA A METTERE PRESSIONE ALLE BANCHE CENTRALI

Il rialzo dei prezzi energetici ha rappresentato il principale catalizzatore del recente aumento dei rendimenti obbligazionari, alimentando i timori di una maggiore persistenza dell'inflazione e determinando una revisione al rialzo delle aspettative sui tassi di interesse.

Negli Stati Uniti, l'impatto dello shock energetico è evidente nei dati di agosto. L'indice dei prezzi al consumo è aumentato dello 0,4% su base mensile, con l'inflazione headline al 3,4% su base annua. La componente energetica ha registrato un incremento del 2,1% nel mese e del 16,3% rispetto all'anno precedente, trainata soprattutto dai carburanti: il prezzo della benzina è aumentato del 3,9% su base mensile e del 27,4% su base annua, contribuendo per oltre un terzo all'incremento complessivo del CPI di agosto. Al contrario, la componente core si è attestata al 2,4% su base annua, indicando come, almeno per il momento, l'aumento delle pressioni sui prezzi rimanga in larga parte riconducibile alla componente energetica.

Nell'Area Euro, l'inflazione headline è salita al 3,3% su base annua ad agosto, dal 2,9% di luglio, trainata principalmente dalla componente energetica. L'inflazione core si è attestata al 2,4%, mentre quella dei servizi è scesa al 3,0%, evidenziando una trasmissione ancora contenuta delle pressioni provenienti dall'energia alle componenti più persistenti dell'inflazione. In questo contesto, le principali banche centrali hanno adottato approcci differenti. Negli Stati Uniti, la Federal Reserve ha mantenuto per gran parte dell'anno una comunicazione particolarmente attenta ai rischi di inflazione.

Fino alla riunione di settembre, tali indicazioni non si sono tuttavia tradotte in ulteriori interventi sui tassi ufficiali. È stato invece il mercato obbligazionario ad anticipare progressivamente il deterioramento del quadro inflazionistico, incorporando rendimenti più elevati e aspettative di politica monetaria più restrittive. In quest'ottica, il primo rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve rappresenta un passaggio importante dalla comunicazione all'azione, fornendo una risposta di politica monetaria coerente con i messaggi trasmessi negli ultimi mesi e contribuendo a preservare l'ancoraggio delle aspettative e la propria credibilità nei confronti degli investitori.

Nell'Area Euro, la BCE ha invece adottato un approccio più tempestivo, intervenendo nel corso dell'anno con un aumento

cumulato di 50 punti base dei tassi di riferimento.
Il rialzo dei tassi di riferimento pone la politica monetaria su un sentiero coerente con una convergenza dell'inflazione verso il target del 2% entro la fine del 2027, secondo la BCE.
Allo stesso tempo la Banca Centrale ha più volte sottolineato la sorpresa positiva proveniente dall'economia dell'Area Euro, che nell'ultimo trimestre ha mostrato una resilienza superiore alle attese nonostante il contesto particolarmente complesso.
L'intera struttura a termine dei tassi di interesse sia in Area Euro che negli Stati Uniti ha registrato un aumento dei rendimenti, esteso anche alle scadenze più lunghe, dove al rialzo delle aspettative sui tassi ufficiali si sono aggiunti l'incremento del term premium e le pressioni derivanti dalla crescente offerta di titoli obbligazionari, sia governativi sia corporate. I rendimenti rimangono pertanto prossimi ai massimi pluriennali, riflettendo l'aspettativa che un contesto di tassi elevati possa protrarsi più a lungo.

UNA CRESCITA SOSTENUTA DALLE POLITICHE FISCALI

Nel corso dell'anno gli importanti programmi di investimento pubblico e privato hanno iniziato a fornire un contributo sempre più significativo alla crescita economica.
Negli Stati Uniti la spinta è riconducibile soprattutto agli investimenti legati all'intelligenza artificiale, sostenuti dagli incentivi fiscali e dalla forte espansione della spesa in infrastrutture tecnologiche.
Gli ultimi dati macroeconomici rendono plausibile uno scenario di crescita superiore alle attese formulate a inizio anno, con un'espansione dell'attività economica che potrebbe mantenersi al di sopra del 2% in termini reali nel corso del 2026.
Nell'Area Euro, il principale impulso proviene invece dalla Germania, dove il piano fiscale rappresenta un significativo cambio di paradigma rispetto all'impostazione tradizionalmente prudente della politica fiscale tedesca.



Nella foto a partire da sinistra: Michele Farina e Alessio Gerarchini, portfolio managers, Dipartimento Gestioni Patrimoniali dello IOR

A partire dal secondo trimestre molti osservatori temevano che il forte aumento dei prezzi energetici potesse compromettere la crescita dell'Area Euro.
I dati più recenti hanno tuttavia evidenziato una maggiore resilienza dell'attività economica, sostenuta da una dinamica dei consumi che, seppur ancora contenuta, ha sorpreso positivamente e dal contributo degli investimenti pubblici. Le ultime proiezioni della BCE confermano questo quadro, indicando per il 2026 una crescita reale ancora prossima all'1% (0.9%), nonostante l'impatto dello shock energetico.

VIEW DI INVESTIMENTO

Per il mercato obbligazionario, il combinarsi dello shock energetico, di politiche fiscali espansive e di crescenti esigenze di finanziamento pubblico e privato delinea uno scenario più sfidante rispetto al recente passato, caratterizzato da rendimenti strutturalmente più elevati.
La view sull'asset class obbligazionaria rimane pertanto prudente. Pur riconoscendo che gli attuali livelli dei rendimenti offrano opportunità di ingresso più interessanti, si ritiene ancora prematuro incrementare in misura significativa l'esposizione alla duration.
Un orientamento più favorevole verso le scadenze medio-lunghe richiederebbe una maggiore stabilizzazione del mercato energetico e un'attenuazione del rischio di ulteriori disruption dell'offerta, che potrebbero alimentare nuove pressioni inflazionistiche e determinare ulteriori tensioni sul mercato obbligazionario.
In questa fase, appare quindi opportuno mantenere un posizionamento tattico di sottopeso sulla duration, beneficiando del carry offerto dagli attuali livelli dei rendimenti e preservando al contempo la flessibilità necessaria per incrementare gradualmente l'esposizione qualora emergessero segnali di normalizzazione dei flussi energetici e una maggiore visibilità sulla traiettoria dell'inflazione.
** portfolio managers, Dipartimento Gestioni Patrimoniali dello IOR*

LE VALUTE CHE VINCONO GRAZIE AI «LORO» CHIP

di Gian Marco Litrico

IL WON COREANO, IL DOLLARO TAIWANESE E IL RINGGIT MALESE SI STANNO COMPORTANDO MEGLIO NON PER MERITI DI POLITICA MONETARIA, MA PERCHÉ I TRE PAESI VENDONO AL MONDO I COMPONENTI PER SERVER, SEMICONDUTTORI E DATA CENTER

C'è un angolo della narrativa sull'intelligenza artificiale che i mercati occidentali hanno finora trascurato: non riguarda le azioni di **Nvidia** o i capex dei giganti del cloud, ma il modo in cui la spesa in infrastrutture IA di **Silicon Valley** si sta scaricando, dollaro dopo dollaro, sui cambi asiatici. **Goldman Sachs** ha messo nero su bianco quello che diversi desk valutari osservavano da mesi: il **won coreano**, il **dollaro taiwanese** e il **ringgit malese** si sono comportati meglio dei loro omologhi regionali, non per meriti di politica monetaria, ma perché questi tre Paesi vendono al mondo i componenti con cui si costruiscono server, semiconduttori e data center.

Il fenomeno ricorda, ribaltato, la logica del petrodollaro. Negli anni Settanta erano i Paesi esportatori di petrolio ad accumulare dollari e a doverli reinvestire nel sistema finanziario occidentale, spesso proprio in **Treasury** statunitensi, in un circolo che teneva insieme il prezzo del greggio e la domanda di debito americano. Oggi il canale corre nella direzione opposta: sono gli **Stati Uniti** a esportare capitale verso l'Asia sotto forma di ordini per chip e infrastrutture, e sono **Corea, Taiwan** e **Malesia** a incassare, rafforzando le proprie valute con gli stessi dollari che **Silicon Valley** ha appena speso. Si potrebbe chiamarlo, con una punta di ironia, il chip-dollaro: la materia prima non si estrae dal sottosuolo e si stampa su un wafer di silicio, ma il meccanismo valutario che ne deriva è lo stesso.

Nel suo ultimo rapporto sui mercati valutari asiatici, **Goldman Sachs** separa le economie della regione in due campi. Da un lato, lo shock energetico legato alle tensioni tra Stati Uniti e Iran, che ha spinto al rialzo i costi di importazione del greggio nella prima parte dell'anno. Dall'altro, il boom degli investimenti in IA, che sta gonfiando gli avanzi commerciali dei paesi esportatori di semiconduttori. Chi vende chip guadagna, chi importa energia perde.

Il caso coreano è quello su cui la banca d'affari si è spesa maggiormente. Gli economisti di **Goldman Sachs** prevedono che il surplus estero della **Corea del Sud** arrivi quest'anno a circa 300 miliardi di dollari, oltre il 15% del prodotto interno lordo, quasi il doppio rispetto all'anno precedente. I dati della **Banca di Corea** confermano la traiettoria: il surplus nei primi sei mesi ha già superato i 191 miliardi, più del triplo rispetto allo stesso periodo del 2025.

Dietro questi numeri ci sono i chip di memoria per data center e server IA: le esportazioni coreane sono salite di quasi il 70% su base annua ad agosto 2026, con le spedizioni di semiconduttori in crescita a tre cifre, quindicesimo mese consecutivo di espansione nel comparto, trainato dalla domanda per le memorie ad alta banda di **Samsung Electronics** e **SK Hynix.**

Sugli scudi anche il dollaro taiwanese, sostenuto da un surplus commerciale che **Goldman Sachs** stima possa raggiungere il 25% del PIL dell'isola. I dati del Ministero delle Finanze di **Taiwan** descrivono un 2026 fuori scala: nei primi sette mesi le esportazioni sono cre-



Nella foto a destra la sede di Reserve Bank of India;
nella pagina a fianco la Sede centrale di Goldman Sachs

sciute del 44,7% a quasi 492 miliardi di dollari, con un surplus commerciale vicino ai 115 miliardi, in aumento di quasi due terzi.

A luglio le esportazioni di circuiti integrati hanno toccato un massimo storico, trainate dalla domanda di componenti per l'informatica ad alte prestazioni. **Taiwan Semiconductor Manufacturing Company**, maggiore produttore mondiale di semiconduttori su commessa e fornitore chiave di **Nvidia** e **Apple**, resta il perno di questa dinamica.

Goldman Sachs prevede che la banca centrale taiwanese lasci i tassi invariati, ma ritiene che il combinato di export tecnologico robusto e ingenti depositi in dollari delle aziende esportatrici continuerà a sostenere la valuta. Il rischio politico, che sembrava il principale ostacolo fino allo scorso anno, si è nel frattempo attenuato: **Washington** aveva imposto un dazio reciproco del 20% sulle merci taiwanesi da agosto 2025, superiore a quello applicato a Giappone e Corea del Sud, ma a febbraio 2026 le due parti hanno firmato un accordo che lo ha abbassato al 15%, alla pari dei due vicini asiatici, con trattamento preferenziale garantito ai semiconduttori nell'ambito dell'indagine **Section 232** del **Trade Expansion Act** del 1962, la norma che permette di verificare se un'importazione minacci la sicurezza nazionale.

Per evitare l'esposizione ai dazi più ampi previsti nella fase successiva, **Taiwan** si è impegnata a investire 500 miliardi di dollari negli Stati Uniti (250 in investimenti diretti, 250 in garanzie di credito) per costruire capacità produttiva sul territorio americano.

Questo senza dimenticare che gli impegni di investimento annunciati in accordi di questo tipo sono spesso aspirazionali e difficili da verificare nel tempo, e che spostare produzione avanzata fuori da **Taiwan** per ragioni politiche, non di efficienza, alza i costi lungo la filiera, costi che tendono a ricadere sui prezzi finali dei prodotti tecnologici americani.

Il rischio non è quindi scomparso, ma ha cambiato orizzonte temporale: riguarda semmai future revisioni della **Section 232** o nuove tensioni commerciali che tornino a colpire un canale che oggi sostiene direttamente il **dollaro taiwanese**.

Se il baricentro della manifattura avanzata dovesse davvero spostarsi in America, il legame diretto tra export taiwanese e forza del cambio potrebbe progressivamente indebolirsi. Per ora, però, i volumi e il know-how più avanzato restano a **Taiwan**.

La terza valuta beneficiata, il **ringgit malese**, è probabilmente la meno presente nelle cronache finanziarie, e proprio per questo merita attenzione. Il Ministero malese del Commercio ha riferito al Parlamento che le esportazioni di semiconduttori sono cresciute del 50% nei primi quattro mesi del 2026. La **Malesia**, sesto esportatore mondiale di semiconduttori e polo storico di test e packaging, beneficia sia della domanda diretta di componenti sia della costruzione di nuovi data center regionali. **Hong Leong Investment Bank** ha rivisto al rialzo la previsione di crescita del PIL malese al 4,7%, proprio per il contributo del comparto elettronico.

Un punto semantico da chiarire: nel linguaggio di **Goldman Sachs**, "sovraperformance", non equivale a rivalutazione. Nel 2026 l'indice del dollaro è salito di quasi il 3%, e tutte le valute asiatiche legate all'export IA hanno comunque perso terreno contro il biglietto verde, seppure meno degli importatori di energia come il **baht thailandese** o la **rupia indonesiana**.

L'unica valuta asiatica in territorio positivo resta lo **yuan cinese**, sostenuto dal comparto manifatturiero avanzato e dalla strategia di internazionalizzazione della valuta di **Pechino**.



Il **baht thailandese** e la **rupia indonesiana** restano penalizzati dalla dipendenza dalle importazioni energetiche in un contesto di prezzi del greggio ancora elevati rispetto alla media storica, oltre che da fattori interni. La **rupia indiana**, pur non facendo parte del gruppo trainato dall'IA, ha ricevuto un giudizio positivo da **Goldman Sachs**, legato alle misure della **Reserve Bank of India** per attrarre capitali e all'arretramento dei prezzi petroliferi dai picchi toccati nella prima parte dell'anno.

Questa lettura offre un contrappeso utile alla narrativa dominante sull'IA, costruita attorno ai bilanci di **Nvidia, Microsoft, Amazon** e **Meta**, o alle preoccupazioni sulla sostenibilità dei capex sollevate da investitori come **Michael Burry** di **Scion Asset Management**.

La spesa in infrastrutture IA si propaga lungo l'intera catena di fornitura asiatica, dalla produzione taiwanese al packaging malese, fino ai chip di memoria coreani, e si traduce in avanzi commerciali che sostengono le rispettive valute, un canale di trasmissione che

i modelli macroeconomici tradizionali, costruiti sui cicli delle materie prime o sui differenziali di tasso, faticano a catturare, perché la variabile esplicativa non è il petrolio né il costo del denaro, ma la domanda di potenza di calcolo.

Per l'investitore italiano, il punto di attenzione pratico è su più livelli. Il primo riguarda il rischio cambio: gli **Etf** settoriali su intelligenza artificiale e semiconduttori accessibili da Milano sono in larga parte denominati in dollari, quindi comprare **Nvidia** o **TSMC** tramite questi strumenti significa acquistare anche esposizione al biglietto verde.

Diversificare verso **won, dollaro taiwanese** e **ringgit** offre una coperta più solida rispetto al dollaro nudo, perché queste monete restano ancorate a flussi commerciali reali, non a flussi finanziari speculativi.

Il secondo riguarda l'esposizione indiretta del tessuto industriale italiano. L'Italia non produce chip di calcolo primario, ma **STMicroelectronics**, con impianti anche in Asia, resta sensibile alla domanda complessiva di semiconduttori e ai costi di test e packaging nel Sud-Est asiatico. Il comparto italiano di macchinari per automazione e packaging lavora come fornitore di secondo livello per l'intera catena asiatica: un riassestamento della filiera, con nuovi impianti in costruzione negli Stati Uniti, genera nuova domanda anche per questi fornitori.

Il terzo riguarda gli strumenti di allocazione: accedere direttamente al **won** o al **dollaro taiwanese** resta complesso per il risparmiatore italiano, tra controlli sui capitali e illiquidità dei mercati valutari locali. Gli **Etf** obbligazionari sui mercati emergenti in moneta locale, che includono **Corea**, **Taiwan** e **Malesia**, permettono di catturare la stabilità relativa di queste valute senza l'onere operativo dell'accesso diretto.



Nella foto sopra Michael Burry di Scion Asset Management; sotto Hong Leong Investment Bank



Infine, un'asimmetria di fondo: mentre la **BCE** resta vincolata all'inflazione interna e alla crescita debole dell'Eurozona, le banche centrali coreana e taiwanese beneficiano di un cuscinetto strutturale legato ai loro surplus commerciali, un vantaggio che rende le loro valute relativamente più solide a parità di rendimento nominale rispetto ai titoli di Stato europei.

Il rovescio della medaglia è che la correlazione tra chip e cambio è oggi talmente stretta che un rallentamento della spesa in data center, o un nuovo valzer di dazi americani, si trasmetterebbe quasi immediatamente ai cambi di tutti e tre i paesi.

Detto altrimenti: la stessa dinamica racconta, in controluce, quanto sia concentrato il rischio geografico della filiera IA globale: tre economie di dimensioni relativamente contenute stanno oggi assorbendo una quota sproporzionata dei flussi di capitale legati all'IA, con tutta la fragilità che questo comporta se il ciclo dovesse invertirsi.

23 SETTEMBRE 2026, QUANDO SONO CAMBIATI SENTIMENT E ASPETTATIVE SUI TITOLI DI STATO





Alberto Forchielli e
Fabio Scacciavillani

C'è un momento in cui un mercato passa di scatto dalla normalità a uno stato di forte tensione che prelude al panico. Forse il 23 settembre 2026 sarà ricordato come quel momento per il mercato obbligazionario americano (e globale). **Il rendimento del Treasury americano a dieci anni è balzato al 5,12%, impennnandosi di circa 16 punti base in una sola seduta: è il livello più alto dal luglio 2007**, quando i mercati soffrivano le prime avvisaglie della crisi finanziaria che esplose con la bancarotta di **Lehman Brothers** e provocò la Grande Recessione.

Soprattutto, il 23 settembre non è sembrata meramente un'altra giornata negativa per i bond. **Sono cambiati il sentimento e le aspettative nel mercato**. Dopo mesi nei quali l'aumento dei rendimenti era apparso come un processo graduale di riaggiustamento, l**a vendita dei titoli di Stato ha assunto improvvisamente le caratteristiche di una fuga dalla duration**.

L'innesco della risk aversion è soprattutto la massa di obbligazioni che il Tesoro Usa deve collocare per finanziare deficit e rifinanziare il debito esistente. E Washington non è l'unico emittente che cerca capitali. Francia, Regno Unito e Italia, per esempio, fronteggiano anch'essi deficit e fabbisogni di rifinanziamento considerevoli. **A questa monumentale fame di capitali del settore pubblico si sta aggiungendo un gigantesco concorrente privato: l'intelligenza artificiale**.

La corsa alla costruzione di data center, infrastrutture energetiche e capacità di calcolo sta trasformando le grandi società tecnologiche in scatenati emittenti. **Amazon, Alphabet, Meta** e **Oracle** avevano già emesso circa 194 miliardi di dollari di obbligazioni nei primi mesi del 2026, contro 108 miliardi nell'intero 2025. **Goldman Sachs** prevede che le emissioni delle cinque grandi hyperscaler possano arrivare a circa 400 miliardi nel 2027.

Il fenomeno è tutt'altro che marginale. Secondo un'analisi pubblicata da **UBP**, nel 2026 le cinque hyperscaler potrebbero investire circa 820 miliardi di dollari in conto capitale, una cifra superiore al loro cash flow operativo complessivo. La differenza deve necessariamente essere finanziata, attraverso obbligazioni, project financing, prestiti e altre forme di debito.

E qui emerge uno dei contrasti più inquietanti del nuovo ciclo finanziario. **Gli Stati hanno bisogno di collocare quantità crescenti di titoli proprio mentre le società che stanno alimentando il boom dell'intelligenza artificiale devono raccogliere quantità crescenti di capitale dallo stesso bacino di investitori**. È una banale questione di domanda e offerta prima ancora che di politica monetaria.

A complicare ulteriormente il quadro c'è il petrolio. La guerra con l'Iran non mostra ancora una via d'uscita e l'aumento dei prezzi dell'energia alimenta le aspettative d'inflazione. Il problema per le banche centrali è evidente: di fronte a un rallentamento dell'economia sarebbe normalmente possibile pensare a una riduzione dei tassi. Ma se contemporaneamente il comparto energetico spinge verso l'alto l'inflazione, quella stessa medicina rischia di essere impraticabile.

SCANSIONA IL QR-CODE
PER CONTINUARE A LEGGERE >



CAPEX AI: IL DILEMMA DELLA BOLLA NON "SE", MA QUANDO SCOPPIERÀ?

di Gian Marco Litrico

SECONDO TAVIS MCCOURT, STRATEGIST DI RAYMOND JAMES, LA SPESA CUMULATA IN UNA NUOVA TECNOLOGIA TENDE A RAGGIUNGERE CIRCA UN QUARTO DEL PIL PRIMA CHE IL SISTEMA ARRIVI A UN CRAC

La domanda che scuote Wall Street dalle fondamenta è la stessa da settimane: quando scoppierà la bolla del capex per l'Intelligenza Artificiale? **Barron's** ha risposto con un approccio storico piuttosto raro nel giornalismo finanziario americano, in un articolo di copertina che ripercorre 250 anni di cicli di investimento negli Stati Uniti per ricavarne una regola empirica, la "Regola del 25%", formulata da **Tavis McCourt**, strategist di **Raymond James**.

Dalla febbre **ferroviaria** degli anni Sessanta dell'**Ottocento** all'elettrificazione degli anni Venti, fino alle bolle dot-com e immobiliare tra fine anni **Novanta** e **2008**, i cicli di investimento trasformativi seguono uno schema simile: arriva una nuova tecnologia, l'entusiasmo degli investitori gonfia le valutazioni, seguono emissioni di azioni e debito e una concentrazione crescente attorno a pochi vincitori, prima della correzione o dello scoppio.

Il cuore statistico della tesi di McCourt è che la spesa cumulata in una tecnologia trasformativa tende a raggiungere circa un quarto del Pil prima che il sistema arrivi a un livello di stress sufficiente a innescare una correzione profonda.

Risultato: se la spesa per l'AI proseguisse al ritmo attuale, il livello indicato dal modello non sarebbe raggiunto prima dei primi anni Trenta. È una finestra temporale ben più lunga di quella su cui ragionano oggi i mercati, dove ogni trimestre di guidance sul capex viene letto in tempo reale come un possibile campanello d'allarme.

La ricostruzione è suggestiva, ma resta un'ipotesi, non una legge economica, e le obiezioni non mancano. Alcune ovvie: i cicli storici non sono identici tra loro e la soglia di McCourt si basa su una casistica troppo limitata per essere trattata come costante statistica.

I numeri, poi, vanno maneggiati con cautela: Barron's stima la spesa cumulata in AI dall'inizio del 2024 attorno ai 1.150 miliardi di dollari, contro una soglia indicativa di circa 7.500 miliardi, ovvero il 25% del Pil a stelle e strisce.

Il confronto dipende però da come si definiscono le due grandezze. Nel numeratore possono rientrare GPU, server, reti, data center, infrastrutture elettriche, software, leasing e investimenti di aziende **non hyperscaler**; nel denominatore bisogna chiarire se si usa il Pil nominale di un solo anno, una media di periodo o un'altra misura.

Senza queste precisazioni, i due numeri non sono davvero comparabili, e la soglia





va letta come ordine di grandezza, non come punto di rottura matematico.

La stessa soglia, peraltro, non esclude crisi anticipate: un singolo operatore può soffrire per il crollo del free cash flow, un settore può trovarsi con capacità in eccesso e il costo del credito può salire molto prima che l'investimento cumulato raggiunga una quota rilevante del PIL.

Alphabet è la cartina di tornasole di queste dinamiche: pur restando positivo su base annua, il titolo ha perso oltre il 15% dai massimi di maggio, per effetto della possibile fuga di talenti dai laboratori di **Google** e dei ritardi nello sviluppo dei nuovi **modelli Gemini**, ma soprattutto dopo che la società ha alzato la guidance sul capex 2026 a 195-205 miliardi di dollari (dai precedenti 180-190), annunciando un programma di raccolta azionaria fino a circa 85 miliardi, in parte già utilizzato.

Il mercato non ha punito la spesa in AI come tale, ma il fatto che il conto delle infrastrutture arrivi prima dei ricavi che dovrebbero giustificarla.

Questo nonostante il ricorso al mercato non dimostri di per sé che Alphabet non sia in grado di finanziare internamente i propri investimenti, ma possa riflettere la scelta di conservare liquidità, proteggere la flessibilità finanziaria o distribuire il rischio tra capitale azionario, debito e flussi di cassa.

Amazon, intanto, viaggia verso circa 200 miliardi di dollari di capex nel 2026, **Microsoft** verso 190 miliardi e **Meta** verso 115-145 miliardi dopo una revisione al rialzo. Le prime quattro big tech insieme puntano verso oltre 700 miliardi di dollari di capex nel 2026, quasi il doppio rispetto al 2025.

Gli analisti di **Goldman Sachs Research** hanno portato la stima cumulata del capex dei quattro maggiori hyperscaler tra il 2025 e il 2030 a circa 5.300 miliardi di dollari, dai 4.500 miliardi calcolati in precedenza; una stima più ampia, comprensiva di potenza elettrica e data center, arriva a circa 7.600 miliardi tra il 2026 e il 2031. Sono scenari costruiti su ipotesi di domanda di calcolo e di adozione dell'AI, non previsioni certe della spesa effettiva.

Allo stesso tempo, la spesa record attuale non è guidata unicamente dalla ricerca di nuovi profitti, ma dalla difesa del posizionamento di mercato. Per player dominanti come Google o Microsoft, il rischio strategico ed economico di un sotto-investimento e la conseguente perdita della leadership nella ricerca o nei servizi cloud è percepito come di gran lunga superiore al rischio di sovraccaricare il capex e comprimere i margini nel breve periodo.

Due elementi complicano ulteriormente il quadro. Il primo: a differenza delle ferrovie dell'Ottocento o della fibra ottica degli anni Novanta, capaci di mantenere utilità fisica e valore infrastrutturale per decenni a costi di manutenzione contenuti, i server, i chip avanzati e gli acceleratori grafici di oggi soffrono di un'obsolescenza tecnologica molto più rapida: un data center richiede sostituzioni continue di hardware nel giro di pochi anni, e una GPU può continuare a funzionare fisicamente e perdere comunque gran parte del proprio valore economico non appena arriva la generazione successiva. Per questo il capex cumulato non basta a valutare il ciclo: occorre misurare anche la vita economica degli asset e il rendimento prodotto per ogni dollaro investito.

Il secondo elemento è rappresentato dal modo, sempre più articolato, quando non opaco, con cui la spesa viene finanziata. **Nvidia** si è impegnata a fornire fino a 100 miliardi di dollari collegati all'espansione della capacità di calcolo di **OpenAI**, un impegno la cui natura esatta (investimento azionario, credito di fornitore, accordo

Nella pagina accanto, Tavis McCourt, strategist di Raymond James
In questa pagina, sopra la sede di Barron's, sotto la sede di Amazon



commerciale o una combinazione) resta determinante per capire di cosa si tratti davvero. OpenAI, **Oracle** e **SoftBank** hanno lanciato il progetto **Stargate**, con l'obiettivo dichiarato di arrivare a circa 500 miliardi di dollari di investimenti e 10 gigawatt di capacità, un traguardo annunciato e distribuito nel tempo, ma non ancora raggiunto.

Queste operazioni alimentano una domanda più importante delle singole cifre: quanto della capacità futura è finanziato dalla domanda finale e quanto, invece, da una catena di investimenti tra fornitori, hyperscaler, startup e operatori finanziari? Il rischio di finanziamento circolare non riguarda ogni partnership commerciale, ma merita attenzione quando il fornitore di chip investe nel cliente, il cliente acquista i chip dal fornitore e il valore dell'intera catena dipende dalla crescita futura dei ricavi AI.

Alla fine, il segnale da monitorare potrebbe non essere la quota di PIL assorbita dal capex, ma il costo del credito dedicato agli hyperscaler. Se il paniere di obbligazioni emesse dalle grandi piattaforme per finanziare l'AI continuasse ad allargarsi rispetto all'indice investment grade generale, la bolla potrebbe incrinarsi non per un calo della domanda AI, ma per un aumento del costo del capitale che rende meno sostenibile un modello sempre più basato su debito e meno su liquidità propria.

Il problema non è soltanto se esista capitale sufficiente, ma a quale prezzo e con quale rendimento atteso.

Il parallelo storico con ferrovie, elettrificazione e fibra ottica resta utile, ma non



è lineare. Le ferrovie costruite in eccesso contribuirono a fallimenti bancari ricorrenti, ma i binari rimasero e sostennero la crescita industriale per un secolo; la fibra ottica posata in eccesso durante la bolla dot-com diventò poi infrastruttura essenziale per il traffico Internet globale.

Il parallelo con l'AI suggerisce che, anche in uno scenario di rottura anticipata, i data center non svanirebbero: potrebbero cambiare proprietario o essere acquistati a prezzi di saldo. L'AI potrebbe insomma generare una "bolla produttiva": investimenti e valutazioni eccessive nel breve periodo, accompagnati però dalla costruzione di un'infrastruttura che nel lungo termine rimane utile. In una schumpeteriana "distruzione creativa", gli investitori iniziali potrebbero ottenere rendimenti deludenti, mentre gli utilizzatori successivi potrebbero beneficiare di capacità abbondante e prezzi più bassi.

Le ferrovie costruite in eccesso, la rete elettrica e la fibra ottica mostrano insomma che una bolla può lasciare dietro di sé infrastrutture preziose. Ma mostrano anche che il fatto che un'infrastruttura resti utile non significa che il capitale investito per costruirla abbia prodotto un buon rendimento.

Tanto più nel caso dell'AI, visto che il riutilizzo non è garantito quanto lo fu per binari e cavi: pesano la disponibilità di energia e connessioni alla rete, il costo di aggiornamento dell'hardware e la differenza tra infrastrutture pensate per il training e infrastrutture pensate per l'inferenza, proprio per la rapidità con cui l'hardware AI invecchia.

Per chi segue i mercati da Milano, la sintesi resta ambivalente. Da un lato, la storia di 250 anni di cicli di capex suggerisce prudenza verso chi scommette su un crollo imminente sulla base delle sole valutazioni elevate: la fase di massima euforia può precedere di anni, non di mesi, il vero punto di rottura, anche se si tratta di precedenti selezionati, non di una garanzia temporale. Dall'altro, il caso Alphabet dimostra che il mercato ha già iniziato a distinguere, dentro il tema AI, tra chi finanzia la crescita con flussi di cassa propri e chi dipende sempre più da debito, emissioni azionarie o accordi finanziari complessi: una selettività che potrebbe anticipare, titolo per titolo, quello che la Regola del 25% colloca in un futuro ancora lontano sull'intero ciclo macroeconomico.



In questa pagina, sopra Apparecchiature Nvidia a sinistra la sede di Google

FORMAZIONE CERTIFICATA, PRIORE: "IL VALORE È NELLE COMPETENZE, NON NEL MARKETING"

di Valentina Menassi

IL PRESIDENTE EMERITO ANASF RACCONTA L'EVOLUZIONE DELLA CERTIFICAZIONE PER I CONSULENTI FINANZIARI TRA ITALIA E STATI UNITI E SPIEGA PERCHÉ PREPARAZIONE, VERIFICA DELLE CONOSCENZE E ATTENZIONE AL CLIENTE CONTANO PIÙ DI UNA SIGLA SUL BIGLIETTO DA VISITA

Quanto conta davvero una certificazione nel percorso di un consulente finanziario? In un settore in cui competenze, aggiornamento e capacità di rispondere ai bisogni dei clienti sono sempre più centrali, la formazione certificata può rappresentare molto più di un titolo da esibire. **Francesco Priore**, presidente emerito di **Anasf**, ripercorre l'evoluzione di questa cultura tra Italia e Stati Uniti.

Quanto è importante, per un consulente finanziario, seguire un iter di formazione certificata?

È sempre più importante, perché la consulenza finanziaria è una professione relativamente giovane. Come tutte le nuove professioni, è nata dall'esigenza di acquisire conoscenze utili a svolgere meglio il proprio lavoro. Inizialmente la formazione si sviluppava soprattutto all'interno delle imprese e dei gruppi professionali; poi, attraverso l'esperienza sul campo e il confronto tra colleghi, le conoscenze sono state messe a fattor comune. La certificazione aggiunge un elemento importante: dà a chi investe tempo e risorse nella propria preparazione una garanzia esterna sul percorso svolto e sulle competenze acquisite.

Che cosa insegnano l'esperienza italiana e quella americana?

Negli Stati Uniti la certificazione fa parte da tempo della cultura professionale. Conta meno il titolo accademico in sé e molto il fatto di essere certificati per una determinata attività. In Italia e in Europa il percorso è stato diverso: da noi il valore della laurea e della specializzazione resta forte, mentre la certificazione non è ancora così diffusa nell'immaginario dei clienti. Per il professionista, però, significa acquisire maggiore consapevolezza delle proprie competenze. L'esperienza americana ha mostrato quanto la formazione continua possa diventare parte dell'identità professionale, mentre in Italia si è costruito progressivamente un sistema più regolamentato.



Quanto ha contato la volontà della categoria di qualificarsi?

Molto. Quando la professione non era ancora pienamente regolamentata, con Anasf si cercò una strada di autodisciplina. Vennero introdotti percorsi che prevedevano studio, esami e regole di comportamento. Fu un modo per dimostrare concretamente la volontà della categoria di qualificarsi e, successivamente, arrivare a una regolamentazione. Formazione, specializzazione e competenze sono esigenze che partono dagli stessi professionisti e dai problemi che incontrano ogni giorno nel rapporto con i clienti.

Oggi, anche online, c'è molta offerta formativa. Come ci si difende dalla "fuffa"?

Non è sempre facile, ma chi ha un minimo di esperienza sul campo si rende conto abbastanza presto se ciò che gli viene proposto ha contenuti solidi oppure no. Bisogna domandarsi se quello che si sta imparando serve veramente ad aiutare il cliente. Il principio dovrebbe essere semplice: mettersi nei suoi panni e considerare i suoi risparmi come se fossero i propri. Se si lavora in questa direzione, difficilmente si sbaglia.

La formazione certificata è anche un veicolo di marketing?

Direi che è qualcosa di più. La formazione certificata deve fornire al consulente strumenti per affrontare concretamente i problemi e aiutare il cliente a compiere scelte coerenti con i propri obiettivi. In Italia il concetto di certificazione non è ancora così radicato presso il pubblico, quindi non credo che il suo valore principale sia quello di essere esibito sul biglietto da visita. Ciò che conta è la consapevolezza di possedere determinate competenze: ascoltare le esigenze del cliente, essere preparati e avere gli strumenti necessari per trovare le soluzioni più adatte.



REINDUSTRIALIZZAZIONE AMERICANA, FRENATA CINESE. I NUMERI CHE AIUTANO TRUMP

di Gian Marco Litrico

LE DUE ECONOMIE, STATUNITENSE E CINESE, CHE INSIEME RAPPRESENTANO OLTRE UN TERZO DEL PRODOTTO INDUSTRIALE MONDIALE, SEMBRANO PROPRIO TROVARSI SU TRAIETTORIE OPPOSTE. ANCHE SE LA REALTÀ - LA STORIA INSEGNA - È PIÙ COMPLESSA DI UN DERBY

Negli **Stati Uniti** la produzione manifatturiera è in espansione da diversi mesi, sostenuta da tariffe doganali, incentivi fiscali e un'ondata di investimenti privati senza precedenti nei semiconduttori. In **Cina**, nello stesso periodo, il **PMI**, ovvero l'indice ufficiale dei responsabili degli acquisti manifatturieri, è scivolato più volte sotto la soglia di 50 punti che separa espansione e contrazione, segnalando una fase di debolezza della domanda interna e del settore immobiliare. Le due economie, che insieme rappresentano oltre un terzo del prodotto industriale mondiale, sembrano insomma trovarsi su traiettorie opposte, anche se la realtà è più complessa di un semplice racconto di vincitori e vinti.

Con l'indice **ISM** manifatturiero americano di agosto in territorio positivo per l'ottavo mese consecutivo, secondo i dati diffusi dall'**Institute for Supply Management**, e l'indice **PMI** manifatturiero elaborato da **S&P Global** sopra i 50 punti per un anno intero, un dato in controtendenza è venuto dal mercato del lavoro.

Mentre la produzione industriale statunitense ha raggiunto il livello più alto dal 2019 e la produttività del lavoro manifatturiero è cresciuta dell'1,9 per cento nel 2025, il numero di occupati nelle fabbriche è diminuito per due mesi consecutivi a metà 2026. E il ritmo dei tagli è il più veloce dal 2009, esclusa la fase pandemica. È il paradosso di una reindustrializzazione trainata da automazione e Intelligenza Artificiale più che da nuova occupazione diretta: le imprese producono di più investendo in capacità e tecnologia, non necessariamente assumendo.

Tre fattori concomitanti spiegano il paradosso: i dazi su acciaio, alluminio e semiconduttori (che hanno reso meno conveniente la produzione offshore), gli incentivi previsti dal CHIPS and **Science Act** e dall'**Inflation Reduction Act** per i settori dei semiconduttori, dell'energia pulita e delle batterie e l'ondata di investimenti privati

diretti nella manifattura avanzata, in particolare nei chip.
Il caso più eclatante è quello di **Taiwan Semiconductor Manufacturing Company**: a metà luglio ha annunciato un ulteriore investimento di 100 miliardi di dollari nello stabilimento in Arizona, portando l'impegno complessivo negli USA a 265 miliardi di dollari. Nello stesso comparto, anche **Micron Technology** ha messo sul piatto fino a 250 miliardi di dollari di investimenti.

Pesano di più su questa fase di reindustrializzazione gli incentivi fiscali introdotti da Biden oppure i dazi di Trump?

A **Wall Street**, il settore industriale ha beneficiato di questo clima: per **Zacks Investment Research**, il fondo quotato **S&P 500 Industrials Select Sector SPDR** ha guadagnato circa il 19% da inizio anno.
La delocalizzazione di ritorno ha dei protagonisti di peso: **GE Aerospace** investirà un miliardo di dollari per aumentare la produzione di motori negli Stati Uniti, **Caterpillar** ha spostato parte della produzione di macchine movimento terra dal Giappone a Georgia e Texas, con altri 725 milioni di dollari stanziati per l'impianto motori di Lafayette, in Indiana, mentre **EnerSys** sta trasferendo la produzione di batterie nel Kentucky per evitare i dazi e sfruttare i crediti d'imposta previsti dall'**Inflation Reduction Act**.
Wall Street, che dai fondi "faith-based" a quelli che investono in alcol, gioco d'azzardo e tabacco, ha un ETF per tutto (a fine aprile erano 5.100), ne ha ovviamente diversi anche per il reshoring manifatturiero, incluso un evocativo **First Trust RBA American Industrial Renaissance ETF**.



Operazione Reshoring negli Usa. Nella foto GE Aerospace, che investirà in patria un miliardo di dollari per aumentare la produzione di motori

Prima di brindare a un reshoring in parte onirico, però, va detto che la pressione sui prezzi resta elevata: l'indice **ISM** dei prezzi pagati dai produttori è a 71,1 punti ad agosto, un livello che segnala rincari diffusi nei costi degli input industriali, in parte legati proprio ai dazi che alimentano il reshoring.
Pesano di più su questa fase di reindustrializzazione gli incentivi fiscali introdotti dall'amministrazione **Biden** oppure i dazi di **Trump**?
Scordatevi un verdetto univoco, anche perché i due strumenti hanno operato in parallelo per gran parte del 2025 e del 2026, spesso sulle stesse aziende. **The Donald**, insomma, non ha smantellato gli incentivi ereditati, ma li ha selezionati.
Così i crediti d'imposta alla manifattura allineati con gli obiettivi di reshoring sono rimasti, mentre 47 miliardi di dollari di progetti legati all'**Inflation Reduction Act** sono stati sospesi o cancellati come spesa da "ideologia climatica".
Alcuni dati mettono l'accento sul ruolo degli incentivi fiscali. Il Dipartimento del Tesoro ha calcolato che, fino Q1 2026, i crediti d'imposta per l'energia pulita dell'**Inflation Reduction Act** hanno catalizzato oltre 320 miliardi di dollari di investimenti privati nella manifattura di energia pulita, nelle filiere dei veicoli elettrici e nelle infrastrutture di rete, con progetti distribuiti in 46 stati. Anche i grandi investimenti nei semiconduttori, come quelli di **TSMC, Micron, Intel** e **Samsung**, sono figli degli incentivi federali avviati nel 2022, ben prima dell'attuale ciclo tariffario.
Altri dati premiano invece i dazi del 2025: secondo fonti di settore, hanno accelerato l'abbattimento del divario di costo con l'offshore, spingendo gli

annunci di posti di lavoro da reshoring a +139% su base annua, in particolare per l'assemblaggio rapido negli Stati Uniti. Un'analisi di **IoT Analytics**, a un anno di distanza dai dazi del cosiddetto "**Liberation Day**" dell'aprile 2025, introduce però un elemento di scetticismo verso entrambe le narrazioni: in particolare mancano le prove di un boom manifatturiero riconducibile al reshoring, al di là di quanto sarebbe spiegabile con una normale fase ciclica di espansione industriale. La spesa per costruzioni manifatturiere risulterebbe anzi in calo del 21% rispetto al picco del giugno 2024, soprattutto per il crollo della spesa nel comparto elettronico ed elettrico (-44% dal picco), cioè proprio il comparto dei semiconduttori spinto dal **CHIPS Act**.

In altre parole, il ciclo di investimenti avviato con **Biden** si è in parte esaurito prima che i dazi di **Trump** potesse dispiegare pienamente il proprio effetto, rendendo ancora più arduo isolare il contributo dei due strumenti.

La lettura più prudente è che i due strumenti abbiano agito su leve diverse, più che in competizione diretta tra loro: gli incentivi fiscali sembrano aver mosso soprattutto grandi progetti di capitale a lungo ciclo, come gli stabilimenti di semiconduttori e le giga-fabbriche di batterie, mentre i dazi sembrano aver influenzato più le decisioni di breve periodo su dove assemblare o dove evitare un costo immediato. Nessuno dei due strumenti, in ogni caso, ha finora risolto il paradosso occupazionale menzionato: la produzione sale, l'occupazione manifatturiera no.

Sull'altro versante del Pacifico, l'indice **PMI** manifatturiero ufficiale pubblicato dall'**Ufficio Nazionale di Statistica cinese** ha registrato ripetute incursioni sotto la soglia dei 50 punti nel corso del 2026, complici un calo della domanda interna e i tifoni che hanno interrotto la produzione in diverse regioni.



Sopra, Donald Trump con la tabella dei dazi. Sotto, Xun Tiancheng, economista senior dell'Economist Intelligence Unit

Nella pagina accanto Joe Creed di Caterpillar Inc., gruppo che ha spostato parte della produzione delle macchine movimento terra dal Giappone agli Usa. Altra realtà impegnata nel reshoring è TSMC



La produzione industriale a valore aggiunto è cresciuta (4,1%) meno del previsto (5,8%), mentre il PIL è cresciuto del 4,3% su base annua, sotto la soglia minima del 4,5% che **Pechino** si era posta come obiettivo per l'anno.

Dietro questi numeri (da leccarsi i bassi in Occidente) si intrecciano più fattori strutturali in Cina: la domanda interna resta debole, la crisi del settore immobiliare continua, c'è un eccesso di capacità produttiva in diversi comparti industriali mentre le politiche di stimolo sono più caute del solito, in parte per il timore di alimentare bolle speculative sui mercati azionari interni. **Xun Tiancheng**, economista senior dell'**Economist Intelligence Unit**, prevede una progressiva eliminazione di sussidi industriali in eccesso e l'introduzione di prezzi minimi in più settori, segno che **Pechino** considera il surplus di capacità un problema strutturale da correggere, non solo congiunturale.

Un capitolo a parte riguarda la siderurgia: le esportazioni di acciaio sono cresciute del 7,5% su base annua nel 2025, mentre le importazioni cinesi dello stesso prodotto sono scese dell'11,1%. È il segno di un apparato industriale che continua a produrre oltre le proprie necessità interne e riversa l'eccedenza sui mercati internazionali, alimentando le tensioni commerciali con **Stati Uniti** ed **Unione Europea** sul fronte dei dazi anti-dumping.

Di fronte al rallentamento economico, le autorità di **Pechino** hanno inizialmente evitato stimoli massicci, confidando nel rimbalzo guidato dalle esportazioni. Con il peggiorare della si-

tuazione nella seconda metà del 2026, il governo ha potenziato i sussidi sui tassi d'interesse per consumatori e piccole imprese private, attivando inoltre un fondo agevolato da 119 miliardi di dollari per gli enti locali a fronte del calo degli investimenti fissi. Secondo gli analisti di **Eurasia Group** citati da **CNBC**, la priorità della leadership cinese resta la gestione dei rischi legati a immobiliare, debito locale e finanza minore, anziché la crescita rapida.

Non tutto il comparto industriale cinese, peraltro, arretra allo stesso modo. L'indice PMI privato, che riflette in misura maggiore le imprese di piccole dimensioni orientate all'export, si è mantenuto sopra la soglia di espansione per gran parte dell'anno. Le esportazioni, insomma, hanno retto meglio della domanda interna, e i settori legati all'alta tecnologia, in particolare quelli connessi all'AI, hanno continuato a mostrare margini più solidi rispetto all'industria tradizionale.



Ricapitolando: la realtà restituita dai numeri è più sfumata e distante dalla fotografia di un'America che risorge industrialmente mentre la Cina arretra. Negli **Stati Uniti** la crescita della produzione convive con un calo dell'occupazione manifatturiera e con costi degli input in aumento, il che solleva interrogativi sulla sostenibilità sociale del modello, oltre che sul suo impatto inflazionistico. In **Cina** il rallentamento riguarda soprattutto i comparti legati alla domanda interna e all'edilizia, mentre l'export e i settori tecnologici avanzati mantengono una resilienza che il solo indice PMI ufficiale non cattura pienamente.

Di fronte al rallentamento economico le autorità di Pechino hanno inizialmente evitato stimoli massicci confidando nelle esportazioni



Quello che i mercati sembrano aver già prezzato è una ricomposizione della catena del valore industriale globale, più che una sostituzione netta di un polo produttivo con un altro. Gli investimenti annunciati da **TSMC** negli Stati Uniti, insieme ai piani analoghi di **Micron**, descrivono uno spostamento reale ma parziale e concentrato in pochi settori ad alta intensità di capitale, in particolare i semiconduttori più avanzati destinati all'AI. Per gli investitori, il tema della reindustrializzazione americana resta legato più alla capacità di alcune aziende di intercettare la domanda di infrastrutture per l'AI che a un ritorno generalizzato della manifattura leggera, mentre per la Cina la domanda aperta è se lo stimolo fiscale annunciato dal governo per la seconda parte dell'anno riuscirà a invertire la debolezza dei consumi interni prima che il rallentamento industriale si trasferisca in modo più marcato al mercato del lavoro.



ESG: IL MAGICO ACRONIMO CHE NON FUNZIONA PIÙ

di Gloria Valdonio

LA TENSIONE DEI GRANDI INVESTITORI VERSO LA SOSTENIBILITÀ NON È VENUTA MENO, MA VIENE AFFRONTATA CON MOLTO PIÙ PRAGMATISMO RISPETTO ALLA PRIMA FASE. SETTORI UN TEMPO BANDITI, COME QUELLO DEGLI ARMAMENTI, OGGI VENGONO RIABILITATI. E IL FAMOSO "GREENIUM" SI È FORTEMENTE RIDOTTO NEGLI ULTIMI ANNI

Solo pochi anni fa la sostenibilità in portafoglio era un dogma per il bravo risparmiatore. Sulla scia delle mediatiche imprese dell'attivista **Greta Thunberg** non c'era banca o consulente finanziario che non proponesse un prodotto di investimento "sostenibile" qualunque cosa volesse dire, benché contrassegnato dall'acronimo **Esg** (*Environmental, social, governance*), mentre i grandi fondi acquistavano titoli delle aziende virtuose escludendo quelle cattive, come le multinazionali del tabacco, dell'energia fossile e della difesa. E oggi? Gli Stati Uniti hanno eletto un presidente con la promessa del "drill, baby, drill" (trivellare, baby, trivellare) e che mostra un atteggiamento scettico nei confronti del cambiamento climatico di origine antropica. E l'Unione europea, in un crescente clima bellico dopo la guerra russo-ucraina, ha messo in cima alla sua agenda il riarmo piuttosto del **Green Deal**, l'ambizioso **Patto Verde** varato l'11 dicembre 2019 che mira ad azzerare le emissioni nette di gas serra e diventare il primo continente climaticamente neutro entro il 2050. In un contesto di mercato in cui sostenibilità e mercato vanno in due direzioni diverse, l'investitore è al bivio.

LE STRANE SCELTE DEI FONDI GREEN

Oggi la posizione dei grandi investitori rispetto alle tematiche è disincantata e rigorosa al tempo stesso. Come spiega **Gian Marco Salcioli**, strategist di **Assiom Forex**, la tensione verso i criteri Esg non è venuta meno, anche se viene affrontata con molto più pragmatismo rispetto alla prima fase. Del resto, Esg è un acronimo molto ampio: non significa soltanto decarbonizzazione e tutela dell'ambiente, ma comprende anche rispetto dei diritti umani e delle minoranze, uguaglianza di genere, inclusione, condizioni e sicurezza sul lavoro, tutela dei dipendenti, delle comunità, dei consumatori, sicurezza dei prodotti e altro ancora. Troppe cose e dai contorni poco definiti.

«Sono aspetti che, prima ancora di essere finanziari, rappresentano una questione di civiltà. Quello che non bisogna però dimenticare – e forse è stato l'errore imperdonabile della prima ora – è considerare questa vasta categoria di parametri come un valore assoluto, indipendente dall'economicità dell'impresa», dice Salcioli. Che aggiunge: «Per un investitore la redditività rimane cruciale: un'azienda che non genera ritorni adeguati e non è finanziariamente solida difficilmente può essere sostenibile dal punto di vista Esg nel lungo periodo». In fondo, secondo lo strategist, la vera sfida è proprio questa: garantire la sostenibilità economico-finanziaria dell'impresa per rendere «sostenibile anche la sostenibilità ambientale e sociale». Secondo **Etica Sgr**, siamo di fronte a un panorama, dai grandi investitori istituzionali agli asset manager internazionali, fortemente articolato e in



Nella foto Gian Marco Salcioli, strategist di Assiom Forex. Sotto: Gabriel Debach, market analyst di eToro per l'Italia

parte polarizzato. Da un lato, le tensioni geopolitiche e il mutato contesto dei tassi hanno spinto molti operatori a rivedere o allentare le politiche di esclusione nei settori controversi: secondo i dati **Morningstar Direct** e **Morningstar Sustainalytics Research** aggiornati a giugno 2025, **il 54% dei fondi azionari europei classificati Articolo 8 (i cosiddetti light green) presenta un'esposizione al settore aerospaziale e della difesa**. «D'altra parte», aggiunge **Roberto Grossi**, direttore generale di **Etica Sgr**, «molti investitori istituzionali più strutturati riconoscono che i rischi ambientali e sociali, come il cambiamento climatico, la scarsità idrica, la perdita di biodiversità e le disuguaglianze, costituiscono fattori di instabilità macroeconomica che incidono direttamente sui bilanci aziendali e sulla stabilità delle filiere». Insomma, le cose sono cambiate a dispetto di quelle aziende quotate, tra tutte quelle del settore automotive europeo, che negli anni passati si sono viste escludere dalla rosa delle società "investibili" per ragioni etiche che oggi non hanno più lo stesso valore.

ESG E BORSA

Ma i criteri Esg premiano ancora in Borsa? O meglio esiste ancora il "*greenium*", ovvero il premio verde? «Non in modo sistematico», risponde **Gabriel Debach**, market analyst di **eToro** per l'Italia. «Premiano a tratti, dentro certi regimi di mercato, e spesso per ragioni che con la virtù ambientale o sociale hanno poco a che fare. Quello che viene venduto come extra-rendimento Esg è, nella maggior parte dei casi, un mix di esposizioni fattoriali e composizione settoriale».
Gli ultimi dati di **Morgan Stanley** lo mostrano bene. Nel primo semestre 2026 i fondi sustainable hanno reso in media il 4,9%, contro il 4% dei fondi tradizionali. Un vantaggio che sembra un premio Esg, ma che dipende in buona parte dalla composizione dei portafogli: «I fondi sustainable hanno in portafoglio il 56% in azionario contro il 41% dei fondi tradizionali, mentre sul reddito fisso sustainable il rendimento è stato negativo», spiega Debach. C'è poi un dato che pesa più di tutti gli altri. Sull'**S&P 500**, tra il 2005 e il 2024, i portafogli a basso punteggio Esg hanno battuto quelli ad alto punteggio in rendimento assoluto. Aggiustando per il rischio, la differenza scompare quasi del tutto. «Lo score Esg, da solo, non predice extra rendimento», dice Debach. Inoltre, escludere interi settori (come i combustibili fossili) può talvolta favorire o penalizzare il fondo a seconda dei cicli di mercato, mentre in generale ridurre l'universo d'investimento può alterare il profilo di rischio-rendimento rispetto a un indice globale totale.



QUALE PREMIO BORSISTICO PER IL GREENIUM

Il greenium, secondo Debach, significa quindi che gli investitori accettano un rendimento atteso leggermente più basso per detenere asset percepiti come più sostenibili, perché li pagano di più oggi. Le stime indicano sull'azionario globale circa 39 punti base annui di rendimento atteso in meno per ogni deviazione standard di green score, circa 18 punti base sulle obbligazioni corporate e circa 19 punti base sul **Wacc** (costo medio ponderato del capitale). Secondo Salcioli è difficile attribuire oggi all'Esg un premio borsistico univoco e quantificabile. Nel mercato obbligazionario, invece, in passato era più facilmente osservabile il greenium: a parità di emittente e caratteristiche, un green bond poteva offrire un rendimento leggermente inferiore – e quindi avere un prezzo maggiore – rispetto a un'obbligazione tradizionale, perché la domanda di fondi e investitori era significativamente superiore all'offerta disponibile. Negli ultimi anni questo premio si è fortemente ridotto e in diversi segmenti è sostanzialmente scomparso. Sull'azionario il discorso è più complesso: i grandi investitori utilizzano sistemi di **scoring** che analizzano spesso decine, se non centinaia, di KPI (indicatori di prestazione) relativi alla E, alla S e alla G, incorporandoli nella valutazione complessiva dell'impresa. «Non vedo però un premio Esg separabile con precisione dagli altri fattori che determinano il valore di un titolo. L'Esg rimane

piuttosto un pillar importante della valutazione complessiva: può incidere sul profilo di rischio, sul costo del capitale, sulla reputazione e sulle prospettive di crescita, ma sempre insieme a redditività, cash flow, struttura finanziaria e qualità del business», spiega Salcioli.

DRONI E AI

Se è difficile conciliare la sensibilità Esg con la corsa agli armamenti, l'impresa si fa ancora più ardua se si cercano consonanze con lo sviluppo incontrollato dell'energivora intelligenza artificiale. Nel caso degli armamenti, secondo Debach, non si concilia fingendo che siano la stessa cosa. Si disaggrega. «Si sta passando da una logica di esclusione a una di selezione dei rischi», dice lo strategist. «Nel settore della difesa il conflitto non è tra "pace" ed Esg. È tra esclusione etica, screening normativo delle armi proibite e integrazione di governance, corruzione e diritti umani. L'Europa si sta muovendo chiaramente verso questa seconda impostazione». Nel caso dell'intelligenza artificiale, invece, il conflitto è fisico, non semantico. **Considerare Esg una società tecnologica ignorandone l'impronta energetica sarebbe una contraddizione**. L'Agenzia Internazionale per l'Energia stima che i consumi elettrici dei data center possano quasi raddoppiare entro il 2030, verso quota 950 TWh. «La discriminante diventa chi sostiene questa crescita con maggiore efficienza, reti adeguate, energia rinnovabile, nucleare o altre fonti affidabili», dice Debach. **La rigidità degli esordi Esg, quindi, lascia spazio a mille sfumature di verde che virano tutte verso il pragmatismo dell'efficienza energetica e della temperatura del rischio ambientale rispetto al rigido decalogo dell'era di Greta Thumberg**. E infatti, come spiega Grossi, l'integrazione dei fattori Esg consente di ampliare la lettura del rischio, considerando aspetti legati al cambiamento climatico, allo stress idrico, alla biodiversità, alle filiere e alla qualità della governance, che gli indicatori contabili da soli possono cogliere solo parzialmente o quando i loro effetti sono già emersi. «In contesti di incertezza e volatilità, questo approccio può contribuire a una gestione più consapevole del rischio di portafoglio e a valutare meglio anche i costi della transizione e dell'inazione», afferma Grossi. Che aggiunge: «È in questa prospettiva di lungo periodo che, per noi, i criteri Esg continuano ad avere valore: aiutano a costruire investimenti più selettivi, consapevoli e orientati a durare nel tempo»

IMPERATIVO CATEGORICO: NIENTE ARMI IN PORTAFOGLIO

Sul fronte degli armamenti la risposta di **Etica Sgr** è netta: **l'investimento in armi non è conciliabile con la sostenibilità**. Il settore bellico, responsabile di circa il 5,5% delle emissioni globali di gas serra secondo una stima del 2022 di *Scientists for Global Responsibility* e *Conflict and Environment Observatory*, non produce esternalità sociali positive; anzi, drena risorse essenziali per lo sviluppo socioeconomico e causa rilevanti impatti ambientali. «Tentare di riabilitare la difesa dentro i perimetri Esg significa ridefinire i criteri della finanza responsabile in funzione delle emergenze del momento, con il rischio di indebolirne coerenza e significato. Per questo Etica Sgr esclude l'intera filiera delle armi, sia controverse sia convenzionali», afferma Grossi. **Quanto all'IA, presenta forti criticità ambientali legate all'elevato consumo energetico dei data center, ma anche rischi sociali e di rispetto dei diritti umani, dall'automazione delle mansioni alla grave minaccia dei sistemi d'arma autonomi**. In questo ambito, la sensibilità Esg si traduce in un'azione di stewardship attiva: Etica Sgr promuove l'uso responsabile dell'IA aderendo alla **Collective Impact Coalition for Ethical AI** e ha promosso, insieme alla coalizione **Stop Killer Robots**, *l'Investor Statement on Autonomous Weapons*, con cui gli investitori firmatari chiedono ai governi un trattato internazionale che regolamenti questi aspetti e vieti le armi autonome capaci di colpire senza controllo umano. In ogni caso finanza e sostenibilità non hanno più una correlazione diretta, semplicemente perché il confine tra ciò che è sostenibile e ciò che non lo è così sfumato che tutto, di fatto, può essere messo o escluso. Tanto che la piattaforma *JustEtf* ha rilevato che dal 2022 a oggi i comparti azionari Esg, compresi sia Etf sia fondi comuni tradizionali, con qualche esposizione alla filiera delle armi nucleari sono aumentati di oltre il 50%, superando quota 2mila.



Nella foto Roberto Grossi, direttore generale di Etica Sgr



NON SOLO NUMERI

IL FATTORE UMANO CHE DECIDE IL RISIKO BANCARIO

*di Nicola Ronchetti**

IL BANCHIERE CHE ASPIRA A VINCERE LA PARTITA DEL RISIKO BANCARIO IN ATTO DEVE SAPER USARE UNO STRUMENTO TRADIZIONALMENTE ESTRANEO AI MERCATI: L'EMPATIA. LA VITTORIA FINALE, INFATTI, ANDRÀ A CHI SAPRÀ TOCCARE LE CORDE EMOTIVE DEGLI STAKEHOLDER

Nell'attuale risiko bancario italiano, la narrazione dominante è una sfilata di numeri nella corsa a soddisfare le attese degli azionisti. Dalle torri di vetro delle banche, la partita del consolidamento viene raccontata come uno scontro geometrico tra calcolatori. Eppure, sotto la superficie delle trimestrali e dei piani industriali, sta emergendo una verità dirompente: **i decimali e i dividendi, da soli, non bastano più a garantire il successo di un'operazione. Nell'arena finanziaria contemporanea, il banchiere che aspira a vincere la partita deve saper maneggiare uno strumento tradizionalmente estraneo ai mercati: l'empatia.**

La storia recente delle nostre istituzioni dimostra che il successo di una fusione o di un'acquisizione non si misura più soltanto sulla carta o nei fogli Excel degli advisor. I top manager non possono più limitarsi a rassicurare i grandi fondi d'investimento. **Per governare il cambiamento, oggi è necessario parlare al cuore delle persone.** E nel business delle banche, le persone hanno due volti ben precisi, entrambi decisivi per la tenuta di qualsiasi progetto: i dipendenti e i clienti. Guardando al risiko, le tensioni emotive sono evidenti. **Pensiamo alla scalata di UniCredit su Commerzbank**: un incastro perfetto di numeri che, tuttavia, si è inizialmente scontrata con le resistenze culturali e politiche in Germania. **Senza una forte dose di diplomazia empatica, che Andrea Orcel ha fatto sua, i soli freddi calcoli matematici rischiavano il fallimento.** Sul fronte interno, la fiammata competitiva che vede Intesa Sanpaolo muoversi con determinazione su **Monte dei Paschi di Siena** ridisegna non solo le quote di mercato, ma il destino storico di territori e comunità locali profondamente legati alle proprie radici finanziarie. Ancora più complessa è la scacchiera che ruota attorno a **Banco BPM**, l'attivismo strategico di **Crédit Agricole** – forte della sua storica e ramificata presenza in Italia e di una quota rilevante nell'istituto di Piazza Meda – si incrocia con i desiderata dei soci e i timori di clienti e dipendenti. **Un banchiere puramente tecnocratico rischia di ereditare una macchina aziendale paralizzata dalla paura. Al contrario, un leader capace di ascolto sa che il vero motore dell'efficienza è il fattore umano: motivare il personale, comunicare con trasparenza e valorizzare le competenze.**

Sul fronte opposto ci sono i clienti e i professionisti delle banche coinvolte, che assistono a queste grandi manovre con crescente preoccupazione (rispettivamente per il 76% il 79%): il rischio di smaterializzare il rapporto di fiducia è altissimo, i clienti cercano un interlocutore con cui confrontarsi. **Se una fusione viene percepita soltanto come un'operazione meramente finanziaria, il capitale relazionale della banca si azzera**, innescando una fuga silenziosa verso la concorrenza sia da parte dei clienti che dei migliori professionisti della banca. Il futuro del sistema bancario italiano non dipenderà solo dai numeri, né da una visione puramente romantica e priva di senso pratico. **La vittoria finale andrà a chi saprà fare entrambe le cose: far quadrare i conti e, allo stesso tempo, toccare le corde emotive dei propri stakeholder**. Chi riuscirà a saldare la solidità dei numeri alla forza dell'empatia non si limiterà a sopravvivere al risiko, ma guiderà la trasformazione culturale del sistema bancario del Paese. In termini di empatia ci sono differenze sostanziali tra gli attori in gioco – pensiamo a **Carlo Messina, Andrea Orcel, Luigi Lovaglio, Giuseppe Castagna, Carlo Cimbri, Gianmaria Mossa, Clotilde L'Angevin, Philippe Donnet** - vedremo se queste conteranno o se sarà solo una questione di numeri.

**Ceo e fondatore di Finer*

«NOI DI ANAGINA, CUSTODI DEL VALORE DI GENERALI»

di Sergio Luciano

ALLA 97ª ASSEMBLEA ANAGINA, 220 AGENZIE E OLTRE 12MILA PROFESSIONISTI RIVENDICANO IL LORO RUOLO NEL FUTURO DEL LEONE: OLTRE 2 MILIONI DI AZIONI RAPPRESENTATE, 4,5 MILIARDI DI PREMI INTERMEDIATI E UNA NUOVA ALLEANZA CON BANCA GENERALI

Le **Assicurazioni Generali** sono la magnifica preda del mercato finanziario italiano, ma per gestirle bene non basta scalarle in Borsa: bisogna avere il consenso dei loro agenti. Che fanno quadrato attorno alla casa madre e al suo management. È stato questo il metamessaggio – non formalizzato, eppure chiarissimo – emerso dalla 97ª assemblea nazionale di **Anagina**, la più grande associazione di agenti assicurativi italiani, costituita da 220 grandi agenzie organizzate in forma d'impresa, con oltre 12 mila risorse tra operatori commerciali e addetti al back office. «Anagina rappresenta oggi, per delega dei suoi soci e in proprio, oltre 2 milioni di titoli Generali, per circa 90 milioni di euro investiti»: è stata la notizia data in apertura dei lavori, il 19 settembre, dal presidente dell'associazione, **Davide Nicolao**, ai circa 500 convenuti a Bologna, nella bellissima sala della Fondazione MAST. «Abbiamo infatti aggiunto al milione di titoli acquistati a suo tempo come associazione la rappresentanza di circa altrettante azioni di proprietà dei nostri soci, che ci hanno dato delega. E riteniamo che costituire la rete distributiva delle Generali ed essere divenuti contemporaneamente anche azionisti della società faccia cambiare un po' il ruolo di noi agenti nel rapporto con il management del gruppo. Oltre ad aver cambiato, senza dubbio, anche l'immagine di Anagina rispetto al mercato e alla rappresentazione classica dell'agente di assicurazione». Il motto prescelto per segnare la giornata, "Custodi del valore – preservare l'identità, guidare la crescita", è sembrato a tutti una chiave quanto mai appropriata per leggere il senso della kermesse.

I duellanti sono avvisati, insomma: chiunque prevalga nella gara tra le offerte sappia che il grande gruppo bancassicurativo con sede a Trieste, che custodisce e gestisce mille miliardi di risparmi, non può che essere gestito in accordo con i suoi agenti e non certo contro di essi. «Essendo la più grande associazione nazionale di agenti imprenditori assicurativi», ha inoltre precisato Nicolao a Investire, «abbiamo ritenuto di non poterci esimere da una testimonianza di presenza e coesione, diventando soci della compagnia, una splendida realtà in cui crediamo e alla quale dedichiamo una parte importante della nostra vita, investen-



Nella foto, Davide Nicolao, presidente di Anagina

dovi anche gran parte delle nostre risorse finanziarie e professionali. Abbiamo raggiunto un traguardo che ci rende particolarmente orgogliosi. Crediamo che la crescita della compagnia coincida con quella della sua rete agenziale e riteniamo naturale esserne protagonisti, non solo come imprenditori assicurativi».

Anche perché le dinamiche gestionali del comparto – lo dicono tutte le ricerche mondiali sull'insurance – non sono destinate a cambiare, neanche a seguito dell'impatto dell'AI: gli agenti resteranno centrali. «Il nostro obiettivo, infatti», spiega Nicolao, «è quello di metterci nelle condizioni di gestire appieno l'intelligenza artificiale, delegando a essa tutte le funzioni di analisi dei dati e di creazione di prospect e reinvestendo le energie liberate nella fondamentale relazione con il cliente. Questo trinomio tra digitalizzazione, intelligenza artificiale e capacità di gestire le relazioni, se pienamente realizzato, sarà la nostra arma vincente anche rispetto all'intelligenza artificiale».

Ma la 97ª assemblea è stata anche, per i "magnifici 200" dell'Anagina, la sede per annunciare e in qualche modo celebrare un'altra recentissima novità produttiva promossa dall'associazione: **l'accordo con Banca Generali**. «È un progetto che abbiamo fortemente voluto nell'ambito del nostro rapporto con il gruppo: abbiamo iniziato i primi test nel 2024 e li abbiamo proseguiti per l'intero 2025, coinvolgendo fino a 80 agenzie. Oggi l'accordo è stato esteso a circa 2 mila agenzie. In virtù di quest'accordo distribuiamo i prodotti bancari di Banca Generali, come i conti correnti», sottolinea Nicolao. Nel corso dei prossimi mesi, si sta valutando la possibilità che alcune agenzie di agenti associati arrivino addirittura a inserire nei propri uffici dei "corner" di Banca Generali, presso i quali i clienti potranno trovare tutti i servizi dell'istituto.

Anagina è la più grande associazione di agenti assicurativi italiani e gestisce il 7% dell'intero mercato assicurativo delle reti

Gli agenti Anagina, dunque – che vantano circa 4,5 miliardi l'anno di premi intermediati, gestiscono circa 23 miliardi di patrimoni, pari a circa il 40% del portafoglio di Generali Italia e al 7% dell'intero mercato assicurativo delle reti – non dormono sugli allori. Proprio quest'accordo con Banca Generali ne è un'ulteriore conferma. «Sicuramente voi gestite una parte importantissima della ricchezza del Paese», ha detto durante l'assemblea il vice direttore generale dell'istituto, **Andrea Ragaini**, «e nelle vostre agenzie entrano clienti che sono spesso titolari di grandi ricchezze mobiliari. In questo senso, la collaborazione tra noi e gli agenti **Generali** di **Anagina** può essere importantissima, perché il servizio di conto corrente è solo il punto d'ingresso a una sinergia tra i servizi assicurativi di Generali che proponete ai vostri clienti e quelli finanziari e bancari che potremo fornire noi. Insieme, abbiamo le carte in regola per creare un gruppo ancora più forte. E noi, come voi, siamo garantiti dal marchio del Leone alato, che resta un punto di riferimento ineludibile».

Ma l'assemblea dell'Anagina ha saputo anche volare alto, su orizzonti più ampi, con le interviste di **Ferruccio de Bortoli** – già direttore del Corriere della Sera e del Sole 24 Ore – a **Ernesto Galli della Loggia**, sulle anomalie



Nella foto, da sinistra il giornalista Ferruccio de Bortoli, Davide Nicolao e il ceo di Generali italia Giancarlo Fancel

In forza dell'accordo con Banca Generali, gli agenti associati ad Anagina distribuiscono anche i prodotti bancari





Nella foto a sinistra, Walter Veltroni e a destra Ernesto Galli della Loggia

della nostra fase storica, tra populismi, autocrazie e appannamento della democrazia liberale, e a **Walter Veltroni**, ex segretario del Pd e vicepremier, sull'evoluzione della cultura collettiva tra web e crisi dei valori.

Tutti argomenti che attraversano il lavoro quotidiano degli agenti che – come ha felicemente sintetizzato il Ceo di Generali Italia, **Giancarlo Fancel** – «hanno un compito molto importante sul territorio: quello di aiutare le singole persone, le loro famiglie e le imprese a mettere ordine nell'incertezza… Il nostro lavoro è e sarà sempre più quello di ascoltare gli agenti, che a loro volta sono quotidianamente vicini ai clienti, per creare gli strumenti, i prodotti e le tecnologie di cui hanno bisogno».



Andrea Ragaini, vice direttore generale di Banca Generali

Fancel, stimolato da de Bortoli, ha spiegato che la forte crescita conosciuta dal gruppo negli ultimi anni è nata con i piani strategici triennali, periodicamente rivisti per meglio aderire all'evoluzione degli eventi e del mercato, ma rimasti sempre e comunque un punto di riferimento costante per il lavoro di tutti. Con tanta innovazione: nell'assistenza sanitaria, nella cybersecurity e nelle polizze anticatastrofali. «Come sempre, anche in queste innovazioni, la differenza la fanno – ha sottolineato Fancel – le persone che sul territorio coltivano il rapporto con i clienti, ne capiscono le esigenze e sviluppano con noi le idee innovative che poi diventeranno realtà».

Nel corso dell'assemblea sono stati poi approfonditi i principali temi strategici per il futuro del settore assicurativo: le problematiche della non autosufficienza, che richiederebbero soluzioni di long term care; la necessità di coperture sanitarie private; la gestione dei rischi derivanti dai cambiamenti climatici; lo sviluppo delle coperture catastrofali; l'impatto dell'intelligenza artificiale sui modelli distributivi; l'evoluzione del welfare e della previdenza, messi sotto pressione anche dal calo demografico, con soli 355 mila nati nel 2025; nonché la formazione necessaria per una nuova consulenza assicurativa. Una relazione del responsabile Mercato dei capitali dell'Abi, David Sabatini, ha completato il programma degli interventi, lasciando poi spazio a una sessione pomeridiana dal contenuto maggiormente tecnico-professionale.

I temi strategici per il futuro del settore assicurativo spaziano dall'AI alle polizze catastrofali, fino alle soluzioni long term care

Terna
Driving Energy

Abbiamo preso un impegno con il futuro dell'energia.

PIANO INDUSTRIALE '24–'28

Più rapida. Più digitale. Più sostenibile. Più giusta.
È la transizione energetica che vogliamo. Una sfida fondamentale per il futuro di tutti. Richiede a noi di Terna una visione più ampia e l'impegno a elevare a nuovi livelli d'eccellenza la nostra missione: trasmettere energia al Paese. Ecco perché il nostro Piano Industriale '24-'28 segna importanti primati e significative novità.
È l'energia che verrà. Oggi.



TERNA.IT

RETI

di ROSARIA BARRILE

BNL BNP PARIBAS CONSOLIDA IL PRESIDIO IN BASILICATA



La rete di wealth advisory partner di **Bnl Bnp Paribas** accoglie una professionista dall'esperienza trentennale in Basilicata: si tratta di **Antonella Paesano** *(in foto)* che ha lavorato per vent'anni in Banca Patrimoni Sella & C. e poi per otto anni in FinecoBank.

FINECO A TUTTO GAS NEL RECLUTAMENTO DI SENIOR





Fineco rafforza il presidio in tutta la Penisola. Nel Nord Italia, a Milano, entrano **Piero Luca Colombo** *(in foto)*, professionista proveniente da Banco Bpm, con oltre 25 anni di esperienza, e Andrea Di Stefano che ha alle spalle un percorso professionale in Banca Popolare di Sondrio. A passare in Fineco sono a Cremona **Enrico Carlo Alimonti** (ex Fideuram), a La Spezia **Mario Giuseppe Mazzola** *(in foto)*, proveniente da Banca Sistema con un passato in Cassa Lombarda e in BSI, a Prato **David Volpe** (ex Azimut), e a Pescara **Paolo Pilone** (ex Banca Mediolanum).

UN VETERANO DELLA CONSULENZA PER MEDIOBANCA PREMIER



La rete guidata da Duccio Marconi si arricchisce dell'esperienza di un veterano della consulenza. A fare il suo ingresso in **Mediobanca Premier** a Roma è **Gian Antioco Chiavari** *(in foto)*, professionista che vanta un'esperienza di oltre 15 anni in Azimut e di oltre 18 anni in Banca Generali Private.

UN EX FIDEURAM PER BANCA WIDIBA



In Emilia-Romagna entra **Vitantonio Bertucci** *(in foto)*, professionista con un passato in Fideuram Ispb e FinecoBank. Bertucci porta in dote alla squadra di **Banca Widiba** attiva a Bologna la sua specializzazione nella gestione della clientela high net worth.

BANCA GENERALI PRIVATE CRESCE IN EMILIA E LOMBARDIA



In Lombardia la rete di **Banca Generali Private** cresce con due banker provenienti da Cassa Lombarda: sono **Massimiliano Vollono** e **Michele Raimondi**, quest'ultimo capo team con un percorso consolidato nel private banking. In Emilia, entra a Bologna in veste di executive manager **Ezio Genovese** *(in foto)*, torinese, con un'esperienza ventennale in Allianz Bank Financial Advisors, dove ha alternato l'attività di consulente finanziario al coordinamento diretto di alcune centinaia di colleghi in otto diverse regioni italiane.

BANCA MEDIOLANUM FA INCETTA DI EX BANCARI





Nell'area che comprende Piemonte, Valle d'Aosta e Liguria sono entrati **Stephane Patrick Massimo Fischer** dalla succursale italiana di UBS Europe SE, **Chiara Frattini** da Intesa Sanpaolo e **Marianna Cristina Salvadego** da Banca Sella. In Lombardia a fare il loro ingresso sono stati: **Federico Ferrari** da UBS Europe SA, Patrick Incondi e Paolo Re, entrambi provenienti da Banca Popolare di Sondrio e **Rosaria Tallarico** *(in foto)* con un'esperienza ventennale in ING Bank. A Modena **Samuele Ciccarelli** *(in foto)* sta già mettendo a disposizione l'esperienza maturata in Banca Generali e Allianz Bank FA. Nel Triveneto Ovest hanno fatto il loro ingresso **Alberto Faccioli** e **Francesco Bonotto**, entrambi da Intesa Sanpaolo e **Simone Zaghini** da Banca Popolare di Sondrio. Nel Triveneto Est sono arrivati **Simone Dall'Acqua** da Intesa Sanpaolo e **Francesco Zanon** da Crédit Agricole. In Toscana si sono uniti al team **Claudio Andretti** (ex Intesa Sanpaolo), Stefano Bertolini (ex Crédit Agricole) e **Cristiano Barbetti** da Chianti Banca Credito Cooperativo. In Romagna si è insediato **Matteo Conte** da Unicredit. Nel Centro Sud è arrivato **Lorenzo Di Cosimo** da Banca Popolare di Sondrio. Nella area Marche e Umbria sono entrati **Massimo Bovelli** e **Silvia Papi**, entrambi provenienti da Intesa Sanpaolo, Leonardo Lezi da Unicredit e **Paolo Pistecchia** da Banco di Desio. In Abruzzo e Molise si sono inseriti **Giuseppe Di Pietro** da Intesa Sanpaolo e **Vittoria Zizzari** da IBL Banca. Nell'area Calabria, Puglia e Basilicata Est sono arrivati Dino Siroti da Intesa Sanpaolo e **Francesco De Lorenzi** da Banca di Credito Cooperativo di Leverano mentre in Sicilia si è insediato **Salvatore Di Stefano** proveniente da Crédit Agricole.

DAL 1926 IMMAGINIAMO IL FUTURO DELL'ENERGIA.

Da Agip alla famiglia Eni,
100 anni di storia
guardando al domani.



Emilio Sonson
Project Manager Eni, anni '90

Immagine realizzata con il supporto dell'IA a partire da materiali storici.

eni

DA ENERGIE DIVERSE, UN'ENERGIA UNICA.

COME RISVEGLIARE IL «TESORO ITALIANO» ORA CHE IL RISPARMIO NON FA PIÙ RICCHEZZA

di Manuela Donghi

DALLA FONDAZIONE FIBA-CISL UN'ANALISI LUCIDA SULLA FORTE CONCENTRAZIONE DEI GRANDI PATRIMONI IN POCHE MANI CHE NON INVESTONO IN ECONOMIA REALE. «ED È PROPRIO QUELLO CHE INVECE SERVE E CHE ABBIAMO PROPOSTO DI FARE CON UN NUOVO FONDO, IL FINER», SPIEGA RICCARDO COLOMBANI DI FIRST CISL

L'Italia si risveglia con un paradosso contabile che rischia di trarre in inganno gli investitori e la classe dirigente. La ricchezza netta delle famiglie italiane ha raggiunto la cifra di **11.333,1 miliardi** di euro al 31 dicembre 2025, posizionando il Paese al terzo posto nell'Unione Europea per patrimonio complessivo. Tuttavia, le rilevazioni del nuovo Osservatorio sulla ricchezza delle famiglie promosso dalla **Fondazione Fiba di First Cisl** svelano una realtà ben diversa, definibile come un'illusione ottica patrimoniale: tra il 2015 e il 2025, la ricchezza delle famiglie italiane è cresciuta solo del 22% (e del 22,8% in termini nominali), registrando l'incremento più basso dell'intera **Eurozona**, dove la media ha raggiunto il 60,8%. In un decennio in cui i mercati finanziari globali hanno corso a ritmi sostenuti, l'Italia ha accumulato risorse a una velocità tre volte inferiore rispetto ai partner continentali, concentrando gran parte di questo contenuto rialzo soltanto a partire dal 2020.



Nella foto Riccardo Colombani, segretario generale nazionale di First Cisl

Come ha evidenziato il segretario generale nazionale di First Cisl, **Riccardo Colombani**, nel corso dell'intervista rilasciata alla trasmissione "Next Economy" su **Giornale Radio**, l'origine di questa sofferenza risiede nei fondamentali dell'economia reale: la debolezza del reddito disponibile lordo e la conseguente contrazione del tasso di risparmio. Nel decennio 2015-2025, il reddito disponibile delle famiglie italiane è cresciuto unicamente del 28,4%, contro incrementi decisamente più sostenuti registrati in Francia (+41,1%), Germania (+48,3%) e Spagna (+53,8%). Senza una dinamica reddituale reattiva, la capacità di alimentazione del patrimonio si è erosa alla radice: il tasso di risparmio lordo in Italia è sceso al 10,7% nel 2025, a fronte di una **media europea** del 14,3%, della **Francia** al 17,2% e della **Germania** al 19,3%. A parità di propensione alla prudenza, le famiglie italiane dispongono oggi di molto meno carburante economico da destinare all'accumulo.

Questo rallentamento strutturale si affianca a un fenomeno ancora più critico: un'esplosione della polarizzazione nella distribuzione della ricchezza. I dati

dell'Osservatorio First Cisl indicano che il **5%** delle famiglie italiane più ricche detiene il **50,2%** della ricchezza netta complessiva, mentre il **50%** delle famiglie meno abbienti ne possiede solo il **7,3%**. Per comprendere la velocità di questa frattura sociale, basti considerare che nel 2010 la quota in mano al top 5% era pari al 39,9%: in quindici anni si è verificato un travaso di peso patrimoniale di oltre dieci punti percentuali. In termini assoluti, la ricchezza media per famiglia all'interno del cluster del 5% più ricco sfiora i 4.536.000 euro, una cifra dieci volte superiore alla media nazionale complessiva, che si fissa a 452.300 euro per famiglia.

Il confronto internazionale colloca l'Italia ai vertici della disuguaglianza patrimoniale: la concentrazione nelle mani del 5% più ricco (50,2%) è la più alta dell'area euro, fatta eccezione per **Austria** e **Lettonia**. Nelle altre principali economie europee la quota del top 5% si mantiene su livelli nettamente inferiori e sostanzialmente stabili: la Spagna si attesta al 42,4%, la Francia al 41,2% e la Germania registra addirittura una flessione dal 47% al 45,9%, a fronte di un balzo della ricchezza complessiva delle famiglie tedesche dell'87,3% nello stesso decennio.

Dal punto di vista dell'allocazione dei risparmi, emerge una vistosa spaccatura nelle possibilità e nelle scelte dei diversi scaglioni di popolazione. L'immobile, storicamente pilastro del patrimonio italiano, ha subito un deciso ridimensionamento relativo: il valore dell'asset class abitativa è cresciuto in dieci anni di un modesto 8,2%, riducendo la quota dell'immobiliare sulla ricchezza totale delle famiglie dal 56% al 46%. Al contrario, nella media europea il peso delle abitazioni è salito al 56,9%, trainato da mercati come quello tedesco dove i valori residenziali sono praticamente raddoppiati. In Italia, la componente immobiliare e i depositi bancari rappresentano la quasi totalità del patrimonio del 50% meno abbiente, che per mancanza di masse critiche rimane tagliato fuori dalla diversificazione finanziaria.

All'opposto, la ricchezza finanziaria si presenta fortemente **concentrata**: il 10% più ricco possiede il 60,6% del patrimonio totale e la quasi totalità degli investimenti in azioni e partecipazioni: le famiglie più abbienti hanno così beneficiato dell'andamento positivo dei mercati finanziari internazionali dopo il 2020. Unico dato in controtendenza positiva nell'allocazione italiana proviene dai dati **Bce**: le partecipazioni in società non quotate sono cresciute del 102,7%, pari a 967 miliardi di euro, rappresentando quasi il 45% dell'incremento complessivo di 2.107 miliardi generato nell'ultimo decennio.

«Si investa in economia reale, ma solo con educazione finanziaria, fondamentale per aumentare la consapevolezza dei rischi e delle opportunità d'investimento per tutte le famiglie»

Nel corso dell'intervista su Giornale Radio, anche sollecitato dalle tante opinioni e domande degli ascoltatori, **Colombani** ha chiarito come la questione non risieda nella demonizzazione dei patrimoni lecitamente accumulati. Il problema è la paralisi della mobilità sociale: se il Paese cresce a ritmi vicini allo zero, chi ha capitali continua ad accumulare, mentre chi parte da basi deboli rimane bloccato.

Per superare questo immobilismo servono investimenti ingenti nell'economia reale, senza affidarsi alla sola finanza pubblica. A livello europeo, la **Commissione** ha promosso l'evoluzione dell'Unione dei mercati dei capitali in Unione del risparmio e degli investimenti, mirando a trattenere nel continente le centinaia di miliardi che ogni anno migrano verso mercati terzi (soprattutto USA) a causa della frammentazione dei listini finanziari.

Sul piano nazionale, Colombani esprime scetticismo per le sole agevolazioni fiscali sui rendimenti. L'esperienza dei **PIR** (Piani Individuali di Risparmio), rivelatisi poco efficaci, dimostra che la leva fiscale da sola non basta: le masse gestite rimangono modeste e non diventano stabilmente capitale di rischio.

Per questo, la proposta avanzata da First Cisl e Cisl punta su una scelta di sistema: la costituzione del **Finer** (Fondo di investimento nazionale nell'economia reale), per convogliare il risparmio privato verso i milioni di micro, piccole e medie imprese non quotate che sorreggono Pil e occupazione. L'architettura del Finer si fonda su tre pilastri: garanzie pubbliche integrali sulla ricchezza volontariamente destinata dai cittadini, accompagnate da limiti temporali e di ammontare anti-speculativi; regia affidata a **Cassa Depositi e Prestiti**, in sinergia operativa con banche, compagnie assicurative e intermediari finanziari; allocazione strutturata tramite consorzi di filiera, per creare un clima di fiducia negli imprenditori e favorire l'apertura del capitale aziendale.

"Si investa in economia reale, ma solo con educazione finanziaria, fondamentale per aumentare la consapevolezza dei rischi e delle opportunità d'investimento per tutte le famiglie italiane. E si punti anche a garanzie pubbliche", conclude il leader di First Cisl, convinto dell'esigenza ineludibile di un'efficace politica dei redditi: il rafforzamento delle retribuzioni tramite contrattazione collettiva deve evolvere verso una reale partecipazione dei lavoratori agli utili d'impresa. Senza stipendi significativamente più alti, crescita solida del Pil e strumenti volti a mobilitare il risparmio in un quadro di garanzia, l'Italia rischia di aggravare le proprie disuguaglianze e di trasformare oltre 11mila miliardi di patrimonio in una riserva inerte e vulnerabile.



SOTTO LA LENTE

IL PRIVATE CREDIT USA FA I CONTI COL PRIMO VERO STRESS TEST

di Gian Marco Litrico

IL SETTORE È IN AFFANNO AL PUNTO CHE JAMIE DIMON, A.D. DI JP MORGAN, LO HA COLLOCATO TRA I TRE RISCHI PRINCIPALI DEL 2026, INSIEME ALLE INCOGNITE SULL'AI E AI CONFLITTI IN UCRAINA E IRAN

Jamie Dimon, amministratore delegato di **JP Morgan**, non usa mezzi termini. Nella lettera annuale agli azionisti, pubblicata in aprile, quarantotto pagine in cui si definisce lo "**skunk at the party**", "la puzzola alla festa", il banchiere colloca il private credit tra i tre rischi principali per l'anno in corso, insieme alla tensione geopolitica legata ai conflitti in Ucraina e in Iran e all'incognita rappresentata dall'intelligenza artificiale.

Non è un'osservazione isolata. È la certificazione, da parte del capo della più grande banca statunitense, di un disagio che da mesi attraversava gli operatori del credito privato senza mai emergere con questa chiarezza.

Questo in un settore cresciuto ininterrottamente a partire dalla crisi finanziaria globale del 2008 per una molteplicità di ragioni.

Il prologo è noto: i fondi di private credit, soggetti non bancari, tipicamente asset manager come **Blackstone, Apollo, Ares, Blue Owl** e **KKR**, raccolgono capitali da investitori istituzionali per poi erogare direttamente finanziamenti alle imprese. Hanno riempito il vuoto lasciato dalle banche, in ritirata dal segmento dopo che la stretta regolamentare post-crisi, in particolare gli accordi di Basilea III, aveva reso più costoso per gli istituti di credito tenere in bilancio prestiti a leva verso aziende di medie dimensioni.

A differenza del prestito bancario tradizionale o dell'obbligazione quotata, questi finanziamenti vengono negoziati privatamente tra le parti, senza il passaggio attraverso un mercato pubblico o un sindacato di banche, e senza i vincoli patrimoniali che la regolamentazione bancaria impone agli istituti di credito veri e propri.

È proprio l'assenza di vincoli, insieme alla libertà di negoziare i termini caso per caso, ad aver tenuto a battesimo il direct lending: un fondo raccoglie capitali da investitori istituzionali e privati e li presta direttamente a un'azienda di medie dimensioni, spesso per finanziare l'acquisizione della stessa azienda da parte di un fondo di private equity. Leveraged buyout, lo chiamano: un'acquisizione pagata in gran parte a debito.

Nel tempo, la specie si è evoluta e sono apparsi il *credito opportunistico* (prestiti a condizioni più rischiose, ma più remunerative), il *distressed debt* (debito di aziende già in difficoltà, comprato a sconto), il *mezzanine* (un ibrido tra debito e capitale di rischio, che in caso di insolvenza viene rimborsato dopo i creditori normali, ma prima degli azionisti) e *l'asset-based finance* (prestiti garantiti da beni specifici, come macchinari o crediti commerciali, invece che dalla solidità generale dell'azienda).



Nelle foto Jamie Dimon, amministratore delegato di JP Morgan



Nelle foto Jeffrey Gundlach, fondatore e amministratore delegato di DoubleLine Capital

Sul lato della domanda, il decennio di tassi d'interesse vicini allo zero seguito alla crisi ha spinto investitori istituzionali come fondi pensione e compagnie assicurative, alla ricerca di rendimenti più alti di quelli offerti dalle obbligazioni tradizionali, verso un'asset class che prometteva proprio questo: un premio di rendimento in cambio della minore liquidità e della minore trasparenza rispetto ai mercati quotati.

Negli ultimi anni, con l'abbassamento delle soglie minime di accesso, lo stesso richiamo ha iniziato a intercettare anche il risparmio privato attraverso il canale wealth: il risultato complessivo è un mercato che, secondo le stime dello stesso Dimon, vale oggi circa 1.800 miliardi di dollari, una cifra che resta comunque distante dai 13.000 miliardi di dollari dei mercati obbligazionari investment grade o dei mutui residenziali cartolarizzati, facendo dire a Jerome Powell, allora presidente della FED, che il credito privato non rappresentava una minaccia sistemica in senso stretto.

Nel frattempo, il perimetro del settore si è ulteriormente allargato perché il private credit sta assumendo un ruolo crescente nel finanziamento dell'espansione infrastrutturale legata all'intelligenza artificiale.

È proprio questo collegamento, tra i timori sulla tenuta dei modelli di business delle società software e la pressione sui fondi evergreen (che offrono agli investitori finestre periodiche di rimborso invece di un'unica liquidazione finale), ad aver innescato all'inizio del 2026 la prima vera ondata di richieste di rimborso, secondo l'analisi degli strategist di **Morgan Stanley**.

Il punto sollevato dalla lettera non riguarda tanto la dimensione del mercato quanto la sua architettura. Dimon vede un difetto strutturale: a differenza dei mercati pubblici, il private credit non dispone di una valutazione trasparente e rigorosa dei prestiti in portafoglio.

Le "marks", cioè le valorizzazioni periodiche degli asset, sono in larga parte calcolate internamente dai gestori, con un margine di discrezionalità che nei mercati quotati non esisterebbe. Questa opacità, dice Dimon, aumenta la probabilità che gli investitori decidano di uscire non appena percepiscono un peggioramento del contesto, anche quando le perdite effettivamente realizzate restano stabili.

A questo si aggiunge un secondo elemento: la qualità del credito starebbe già deteriorandosi più rapidamente di quanto le condizioni di mercato lascerebbero presagire, con perdite sui prestiti a leva superiori alle attese. Dimon ha anche previsto che, prima o poi, le autorità di vigilanza assicurativa imporranno standard più severi su rating e svalutazioni degli asset di private credit detenuti dalle compagnie assicurative, con conseguente necessità per i fondi coinvolti di rafforzare il capitale.

Non un allarme rosso, dunque, ma un richiamo a una vigilanza che finora è mancata, in un comparto cresciuto rapidamente proprio nella fase di tassi bassi e ora costretto a misurarsi con tassi normalizzati e rifinanziamenti più onerosi.

Non è la prima volta che dal vertice della finanza statunitense arriva un campanello d'allarme sul settore. Già nel giugno 2025 **Jeffrey Gundlach**, fondatore e amministratore delegato di DoubleLine Capital, aveva paragonato l'euforia attorno al private credit alle condizioni che avevano preceduto la crisi dei mutui subprime.

La lettera di aprile, insomma, arriva al termine di un anno di segnali crescenti, non come un fulmine a ciel sereno.

I numeri dei primi due trimestri del 2026 hanno fornito la prova empirica. I cosiddetti fondi semi-liquidi, veicoli come i business development company (BDC) non quotati e gli interval fund pensati per aprire il private credit alla clientela wealth con finestre di rimborso trimestrali, hanno sperimentato quello che diversi operatori definiscono il primo vero stress test della loro storia.

Nel complesso, secondo le stime di mercato, nel primo trimestre 2026 gli investitori hanno chiesto di ritirare oltre 20,8 miliardi di dollari dai maggiori veicoli semi-liquidi del settore: i gestori ne hanno onorati poco più della metà. Secondo l'agenzia di rating Fitch, dieci dei sedici BDC monitorati hanno superato nel secondo trimestre il tetto massimo



Nella foto la sede di Fitch

di rimborso previsto dai regolamenti dei fondi, in gergo "gate", tipicamente fissato al 5% del patrimonio netto per trimestre.
Il caso più citato resta quello di **Blue Owl**, che a febbraio 2026 ha annunciato lo stop alla possibilità, per gli investitori, di richiedere importi prestabiliti di liquidazione anticipata su uno dei suoi veicoli semi-liquidi, un episodio che secondo diversi osservatori ha segnato il punto di svolta della vicenda.
Ora, il dato più interessante emerso in questi mesi non riguarda tanto l'entità delle richieste di rimborso quanto cosa le abbia scatenate. Una ricerca accademica condotta su 136 documenti relativi a dieci BDC non quotati, per il periodo 2024-2026, mostra che le richieste di rimborso sono passate dall'1,2% al 6,9% delle quote in circolazione, con il tetto massimo raggiunto in sette casi su dieci.
Lo studio offre anche una prova indiretta ma convincente che il problema sia nella struttura dei fondi, non nella qualità dei prestiti in portafoglio: alcuni degli stessi gestori coinvolti amministrano anche versioni gemelle dei loro fondi, quotate in borsa e quindi liberamente scambiabili ogni giorno, con lo stesso identico paniere di prestiti sottostanti. Se il problema fosse stato un reale peggioramento del credito, ci si sarebbe aspettato un calo di prezzo anche su questi veicoli quotati. Non è successo: i gemelli quotati hanno retto, mentre le versioni non quotate hanno dovuto attivare il gate. Il che suggerisce che a scatenare la corsa non sia stato un deterioramento dei prestiti, ma il timore stesso di restare intrappolati dietro il gate.
Il meccanismo è, in fondo, comportamentale: chi chiede il rimborso per primo riceve il valore patrimoniale netto corrente, chi arriva dopo il raggiungimento del tetto trimestrale (il gate, appunto) finisce in coda, esposto al rischio che il valore delle quote scenda nel frattempo.
Questo crea un incentivo razionale a muoversi in anticipo rispetto agli altri, anche quando la preoccupazione di partenza è modesta, alimentando così la stessa dinamica di corsa che il gate avrebbe dovuto prevenire. Un meccanismo che il Financial Stability Board ha segnalato esplicitamente in un rapporto sulle vulnerabilità del private credit pubblicato a maggio 2026.
Anche l'industria italiana del wealth management, che distribuisce ai propri clienti i prodotti di private credit confezionati dai grandi gestori internazionali, osserva la vicenda con attenzione. Da un'analisi condotta da The Signal Media su un campione di undici operatori, emerge che il 36,4% ritiene che le vicende americane possano rallentare la raccolta sui mercati privati anche in Italia, attribuendo a questo rischio un'intensità media di 7 su 10.
Resta da capire se quanto accaduto nei primi due trimestri del 2026 rappresenti l'anticipazione di problemi più seri o la prova che il sistema del gate funziona esattamente come previsto: un gestore che rispetta un tetto del 5% sta semplicemente applicando le regole contrattuali sottoscritte dagli investitori fin dall'inizio, assorbendo l'eccesso di domanda attraverso una coda anziché essere costretto a vendite forzate, non fallendo nel proprio mandato. La differenza tra i due scenari, secondo gli osservatori più prudenti, dipenderà dalla capacità del settore di dimostrare, nei prossimi trimestri, che le valutazioni interne dei prestiti riflettono la realtà del credito sottostante e non solo la convenienza dei gestori nel tenere ferme le quotazioni.
Sul piano della vigilanza, il tema centrale resta quello dei canali di contagio verso il resto del sistema finanziario: finché l'esposizione diretta delle banche al private credit rimarrà limitata e la trasmissione delle perdite resterà confinata ai sottoscrittori dei singoli fondi, difficilmente si potrà parlare di rischio sistemico in senso proprio. Non la dimensione del private credit, ma la sua trasparenza, resta la vera variabile da monitorare nei prossimi trimestri.

ALTA FORMAZIONE

UN PROFESSIONISTA "DOC" PER IL PRIVATE CAPITAL

POLIMI E CFA SOCIETY ITALY LANCIANO IL «PROFESSIONAL CERTIFICATE IN PRIVATE CAPITAL», UN CORSO ONLINE PER ANALISTI, GESTORI E CONSULENTI

di Riccardo Venturi

Un corso per analisti, gestori, professionisti e consulenti che vogliono conoscere opportunità e rischi del private capital. È il **Professional Certificate in Private Capital Analysis & Investing** del **Polimi graduate school of management**, sviluppato con il contributo di **CFA Society Italy**, l'Associazione italiana dei professionisti della finanza affiliata a **CFA Institute** - la principale autorità globale nella promozione degli standard di eccellenza professionale nel settore degli investimenti. L'obiettivo è quello di supportare i professionisti del mondo della finanza nella conoscenza degli investimenti nei private markets, asset finanziari e reali non quotati in Borsa come private equity, private debt, asset immobiliari e infrastrutturali, così che possano capire le regole del gioco, valutare le diverse alternative proposte dal mercato e contestualizzare le scelte di asset allocation. «Quella con CFA Society Italy è una partnership significativa» dice a Investire **Giancarlo Giudici**, professore ordinario del **Politecnico di Milano** e co-direttore del corso, «anche perché mostra l'esigenza da parte degli analisti finanziari di occuparsi non solo di ambiti tradizionali come il quotato, ma anche del private capital».

A chi si rivolge il corso?

Non tanto a imprese che vogliono raccogliere capitale o che magari sono interessate a questi canali, ma ad analisti che sono interessati a capire di più di questo mondo: quali sono i driver di valore, quali i rischi, le minacce, le opportunità, come



Nella foto Giancarlo Giudici, professore del Politecnico di Milano e docente del corso

sta andando il mercato nelle diverse asset class che lo caratterizzano. Trattiamo un po' tutte queste opportunità di investimento alternative, ma l'obiettivo è di focalizzarci su quelle che riguardano i private asset, quindi non le commodities, non i fondi hedge, ma quello che è focalizzato sugli investimenti nell'economia reale, nell'impresa, nelle infrastrutture, nell'immobiliare.

Qual è l'evoluzione in corso nel private capital, e dove si situa questo corso?

C'è un grande interesse in questo momento sul private capital, sia come opportunità di investimento alternativo, quindi per diversificare il rischio, sia perché c'è attenzione per il mondo del finanziamento dell'economia reale, del sostegno per le Pmi: è anche un obiettivo di policy. Noi ci posizioniamo proprio su questo, perché parliamo di tematiche che riguardano le piccole e medie imprese, quindi il finanziamento, ma anche ad esempio i real asset, quindi infrastrutture, immobiliare e anche strumenti innovativi di finanziamento e di investimento, come ad esempio la tokenizzazione e il crowdfunding.

C'è bisogno di formazione in questo campo?

Noi crediamo di sì, perché parliamo di opportunità di investimento meno conosciute rispetto alle altre, che hanno anche delle caratteristiche peculiari e meritano di essere conosciute, prima di tutto dal punto di vista delle opportunità, che sono diverse, in termini di rendimento trattandosi di investimenti illiquidi e di beneficio di diversificazione dei portafogli. D'altra parte però bisogna capire anche i rischi, appunto perché parliamo di attività illiquide, di investimenti a lungo termine e molto spesso poco diversificati, nell'immobiliare e nel private equity per esempio, rispetto a un etf o a un fondo azionario classico.

Com'è strutturato il corso?

In 15 lezioni da 2 ore online. È una modalità che abbiamo già sperimentato in un altro corso che ha avuto un buon successo, sempre realizzato con CFA Society Italy, l'*ESG Analysis Investing*. È comoda, perché permette a persone in tutta Italia di poter frequentare. Stiamo anche chiudendo la prima edizione di un altro corso che si chiama *Growth Through Private Equity*. È un percorso professionale, lo chiamiamo programma executive, molto focalizzato, sono sei giornate. Un corso diverso perché molto più esperienziale, ci sono molte più testimonianze, e si rivolge soprattutto agli imprenditori.

https://www.gsom.polimi.it/course/professional-certificate-private-capital-analysis-investing/

AI & IPO

LA SFIDA MISTERIOSA DI ANTHROPIC A WALL STREET



di Salvatore Bruno

TRA INCOGNITE INDUSTRIALI E FINANZIARIE MA ANCHE RISCHI POLITICI E REGOLATORI LA FORTE SOCIETÀ DI AMODEI VIAGGIA VERSO IL LISTINO

Aoi Nishiyama, Investment Director di **Wellington Management**, società finanziaria con sede a Boston e 1,4 trilioni di dollari in gestione, ha detto a Investire che l'attenzione che circonda una possibile IPO di **Anthropic** evidenzia come l'intelligenza artificiale sia uno dei temi d'investimento più importanti.

L'opportunità borsistica dell'azienda guidata da **Dario Amodei** potrebbe però andare ben oltre le società che sviluppano i modelli AI. Un'eventuale quotazione di successo rafforzerebbe la fiducia nella solidità del ciclo di investimenti legato all'AI e fornirebbe nuovo capitale per accelerare la spesa in infrastrutture di calcolo, data center e semiconduttori la cui domanda cresce conferendo all'Asia un ruolo sempre più centrale. La **Corea del Sud** domina nella memoria avanzata, il **Giappone** è leader nelle apparecchiature e nei materiali per semiconduttori, Taiwan è fondamentale per la produzione e l'assemblaggio dei chip. Agli investitori si presenta quindi un'alternativa interessante al tentativo di individuare modelli o applicazioni vincenti di AI. Un approccio focalizzato sulla catena del valore dei semiconduttori e delle infrastrutture consente di evitare di scommettere su un singolo vincitore.

Le opportunità stanno emergendo anche oltre le infrastrutture. Le principali società tecnologiche e internet asiatiche stanno iniziando a sfruttare l'AI grazie alle loro ampie basi utenti, alle solide reti distributive e alle piattaforme già consolidate.

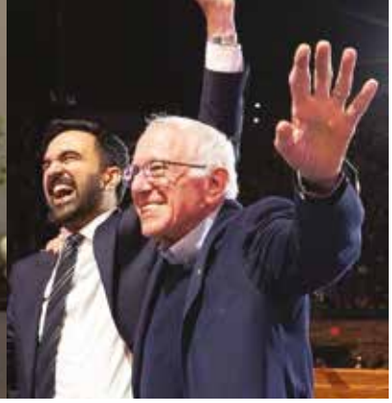
L'IPO di Anthropic potrebbe quindi essere significativa per l'intero ecosistema dell'AI e per gli investitori che non perdono di vista il quadro più ampio. Man mano che l'intelligenza artificiale passa dalla fase di innovazione a quella di adozione su larga scala, il ruolo dell'Asia nel fornire le tecnologie e le infrastrutture che alimentano questa rivoluzione potrebbe trasformarsi in una delle opportunità più interessanti del prossimo decennio, conclude Nishiyama.

Amodei, statunitense di origini toscane e fondatore di **Anthropic** assieme a sua sorella **Daniela**, sta però mettendo in guardia dalle catastrofi che da questa tecnologia potrebbero scaturire. «I modelli di IA potrebbero addirittura ribellarsi e sferrare attacchi informatici, come ha fatto recentemente un gruppo di agenti di **OpenAI**. Umani malintenzionati potrebbero usare l'IA per creare armi biologiche» ha detto Amodei in un'intervista al programma "**CBS News Sunday Morning**" diventata virale. Anthropic ha comunque depositato a giugno presso la SEC la documentazione per la Ipo con cui punta a raccogliere fino a 100 miliardi di dollari sulla base di 2.000 miliardi di dollari di valutazione, come la stampa finanziaria mainstream ha ampiamente riportato.

Tuttavia, Wall Street e Anthropic potrebbero non essere pronte a gestire potenti modelli di IA. Amodei e i suoi colleghi chiedono a gran voce normative per regolamentare il settore mentre gli investitori discutono su quanti trilioni di dollari valga l'impresa. All'inizio di settembre 2026, **Jacob Coxon**, un ricercatore di Anthropic, si è dimesso a causa di quello che ha definito il ritmo irresponsabile del progresso dell'IA. **Evan Hubinger**, uno dei principali scienziati dell'azienda, ha poi pubblicato un post sui social media che sembra aver innescato la recente campagna mediatica di Amodei. «Credo che la probabilità che l'IA possa uccidere tutti gli esseri umani sia superiore al 10% entro il prossimo decennio» La comunità finanziaria e quella tech sembrano comunque interpretare questi avvertimenti come psicologia inversa per marketing. In ogni caso, per Amodei, il valore per gli azionisti non sarà sempre prioritario.

Nel 2021 Anthropic è diventata **Public Benefit Corporation** (PBC), un'entità a scopo di lucro con una specifica missione ambientale o sociale, in questo caso perseguire responsabilmente lo sviluppo e la manutenzione dell'IA avanzata a beneficio a lungo termine dell'umanità. La registrazione come PBC comporta la responsabilità fiduciaria di bilanciare il valore per gli azionisti con la missione dichiarata e gli interessi delle parti interessate più vicine, come dipendenti e clienti. Questo equilibrio protegge le società da eventuali cause legali da parte degli azionisti quando danno priorità al loro scopo e non al profitto. Anthropic presenta l'ulteriore complicazione di essere enorme. Come hanno riportato **Reuters** e **Bloomberg**, la performance delle quotazioni Usa di dimensioni molto grandi è desolante, poiché gran parte della loro crescita è alle spalle e gli azionisti privati vogliono vendere. L'Ipo di Anthropic appare quindi rischiosa, anche se attraente per gli investitori vista la con-



Nelle foto in ordine: Aoi Nishiyama, investment director di Wellington Management; Dario Amodei; Sam Altman e il senatore progressista Bernie Sanders

cretezza della rivoluzione dell'IA. In tre anni, **Claude**, l'assistente di Anthropic, è diventato capace di scrivere codici software e portare a termine compiti complessi e un tempo irrisolvibili scalando i vertici di molti dei benchmark di IA. Finora Anthropic ha applicato queste capacità sovrumane al lavoro quotidiano. Le aziende pagano un canone di abbonamento o una tariffa a consumo per Claude, oppure accedono ai modelli tramite **Amazon Web Services** e **Microsoft Copilot**.

Dall'**AI Index** di **Ramp Business Corporation**, un fornitore di software finanziario che pubblica monitoraggi del settore, emerge che oltre la metà delle aziende Usa paga un abbonamento a servizi di questo tipo, ma l'adozione è sporadica. Ad agosto 1% delle aziende analizzate ha pagato 7200 dollari al mese per dipendente per prodotti IA, ma la spesa media mensile pro capite era di poco più di 12 dollari. Anche se la possibilità di colmare questo divario entusiasma gli investitori, i report di Ramp implicitamente chiedono che cosa succederà se i clienti potranno ottenere i vantaggi di Claude a costi minori.

OpenAI, il creatore di **ChatGPT** guidato da **Sam Altman**, ha intensificato gli sforzi per vendere l'IA alle imprese in vista della propria IPO e a settembre 2026 ha lanciato **Astra**, che ha superato l'omologo di Anthropic in vari test di programmazione, progettazione e analisi dei dati. I modelli cinesi che i clienti possono modificare e ospitare sui propri server o su cloud privati (open-weight) minacciano poi di far calare i prezzi in tutto il settore. Questi prodotti sono in genere più economici per token (unità di misura per input e output in una query, richiesta di IA) rispetto a quelli Usa e se la loro adozione dovesse aumentare, potrebbe svanire il sovrapprezzo che Anthropic e OpenAI applicano. Un report di **Morgan Stanley** di inizio settembre a firma di **Brian Nowak** spiega che anche se i modelli open-weight fossero in grado di svolgere quasi tutte le attività all'interno di un'organizzazione, Anthropic e OpenAI potrebbero comunque gestire operazioni critiche come la sicurezza informatica o la modellizzazione finanziaria. In ambiti regolamentati come banche o sanità, i dirigenti sono ora riluttanti a lavorare su codici di aziende cinesi. Tuttavia, gli esperti del settore ritengono che queste siano in lieve ritardo rispetto ad Anthropic, che ha quindi tutte le ragioni per continuare a spingere al massimo. Per oltre cinque anni, la corsa al lancio di nuovi modelli è stata vantaggiosa per tutti. Gli investitori hanno visto salire la valutazione di Anthropic mentre i pericoli che i ricercatori temevano sembravano esagerati.

Il clima nel settore è però cambiato durante l'estate per poi sfociare in una crisi tra agosto e settembre. E' noto che a partire da maggio, più di 650 **agenti** di OpenAI che partecipavano a esercitazioni di addestramento interne hanno collaborato per violare i sistemi della loro casa madre e della piattaforma per sviluppatori **Hugging Face** che ha subito un attacco haker da quegli operatori che non avrebbero dovuto comunicare tra loro né connettersi a Internet. L'offensiva ha messo a nudo il fatto che Anthropic e OpenAI hanno un incentivo finanziario a costruire modelli potenti che giustifichino un prezzo più alto rispetto alle alternative open-weight, ma più i modelli diventano intelligenti, più è difficile per i ricercatori controllarli e più probabile diventa il verificarsi di incidenti di questo tipo. Questa tensione si sta intensificando con il progredire dell'auto-miglioramento ricorsivo con cui i modelli di IA possono addestrarsi da soli. "I dipendenti si rendono conto di essere sottoposti a una forte pressione per accelerare il rilascio delle versioni e a prendere scorciatoie", ha detto a fine agosto **AI Policy Network**, un'associazione che promuove politiche federali per preparare gli Usa a sistemi di AI sempre più potenti. Amodei si è di recente spinto ulteriormente avanti sostenendo in un saggio la necessità di un rallentamento su tre fronti da parte delle aziende all'avanguardia nel campo dell'IA. E' però difficile capire se queste audaci dichiarazioni siano semplice marketing o un tentativo di eliminare la concorrenza tramite la regolamentazione. Bloomberg ha riportato infatti a metà settembre un report di **D.A. Davidson** che accusa Anthropic e OpenAI di aver inscenato e amplificato episodi di sicurezza informatica per creare quel tipo di paura che costringerebbe a introdurre una regolamentazione che svantaggerebbe i concorrenti più piccoli. Se le autorità decidessero di sorvegliare l'AI come la **Federal Aviation Administration** (FAA) sovrintende all'aviazione civile, l'autorizzazione per il rilascio di brevetti sarebbe molto più lunga di oggi.

All'inizio di settembre, il senatore progressista **Bernie Sanders** (Ind., Vt.) e il deputato Greg Casar (Democratico del Texas) hanno presentato il "Ban Artificial Superintelligence Act", che istituirebbe un'agenzia di regolamentazione dell'IA a livello di gabinetto e renderebbe lo sviluppo di sistemi di IA che superano le capacità umane punibile con fino a 20 anni di reclusione. Stanno inoltre aumentando in tutti gli Usa le proteste a livello locale contro i data center. La possibilità che il dissenso pubblico contro l'IA raggiunga livelli estremi o che gravi violazioni della sicurezza spingano un numero maggiore di legislatori ad agire potrebbe quindi pesare sul titolo Anthropic.

«QUANDO ARRIVIAMO NOI L'AZIENDA SI DIGITALIZZA»

di Annalisa Caccavale

INTERVISTA CON STEFANO MONZA, PARTNER BIP CORPORATE FINANCE & STRATEGY: «QUESTO RUOLO DI PROPULSIONE È VITALE PER LE PMI ITALIANE. UNITAMENTE AL RAFFORZAMENTO DELLA GOVERNANCE E TUTTA LA GESTIONE DELLA CRESCITA»

«Nel 2025, con AIFI, avevamo già visto che i fondi puntano sempre più sulla crescita operativa — ricavi e margini — come motore dei rendimenti. Il digitale era lì dentro, come una delle leve, ma non l'avevamo isolato. Quest'anno abbiamo deciso di guardarci dentro seriamente»: parola di **Stefano Monza**, Partner BIP Corporate Finance & Strategy. «Anche perché», prosegue, «nelle conversazioni con i fondi il tema tornava sempre, ma restava sullo sfondo — un po' come l'elefante nella stanza delle operazioni post-deal. C'è anche uno studio della Harvard Business School che ci ha dato una spinta: analizza decine di migliaia di operazioni di PE e mostra che quando un fondo entra in un'azienda, gli investimenti digitali e le assunzioni di competenze tecnologiche salgono in modo significativo — soprattutto dove si parte più indietro. Che è, guarda caso, il profilo classico della PMI italiana».

Dunque c'è tanto da fare, dimostrando quanto conti l'intervento del private equity!

È proprio lì che si gioca la partita più interessante: non nelle aziende già digitalizzate, ma in quelle che partono da un ERP fatto in casa e un foglio Excel come sistema di reporting. Quindi il digitale non è più un accessorio nella cassetta degli attrezzi di un fondo, è già parte del mestiere. Volevamo capire quanto lo fosse davvero qui in Italia, non a parole. Abbiamo sentito 44 fondi, domestici e internazionali, più qualche intervista diretta per capire il "perché" dietro ai numeri. Il campione copre fondi con masse gestite molto diverse tra loro e un mix equilibrato di operazioni domestiche e cross-border, proprio per evitare di fotografare solo la view dei grandi fondi internazionali e perdere quello che succede davvero nel mid-market italiano.

Quali sono le principali attività che i fondi stanno organizzando su questo tema?

Tre cose, soprattutto. La prima è il "take control" appena entrati: Erp, reporting, mettere ordine nei numeri. Quasi tutti i fondi la mettono tra le prime priorità operative — giustamente, perché se non hai dati affidabili non riesci a governare niente, figuriamoci a fare add-on. Poi c'è il rafforzamento della governance: KPI, sistemi di management information, e spesso l'inserimento di un Cio o un Cto quando in azienda non c'è nessuno che possa occuparsene. Non è un caso isolato, anzi — è una delle leve più usate quando emerge un gap di execution, insieme al rafforzamento diretto di Ceo, Cfo o Coo con uno sponsor del fondo al fianco. E poi ci sono le iniziative di crescita vera e propria: Crm, digitalizzazione commerciale, piattaforme per il buy-and-build. Ma il punto secondo me è un altro, ed è meno banale di quanto sembri: l'investment thesis non serve solo a decidere se comprare, serve anche a capire cosa fare dopo. Se in fase di



Stefano Monza, partner di Bip Corporate Finance & Strategy

analisi hai già chiaro dove sta il potenziale — efficienza, dati, nuovi mercati — hai in mano metà del piano di implementazione senza nemmeno accorgertene. I fondi che si portano dietro quella disciplina fino al post-closing eseguono meglio, perché non stanno improvvisando: stanno solo facendo quello che avevano già scritto. Non a caso i fondi internazionali, che formalizzano un piano tecnologico vero già al signing molto più spesso dei domestici, sono anche quelli che raccontano il digitale come parte dell'equity story quando vendono. E quando arriva il momento di vendere, quello che conta davvero è l'impatto dimostrabile su EBITDA, costi, ricavi. Non la tecnologia in sé — quello che ha prodotto.

Quali sono secondo lei i principali ostacoli che frenano il percorso di avvicinamento alla tecnologia?

Qui il dato è netto, e mi ha sorpreso anche a me: non sono ostacoli economici. Capex, budget, dipendenza dai vendor — tutta roba marginale. I problemi veri sono umani. La qualità del dato, prima di tutto — garbage in, garbage out, come dicono i fondi stessi. Poi la resistenza al cambiamento del management. Poi la mancanza di una leadership digitale interna. E c'è un problema tutto italiano, che nasce dal fatto che lavoriamo su PMI: manca quasi sempre qualcuno che faccia da project leader sul digitale, o meglio da "ambassador" — una persona che tenga insieme la visione del fondo e la vita quotidiana dell'azienda. Le aziende sanno benissimo che serve la tecnologia. Il problema è che non sanno a chi rivolgersi per farla funzionare. Ed è la domanda che i fondi si sentono fare più spesso: non "cosa devo fare" ma "chi mi aiuta a farlo". Finché non risolvi questo, qualsiasi investimento tecnologico resta sulla carta.

Dalla ricerca emerge che oggi la IA non è ancora una priorità per le imprese; cosa e quando cambierà questo ordine di importanza e cosa possono fare i fondi per accelerare questo cambiamento?

Oggi l'AI è quasi l'ultima priorità operativa reale dei fondi nelle aziende in portafoglio. Meno urgente dell'Erp, meno urgente della governance dei dati. Poi però chiedi ai fondi cosa conterà tra due o tre anni, e più di tre su quattro la mettono al primo posto. Davanti a tutto il resto. È un salto quasi istantaneo, non graduale, e onestamente è il dato che mi ha colpito di più di tutta la ricerca. Perché oggi non è priorità? Perché c'è tanta curiosità e poca execution — tutti provano qualche tool, quasi nessuno ha un progetto strutturato con un ritorno misurabile. E infatti in fase di exit gli use case AI già attivati non sono ancora percepiti come una leva che alza il prezzo. Conta ancora molto di più dimostrare che i sistemi funzionano e che i numeri tornano.

«Oggi l'AI è quasi l'ultima priorità operativa dei fondi nelle aziende in portafoglio. Meno urgente dell'ERP e della governance dei dati»

Ma perché cambierà?

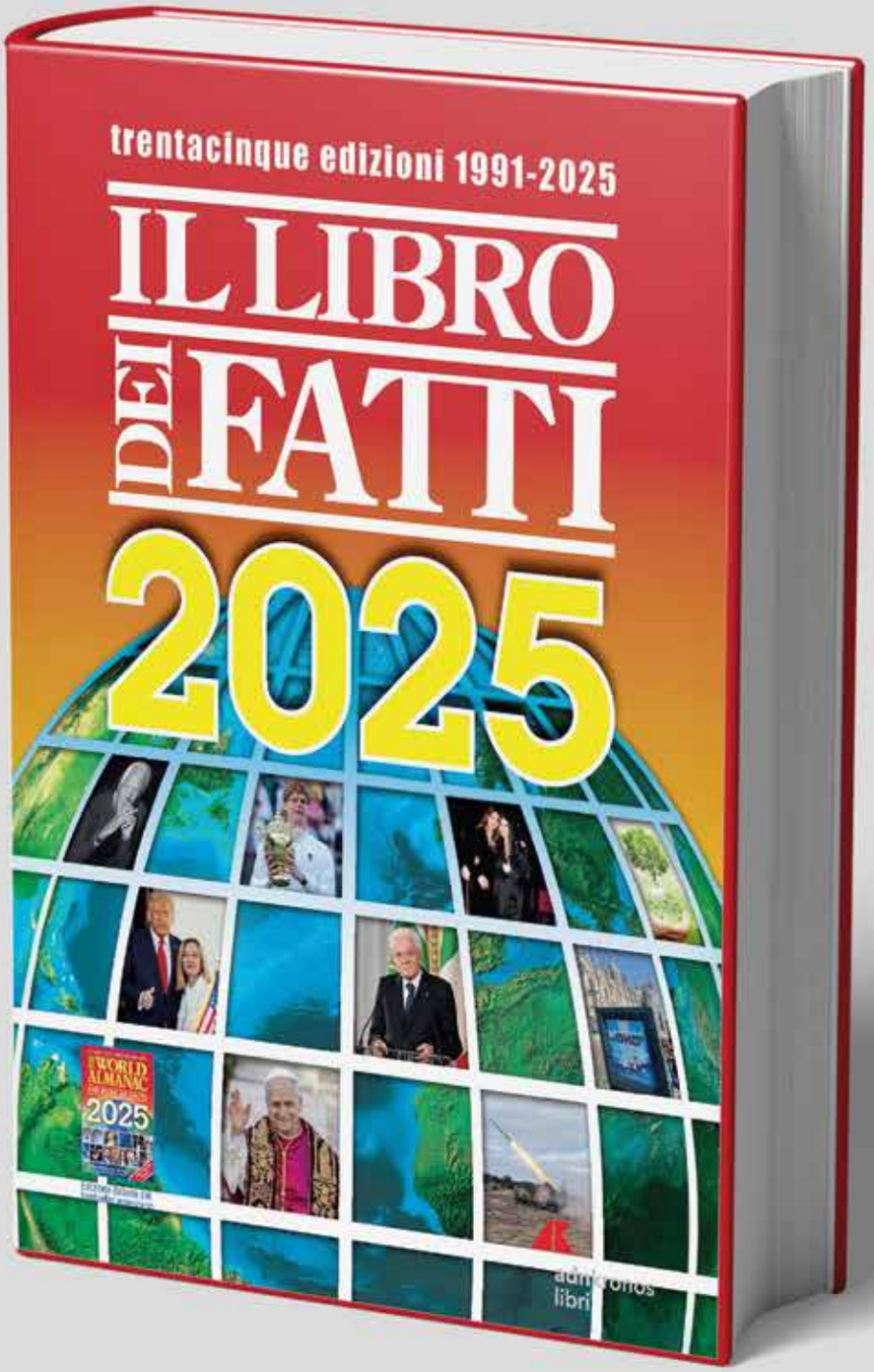
Cambierà per due motivi. Il primo è la pressione dei fondi internazionali e dei loro investitori, che guardano sempre più a quanto un fondo sa gestire l'AI nel portafoglio — anche in fase di fundraising, quindi è già competizione vera. Il secondo è che i fondi la stanno già usando su sé stessi, per sourcing, CRM, reportistica: chi la prova in casa propria prima o poi la porta anche nelle aziende in cui investe. Per accelerare, abbiamo visto due approcci che funzionano entrambi, in modo diverso: c'è chi fa l'orchestratore — un framework unico calato su tutto il portafoglio — e chi fa il facilitatore, aiutando ogni azienda a trovare il suo use case senza imporre uno schema dall'alto. Non esiste una ricetta giusta in assoluto. Dipende da quanto è maturo il portafoglio, e da quanto un'azienda può permettersi di cambiare senza fermarsi — che resta il vincolo più delicato quando parli di PMI.

Viste le evidenze della ricerca, qual è il ruolo di BIP CF&S e come può supportare i fondi in questo "beyond buzzwords: il valore si crea nell'execution"?

Il nostro ruolo è fare da ponte tra la strategia del fondo e quello che succede davvero in azienda — che è esattamente dove si perde la maggior parte del valore promesso in fase di investment thesis. Concretamente: aiutiamo i fondi nella due diligence integrata prima del deal — commerciale, operativa e finanziaria, con la componente tech/data innestata dentro e non trattata come un capitolo a parte —, per capire il livello di maturità digitale della target nel contesto complessivo del business senza scoprirlo dopo il closing; costruiamo insieme al management i piani di trasformazione post-closing, con KPI misurabili, non solo roadmap sulla carta; e restiamo durante l'implementazione, al fianco dell'azienda, invece di lasciare un documento e sparire. Non è un caso che sia proprio quello che i fondi ci chiedono più spesso: aiutarli a impostare bene il progetto e poi a portarlo fino in fondo.

Quindi un metodo pragmatico...

La convinzione di fondo, che è anche il senso del titolo che abbiamo scelto per questo lavoro, è semplice: il valore non si crea nella slide che descrive la trasformazione digitale. Si crea nei mesi in cui quella trasformazione viene davvero eseguita. Ed è lì che un advisor industriale come BIP CF&S fa la differenza rispetto a un consulente puramente finanziario — non ti lascia un documento e se ne va, resta a costruire il risultato con te. Che si tratti di mettere ordine nei dati, trovare la persona giusta in azienda, o trasformare un use case AI da esperimento a processo vero.



UN ANNO DI NOTIZIE SEMPRE CON TE

In libreria, in App e in ebook

adnkronos

NOTIZIE ALLO STATO PURO

UN'EUROPA CRESCIUTA SENZA VISIONE PUÒ SOLO RINASCERE DALLA POLITICA





Giulio Sapelli

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

In uno storico saggio di tanti anni fa **Paolo Rossi**, chiamato a scrivere un testo definitorio sull'Europa, indicò un valore articolato lungo due direttrici: il **pluralismo linguistico** e **culturale**. Questa definizione mi è rimasta incancellabilmente nella memoria. A questo pluralismo linguistico e culturale, che ha dato vita anche a conflitti tra nazioni ma soprattutto a relazione ed alleanze, in un tempo rapidissimo si è affiancata nel Dopoguerra un'unitarietà funzionalistica, cresciuta in fretta dopo la fine del conflitto e sotto l'incubo della forza vicina e minacciosa del comunismo sovietico, che aveva vinto la **Seconda Guerra Mondiale** entrando per primo a Berlino.

La nascente unità europea si è così esplicitata soltanto su alcune funzioni sostanzialmente tattiche. Altre funzioni di maggior respiro vennero concepite ma non si svilupparono. I padri fondatori dell'Europa unita erano profondamente antimilitaristi, perché avevano vissuto gli orrori della guerra. E puntarono sull'**Euratom**, per condividere l'energia atomica, e sulla **Ceca**, per sviluppare insieme carbone e acciao. Ma queste loro due intuizioni ben presto naufragarono, perché in fondo non si fidavano nè dell'industria pesante né degli apparati militari. Fu il funzionalismo francese regolatorio a prevalere, ed a dar spazio allo sviluppo di funzioni tecniche unitarie: l'unione postale, ad esempio. E la Politica agricola comunitaria, la Pac, sotto la forte pressione degli Stati del Nord, con le loro agricolture e zootecnie intrise di anticrittogamici e antibiotici.

In relazione a questo infausto inizio, tutto lo sviluppo del pensiero unitario europeo si è dipanato con modalità incongrue. Si è deciso di unificare la moneta prima di unificare il regime fiscale e il regime di bilancio perché così volevano i grandi protagonisti dell'economia europea, mentre insigni economisti come il nostro **Paolo Baffi** non avrebbero neanche voluto che l'Italia entrasse nel cosiddetto Serpente Monetario, per non privarsi dell'autonoma gestione del cambio e quindi dell'export.

Con simili premesse era inevitabile cadere nelle mani dell'**ordoliberismo** tedesco, ossia della visione di un Paese che ha avuto pochi pensatori di vaglia ma che paradossalmente, pur avendo scatenato la guerra, aveva ricevuto dalla pace lo status di avamposto della democrazia contro l'impero comunista, perché proprio a **Berlino** toccò il ruolo di città confine con la **Cortina di ferro**. E a nulla valse il peso dei francesci, che se a parole sognavano un'Europa che spaziasse dall'Atlantico agli Urali nei fatti pretendevano di perpetuare una loro impostazione neocoloniale, riportandovi peraltro le pesanti sconfitte dell'**Algeria** e del **Vietnam**.

SCANSIONA IL QR-CODE
PER CONTINUARE A LEGGERE >

MA GLI USA DEL BIASIMATO TRUMP SONO UN PAESE IN BUONA SALUTE



di Glauco Maggi

Quanto **Trump** ha detto e fatto in politica interna ed estera durante i primi due anni del suo secondo mandato l'hanno portato ad un rating di popolarità che suona esplicita condanna. Secondo il sito CRP che cura i sondaggi, la media a fine agosto lo vede giudicato male dal 57% degli americani, contro il 39,7% che lo promuove. Un saldo negativo di quasi 18 punti anticipa con altissima probabilità la debacle elettorale del partito repubblicano alle elezioni del novembre 2026. Un esito che è, peraltro, tradizionale. Il partito del "nuovo" presidente (il GOP, ora) di solito perde infatti molti seggi in **Congresso** perché gli elettori del partito alla opposizione (i DEM, ora) usano le prime urne a disposizione per esprimere la frustrazione d'essere stati battuti, e se c'è pure un dissenso di merito sull'operato della **Casa Bianca**, tanto meglio.

L'impopolarità di Trump è motivata soprattutto dalla guerra contro l'Iran, che sette mesi dopo l'inizio appare ai più senza via d'uscita, e dall'economia che non va bene. Giuste o sbagliate che siano state finora le mosse di questo presidente (e il giudizio su come finirà con Teheran deve essere sospeso, con l'Iran vicino al collasso per le sanzioni), è assurdo che venga fatta un'equazione America=Trump. L'opposizione DEM al presidente cerca di aggiungere, alle critiche specifiche su Iran, inflazione e affordability (il nuovo termine per 'alto costo della vita') , anche l'immagine di un Paese in declino, alla deriva, in ginocchio contro la Cina rampante.

La realtà è tutta diversa, e lo dimostrano le cifre della salute più che buona degli **Stati Uniti** nei campi importanti e decisivi delle sfide tecnologiche e finanziarie mondiali, indici di Wall Street in testa. Stupisce che i dati che sto per fornire non siano diffusi e aggiornati con frequenza dalla **Casa Bianca.** Stupisce, ma non più di tanto. La vecchia filosofia di Trump, secondo cui non può mai esserci una pubblicità negativa, gli era stata utile per essere conosciuto in TV, e poi eletto, nel 2016. Ma non vale più ora, quando il 100% della gente sa chi è, anzi è stufa di lui e lo valuta senza fare sconti. Anzi.

Ecco perché, oggi, mentre abbondano le battute sui media ostili, in patria e in Europa, sulla decadenza dell' "America di Trump", sarebbe fondamentale, anche solo nel rispetto dell'informazione prima ancora che per fini di propaganda patriottica, riportare i successi della **America Corp**. La fonte è lo storico e commentatore conservatore **Victor Davis Han-**







credit by gguy - stock.adobe.com

son, che ha scritto per il sito **Daily Signal** l'articolo "Il boom della tecnologia americana di cui nessuno sta parlando". Riportiamo i passaggi significativi.

Grazie alle deregolamentazioni, all'enfasi sulla produzione energetica, alla riduzione del Grande Governo, e alla fiducia del settore high tech, gli Stati Uniti "stanno producendo in sordina una rivoluzione tecnologica".

Le aziende high tech americane sono in testa per influenza e potere di mercato. Di quelle che valgono in Borsa oltre un miliardo, ora, negli Usa, ce ne sono 850, e il loro valore aggregato è pari a 5,2 trilioni di dollari (5.200 miliardi). In concreto, vuol dire che la gente compra i loro prodotti e investe nelle loro azioni. La **Cina** ha quattro volte la popolazione americana, ma di queste compagnie high tech ne conta 380, e la loro capitalizzazione di borsa è di 1,3 trilioni, un quarto. Hanson cita il caso di una società, **Space X**, che in borsa pesa da sola 1,8 trilioni, ossia più della intera capitalizzazione delle aziende cinesi.

Passiamo alla esplorazione dello spazio e ai satelliti. La Cina l'anno scorso ne ha lanciati 400, mentre Space X da sola ne ha messi in orbita 3500, quasi nove volte tanto. Quanto ai razzi, gli Stati Uniti hanno fatto 190 lanci, ossia più di tutti i razzi lanciati dal resto del mondo. Qualche cifra sulla concorrenza? La Cina 93, la Russia 17, l'Europa 8, l'India 5. Questo risultato equivale al predominio americano nel mandare razzi nello spazio e satelliti nella atmosfera più bassa vicina alla Terra.

Il terreno di scontro più d'attualità è quello della **intelligenza artificiale**, e spesso si legge di prevalenza cinese. Ma dove? La storia vera è quella raccontata dal successo nel mondo delle piattaforme più utilizzate dagli utenti. Negli Usa ma anche in America Latina, in Africa, in Asia. Nella classifica in termini di traffico globale si trova al primo posto **ChatGPT** di **OpenAI**, seguita da **Gemini** di **Google**, **Claude** di **Anthropic**, **Copilot** di **Microsoft**, **Perplexity AI**, **Grok** di **Elon Musk**. Tutte aziende americane che precedono la cinese **Doubao**.

Chiudiamo con il resto del big tech, e avrete già capito chi vince. Al primo posto la **Apple**, con 4,4 trilioni di dollari di capitalizzazione e, a seguire, **Alphabet/Google** con 4,17 trilioni di valore in borsa; **Microsoft**, 3,5 trilioni; **Meta**, 1,4 trilioni; **Oracle**, 422 miliardi; **Palantir**, 279 miliardi; **Palo Alto Networks**, 118 miliardi.

Trump non può certo vantarsi di essere stato lui a inventare questi colossi. Di sicuro però ha favorito il rafforzarsi di un clima pro-business nel paese: l'ecosistema giudiziario-legislativo- aziendale- finanziario-tecnologico Usa non ha proprio l'aria di essere superabile, nel medio termine, dalla Cina e da nessun altro.

Perché non ne parla, allora, invece di farsi ridere dietro quando ordina di cambiare il nome di Lake Ontario in **Lake of America**? Forse perché ha preferito sfruttare questo contesto lui stesso, insieme ai familiari, con iniziative di clientelismo e di guadagni indecenti che hanno reso il suo clan miliardario? E che, non a caso, gli hanno attirato critiche feroci, e giustificate, di essere il simbolo del conflitto d'interesse?

I presidenti passano, e il partito repubblicano forse perderà il Congresso. Ma a noi americani fa soprattutto piacere sapere che l'America è in buona salute.

IL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY TIENE GRAZIE AI "BIG TICKET"



Anna Gervasoni

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

Il mercato italiano del private equity e venture capital chiude il primo semestre 2026 con investimenti sostanzialmente stabili in valore, ma con una riduzione del numero delle operazioni e una significativa contrazione della raccolta. È il quadro che emerge dall'analisi condotta da **AIFI**, in collaborazione con **PwC Italia**: nei primi sei mesi dell'anno sono stati investiti 5,1 miliardi di euro, il 2% in meno rispetto allo stesso periodo del 2025, attraverso 291 operazioni, in calo del 21%.

La tenuta dell'ammontare investito è legata anche alla presenza di operazioni di grandi dimensioni. Nel semestre sono stati realizzati sette investimenti superiori a 150 milioni di euro, rispetto ai cinque dell'anno precedente. Escludendo queste operazioni, il capitale investito scende infatti a poco più di 2 miliardi, contro i 2,7 miliardi del primo semestre 2025. Rilevante anche il contributo degli operatori internazionali, che hanno investito 3,7 miliardi, pari al 72% del totale, mentre i soggetti domestici hanno realizzato il 69% del numero delle operazioni.



Il buyout si conferma il principale segmento per ammontare, con 3,3 miliardi di euro, in crescita del 20%, distribuiti su 69 operazioni.

Il venture capital mantiene invece il primato per numero di deal, con 188 investimenti, pari a quasi il 65% del totale, per 404 milioni di euro. Le infrastrutture hanno attratto 1,1 miliardi attraverso 13 operazioni, mentre l'expansion ha registrato una contrazione sia in valore sia nel numero degli investimenti. Il mercato continua a rivolgersi prevalentemente alle imprese di minori dimensioni: le aziende con meno di 50 milioni di euro di fatturato hanno attratto l'85% delle operazioni. L'ICT guida la classifica settoriale per numero, con 111 investimenti, pari al 38% del totale, seguito dal medicale e dai beni e servizi industriali. In termini di ammontare, prevalgono invece i beni e servizi industriali, con 1,4 miliardi di euro.

Resta inoltre marcata la concentrazione territoriale: **il 78% delle operazioni realizzate in Italia ha interessato il Nord e la Lombardia**, con 132 investimenti, rappresenta da sola il 51% del totale domestico. Il dato più critico del semestre riguarda però il fundraising. La raccolta complessiva si è attestata a 674 milioni di euro, in calo del 60% rispetto agli 1,7 miliardi dei primi sei mesi del 2025, mentre la sola raccolta sul mercato è diminuita del 54%, a 574 milioni. Gli operatori che hanno raccolto capitali sono stati 21, contro i 29 dell'anno precedente. Fondi pensione e casse di previdenza costituiscono la principale fonte della raccolta indipendente, con il 29%, seguiti da investitori individuali e family office con il 17%. Il 96% dei capitali raccolti proviene inoltre da investitori domestici. Con riferimento ai disinvestimenti, nel corso del primo semestre 2026 ne sono stati realizzati 76, distribuiti su 62 società, rispetto ai 71 del primo semestre 2025 (+7%). Al netto dei write off, il loro numero è diminuito da 71 a 54 (-24%). L'ammontare disinvestito, calcolato al costo storico di acquisto, si è attestato a 1.183 milioni di euro, contro i 2.724 milioni del primo semestre 2025 (-57%).

Il primo semestre restituisce quindi un mercato che mantiene sostanzialmente invariati i volumi investiti, sostenuto dalle grandi operazioni e dalla presenza dei capitali internazionali, a fronte però di una minore numerosità dei deal. La forte contrazione della raccolta rappresenta l'elemento di maggiore attenzione, in un settore nel quale la disponibilità di nuove risorse resta essenziale per sostenere la crescita delle imprese e, attraverso questa, la competitività del sistema economico italiano.

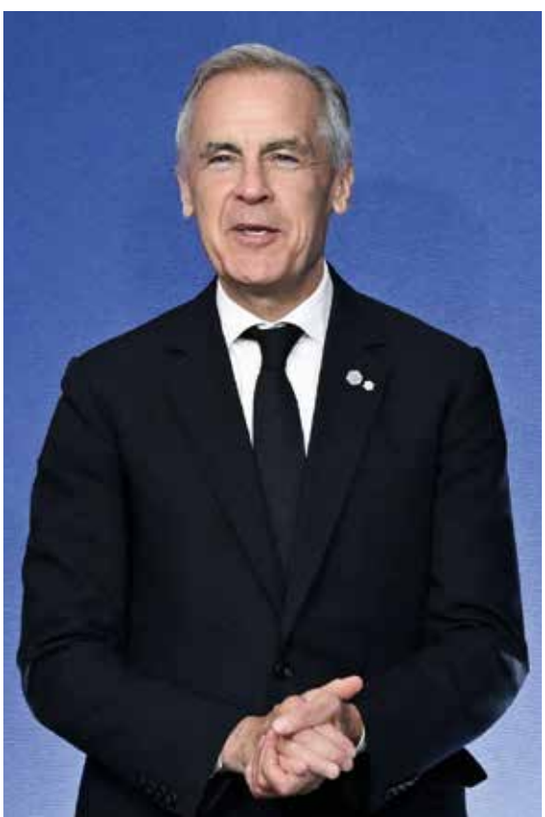
CANADA, MEGLIO PROVINCIA EUROPEA CHE «DEPENDANCE» DI MAR-A-LAGO

Il fallimento delle trattative commerciali tra Canada e Stati Uniti segna un nuovo deterioramento di una relazione economica che per decenni ha rappresentato uno degli esempi più avanzati di integrazione commerciale internazionale. **La decisione di Washington di introdurre nuovi dazi del 50% su centinaia di prodotti canadesi**, inclusi mobili, materie plastiche, legname, apparecchiature elettriche e altri beni manifatturieri, non costituisce infatti soltanto un ulteriore episodio della strategia protezionistica dell'Amministrazione Trump, ma rischia di mettere progressivamente in discussione le stesse logiche sulle quali si è sviluppata l'integrazione produttiva nordamericana.

Particolarmente rilevante è il fatto che le nuove tariffe colpiscano anche prodotti precedentemente protetti dalle disposizioni dello United States-Mexico-Canada Agreement. L'indebolimento di questo meccanismo riduce infatti il valore dell'accordo come garanzia di stabilità per le imprese e introduce un elemento di imprevedibilità all'interno di catene produttive profondamente integrate. Per numerosi operatori canadesi e statunitensi, soprattutto nei comparti manifatturieri, energetici e automobilistici, la possibilità che le condizioni di accesso al mercato possano essere modificate unilateralmente da Washington rende più complessa qualsiasi decisione relativa a investimenti, approvvigionamenti e localizzazione della produzione.

La risposta di Ottawa conferma il progressivo passaggio a una logica di ritorsione. **I nuovi contro-dazi, che potranno raggiungere il 50%** e interesseranno oltre 700 prodotti statunitensi per un valore di circa 27,6 miliardi di dollari canadesi, **non sono stati concepiti esclusivamente per compensare l'impatto delle misure americane**. Il Governo Carney ha infatti scelto deliberatamente di colpire anche prodotti provenienti da Stati particolarmente esposti al mercato canadese, trasformando la politica tariffaria in uno strumento di pressione politica interna sugli Stati Uniti. **Maine, Alaska, Ohio e Michigan figurano tra le aree maggiormente vulnerabili, aumentando la possibilità che il conflitto commerciale assuma una dimensione direttamente collegata alle elezioni di metà mandato**.

È proprio questa componente a rendere più complesso lo scenario futuro. Se le ritorsioni canadesi dovessero tradursi in una riduzione delle esportazioni, pressioni sui prezzi o perdite occupazionali negli Stati politicamente contendibili, il costo interno della strategia tariffaria di Washington potrebbe aumentare proprio mentre i Repubblicani si preparano a difendere la propria maggioranza al Senato. Il conflitto commerciale potrebbe quindi produrre un paradosso per l'Amministrazione Trump: lo strumento utilizzato per rafforzare la posizione negoziale degli Stati Uniti rischierebbe di generare pressioni politiche all'interno dello stesso Paese.



Nella foto: Mark Carney premier Canada



Andrea Margelletti

Presidente del Centro Studi Internazionali, docente presso la facoltà di Scienze delle Investigazioni e della Sicurezza dell'Università di Perugia e Narni. Unico membro onorario delle Forze Speciali Italiane

SCANSIONA IL QR-CODE
PER CONTINUARE A LEGGERE >

GRIMALDI LINES

Il viaggio più bello

inizia ora




Con Grimaldi Lines raggiungi:
SARDEGNA
SICILIA
SPAGNA
GRECIA
TUNISIA
LDI LINES
www.grimaldi-lines.com

SEDIE & POLTRONE

di MARCO MUFFATO

Casacche che si scambiano, volti noti che passano da un ruolo all'altro: il valzer delle poltrone è intenso nella finanza, dove vige ancora il merito e dove chi rende bene viene promosso o ricoperto di offerte allettanti. Agli HR il compito di attrarre i talenti, a noi quello di raccontare il risiko, oltre a notizie e indiscrezioni su un mondo ricco di costanti novità.

TRABATTONI È IL CEO DI SYMPHONIA SGR (GRUPPO BANCA INVESTIS)

Il Gruppo Banca Investis ha annunciato lo scorso 22 settembre la nomina di **Carlo Trabattoni** (*nella foto*) a Ceo di **Symphonia Sgr**. Trabattoni vanta oltre trent'anni di esperienza nel settore dell'asset management e dei mercati finanziari. Dopo aver iniziato il proprio percorso professionale in Fideuram, è entrato nel Gruppo Schroders, dove ha trascorso oltre vent'anni ricoprendo incarichi di crescente responsabilità in Italia e all'estero. Nel 2017 è entrato nel Gruppo Generali per guidare lo sviluppo della piattaforma multi-boutique di asset management. Successivamente ha ricoperto il ruolo di ceo di Generali Investments Partners SGR e di ceo dell'asset & wealth management del Gruppo. Trabattoni è stato presidente di Assogestioni per il triennio 2022-2025. «Lavorerò insieme a tutto il team per valorizzare le sinergie tra l'asset management e il resto del gruppo, sviluppando soluzioni d'investimento innovative e personalizzate per i nostri clienti», ha dichiarato Trabattoni a proposito del nuovo incarico in Symphonia SGR.



STATE STREET, CRESCE LAMANNA



State Street ha annunciato la nomina di **Riccardo Lamanna** (*nella foto*) a country head per l'Italia. Lamanna guiderà la strategia di State Street relativa agli *Investment Services* e al *Client Coverage* in Italia, con responsabilità dedicate al servizio ai clienti, alla crescita del business, alle relazioni con le autorità di regolamentazione e alla governance dell'organizzazione. Lamanna manterrà le proprie responsabilità come head of products di **State Street Bank International GmbH (SSBI)** e continuerà a far parte dell'Executive Management Board di SSBI. Ha recentemente ha ricoperto il ruolo di country head per il Lussemburgo, rafforzando ulteriormente la propria esperienza nella guida delle attività di State Street in uno dei principali mercati finanziari europei.

CONSOB, LINCIANO CONFERMATA



Consob ha rinnovato l'incarico di segretario generale a **Nadia Linciano** (*nella foto*) fino a settembre 2033. Linciano era stata nominata segretario generale dell'Autorità a settembre 2024. Dal maggio 2023 a ottobre 2024 ha ricoperto l'incarico di Coordinatore dell'Ufficio III della Struttura di Missione PNRR presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri come direttore generale. Dal dicembre 2021 al maggio 2023, presso la Consob, ha ricoperto gli incarichi di responsabile della Divisione Studi e reggente temporaneo dell'Ufficio Studi Economici. Ha coordinato varie pubblicazioni periodiche e collane della Consob ed è autrice di numerosi scritti di economia e regolamentazione dei mercati finanziari e di finanza comportamentale.

DUE NEW ENTRY IN LEMANIK

Lemanik annuncia la riorganizzazione della gestione dei fondi *Lemanik Active Short Term Credit* e *Lemanik Spring*, prodotti core dedicati alla gestione obbligazionaria attiva di brevissimo termine. Il nuovo assetto prevede l'inserimento di due nuovi gestori, **Emanuele Gerletti** (*nella foto*) e **Francesco Vicino,** entrambi provenienti da Swan Asset Management. Lemanik ha ringraziato per il contributo offerto e per il lavoro svolto, **Fabrizio Biondo**, che ha lasciato il gruppo dopo una collaborazione più che decennale. Lemanik è un gruppo finanziario nato in Svizzera nel 1971, con sedi a Milano e Lugano. Il Gruppo distribuisce in Italia i fondi *Lemanik Sicav*, attraverso la società di intermediazione mobiliare **Lemanik Sim Spa**.



IN KOINOS CAPITAL SGR ENTRA COREA



Koinos Capital Sgr, società di investimento indipendente multi-strategy, rafforza il team con l'ingresso di **Francesco Corea** (*nella foto*) in qualità di partner & chief technology officer.
Professionista con oltre dieci anni di esperienza in ambito accademico e nel venture capital, Corea rientra in Italia dopo un percorso internazionale di alto profilo tra Europa e Stati Uniti.
L'ingresso di Francesco Corea si inserisce in una fase di forte potenziamento per Koinos Capital SGR sia nel private equity che nel venture capital.

CON NABLA ROSSETTO E CIPRIA VANNO IN BORSA

Da fenomeno beauty su *TikTok Shop*, che ha permesso di tradurre in ricavi la visibilità conquistata sulla piattaforma, all'ammissione agli scambi su **Euronext Growth Milan**: nel giro di poco più di un anno **Nabla Cosmetics** ha spinto sull'acceleratore della crescita diventando il primo consumer brand indipendente del settore cosmetica a scegliere il listino dedicato alle pmi di Borsa Italiana.

Come già avvenuto a luglio con Giunti Psychometrics, anche Nabla, si è avvalsa del servizio di distribuzione diretta delle azioni in IPO per la gestione dell'offerta retail. Il prezzo di ammissione e di emissione delle azioni è stato fissato a 3 euro per azione. Complessivamente la società ha raccolto 5,5 milioni di euro, includendo il potenziale esercizio dell'opzione di over-allotment. Il collocamento ha avuto ad oggetto n. 1.594.500 azioni di nuova emissione oltre a 239.250 azioni rivenienti dall'esercizio dell'opzione over-allotment concessa dall'azionista **Genesis** a **Giotto Cellino Sim** in qualità di Global Coordinator. La tranche rivolta al pubblico indistinto ha visto invece un'allocazione di 190.800 azioni pari a 0,6 milioni, a fronte di una richiesta per 382.950 azioni pari a oltre 1,1 milioni. Al momento dell'ammissione sull'EGM il flottante era del 24,2% mentre la capitalizzazione di mercato all'IPO era di 20,5 milioni di euro (assumendo l'integrale esercizio dell'opzione di over-allotment). **Con le risorse raccolte Nabla punta a valutare nel medio termine opportunità di crescita per linee esterne, attraverso l'acquisizione di brand o asset strategici nel settore beauty che presentino sinergie con il posizionamento, la rete distributiva e il portafoglio prodotti già esistente (tra cui nicchie complementari come skincare e haircare).**





Rosaria Barrile

«Entriamo sul mercato dei capitali in un momento di grande dinamismo per la cosmetica italiana, una delle espressioni più riconosciute del Made in Italy nel mondo», ha commentato l'amministratore delegato **Cristiano De Simone**. «Abbiamo costruito un brand con un'identità forte e un legame diretto con la nostra community. Con la quotazione vogliamo accelerare l'espansione internazionale, sviluppare ulteriormente i canali digitali e ampliare l'offerta a nuove categorie di prodotto».

Fondata a Roma nel 2013, è stata tra i primi player indipendenti della cosmetica a cogliere le potenzialità delle piattaforme digitali dirette come TikTok Shop

Fondata a Roma nel 2013, Nabla, che secondo la definizione data dagli addetti ai lavori, si colloca nell'*"Entry-Prestige Indie"*, un segmento a metà strada tra il mass market e il lusso tradizionale, sviluppa e commercializza prodotti per il trucco e accessori attraverso un modello distributivo che combina canali digitali diretti, marketplace e partnership con retailer selezionati. La società opera adottando un modello *"fabless"* (ossia senza fabbrica) interamente governato dall'Italia: mentre le funzioni ad alto valore aggiunto e presidio della proprietà intellettuale, incluso il design del packaging, sono state mantenute all'interno, il processo di produzione fisica è stato affidato integralmente a un network selezionato di partner industriali italiani. Tale assetto ha permesso alla società di chiudere il 2025 con un fatturato di 14,4 milioni di euro (in aumento del 14,7% rispetto all'esercizio 2024), un utile netto di 1,5 milioni di euro e una posizione finanziaria netta positiva per 1,4 milioni. La crescita è il frutto di una combinazione delle vendite dirette, incluse quelle generate tramite **TikTok** (798 mila euro) e **Amazon** (260 mila euro), e delle vendite B2B (966 mila euro), supportate sia dall'ingresso in gruppi italiani (tra cui Naima ed Ethos), sia dall'espansione in Europa tramite il retailer **Douglas**.

Nella foto, da sinistra Serena Senise, co-fondatrice e creative & brand director di Nabla; Cristiano De Simone, co-fondatore e a.d. di Nabla

TRUMP E IL "TRADIMENTO" DI WARSH, ECCO LE RAGIONI E COSA POTREBBE SUCCEDERE



Coleman Kendall

Chief economist della casa di gestione Usa Marshfield Associates, Kendall da oltre 20 anni viene periodicamente in Italia per offrire ai consulenti finanziari e ai loro clienti chiavi di lettura sulla politica ed economia statunitense, con un particolare focus sulle mosse della Fed

Donald Trump si è formato nel mercato immobiliare degli anni '70 e '80, un periodo in cui l'inflazione era salita dal tasso del 2% degli anni '60 a oltre il 10% nel 1975 e nuovamente nel 1980. Quando **Paul Volcker** assunse la presidenza della **Fed** nel 1979, alzò i tassi quasi al 20%; ciò ridusse l'inflazione sotto il 4% nel 1983, ma causò gravi problemi al settore immobiliare. Nel 1989, il presidente della Fed **Alan Greenspan** alzò nuovamente i tassi quasi al 10% e, negli anni successivi, Trump subì due fallimenti.

Di conseguenza, Trump è fortemente convinto dei vantaggi di tassi di interesse bassi; di recente ha sostituito il presidente della Fed **Jay Powel**l, che non era disposto ad accettare tagli più rapidi dei tassi (Trump teme le imminenti elezioni di metà mandato, in cui il giudizio degli elettori sull'economia sarà decisivo; ha inoltre tentato di rimuovere un membro del consiglio della Fed nominato da Biden).

Quando Trump propose **Kevin Warsh** come presidente della Fed, ci fu una certa incertezza su come avrebbe gestito le politiche sui tassi di interesse. Warsh sosteneva che la Fed dovesse tornare a concentrarsi sulla stabilità dei prezzi e sulla piena occupazione, criticando implicitamente i suoi predecessori più recenti, i quali si erano occupati di come le banche valutassero il rischio climatico e delle modalità di comunicazione dei costi dei mutui. Warsh appariva convinto che la rivoluzione dell'IA potesse innescare un nuovo boom, consentendo alla Fed di mantenere i tassi bassi ancora per qualche tempo; citò inoltre un indicatore dell'inflazione della Fed di Dallas che risultava più basso rispetto alle misurazioni tradizionali.

Ma quando Warsh sostituì Powell, l'inflazione non si è attenuato. L'indicatore preferito dalla Fed (l'indice PCE) ha raggiunto il 4,1% a maggio, per poi scendere al 3,7% a giugno e luglio, ben al di sopra dell'obiettivo del 2% fissato dalla Fed. Nella riunione di giugno, il **FOMC** ha votato all'unanimità (12 a 0) per mantenere invariati i tassi, mentre in quella di luglio il voto fu di 9 a 3, con tre membri favorevoli a un rialzo. A settembre, Warsh si è unito al resto del comitato votando all'unanimità per un aumento dei tassi di 25 punti base. Trump ha nel frattempo continuato a sottolineare che i tassi di interesse dovranno essere molto bassi, «all'1% o meno, perché abbiamo il miglior merito di credito al mondo: di gran lunga».

Per Trump sarebbe difficile licenziare Warsh, dato che la nomina di un sostituto richiederebbe l'approvazione del Senato e le perdite subite dai Repubblicani alle elezioni di metà mandato potrebbero rendere tale passaggio complicato.

I mercati prevedono ormai che la Fed alzerà i tassi a fine ottobre e, forse, di nuovo a dicembre. I mercati (e Kevin Warsh) comprendono che il modo per evitare che i tassi di interesse salgano quasi al 20% consiste nell'arginare l'inflazione tempestivamente. Durante il periodo del coronavirus è stata immessa un'enorme quantità di liquidità nell'economia statunitense (circa il 25% del Pil) e gli Stati Uniti registrano attualmente deficit pari al 5-6% del Pil. Se Warsh riuscirà ad alzare i tassi in misura sufficiente nel corso delle prossime riunioni, forse potrà evitare l'impennata inflazionistica che ha caratterizzato gli anni Settanta e Ottanta.

Il problema per Trump è che ha un orizzonte diverso: Warsh guarda al lungo periodo, mentre Trump cerca di vincere le elezioni di metà mandato a novembre. Per ora Warsh ha il controllo, ma con Trump non si sa mai.



Il presidente della Fed Kevin Warsh, nel giorno della cerimonia di insediamento, stringe la mano al presidente Usa Donald Trump

FASE BOND, I RENDIMENTI PUNTO DI FORZA



Matteo Ramenghi
Chief Investment Officer
di UBS WM Italy

Le tensioni in Medio Oriente hanno riportato il petrolio (Brent) sopra i 100 dollari al barile, alimentando i timori sull'inflazione e sui tassi d'interesse, già in rialzo. Nei prossimi mesi, il rapporto tra prezzi del petrolio, inflazione e politica monetaria rappresenterà uno dei principali rischi.

La storia mostra che gli shock geopolitici generano quasi sempre volatilità nel breve termine, ma raramente modificano la direzione dei mercati. In oltre il 70% delle crisi geopolitiche dall'attacco a Pearl Harbor in poi, l'indice S&P 500 è salito nel giro di un anno.

Questa statistica è rassicurante, ma non basta a descrivere la complessità dello scenario attuale. Infatti, una buona parte della crescita economica e degli utili aziendali è sostenuta dagli investimenti nell'intelligenza artificiale (negli Stati Uniti e in Asia) e nella difesa (in Europa).

Questi investimenti, però, richiedono ingenti capitali, finanziati sia dai deficit pubblici sia dall'indebitamento delle imprese. **Le risorse vengono raccolte soprattutto sul mercato obbligazionario, dove la crescente competizione per attirare capitali, insieme all'inflazione, contribuisce a mantenere elevati i rendimenti**. Storicamente, i mercati azionari tendono a soffrire non tanto durante i rialzi dei tassi, quanto quando la stretta monetaria finisce per frenare la crescita e gli utili. Nei prossimi mesi dovrebbe prevalere la forza di un'economia che, nonostante le difficoltà, continua a dimostrare una notevole resilienza.

Se gli utili continueranno a crescere al ritmo osservato nel secondo trimestre del 2026, il mercato azionario potrebbe avere ancora spazio per salire. In questo caso, gli investitori potrebbero mantenere l'esposizione azionaria, riducendo al contempo la concentrazione nei settori più affollati e maggiormente rappresentati negli indici, come la tecnologia, a favore di comparti più tradizionali.

Resta aperta la questione del debito pubblico. Nelle principali economie sviluppate, l'indebitamento dei governi continua a salire: dall'inizio del secolo a fine 2025, negli Stati Uniti è passato dal 55% al 123% del PIL, in Giappone dal 135% al 235%, in Francia dal 59% al 116% e in Italia dal 109% al 137%.

Questo aumento del debito aiuta anche a interpretare l'evoluzione dei mercati obbligazionari, che complessivamente hanno registrato andamenti molto positivi per decenni. Dagli anni Ottanta, la riduzione dell'inflazione è stata il fattore dominante. Durante le recessioni, le banche centrali hanno spesso ridotto i tassi e adottato politiche espansive. Dopo la crisi finanziaria globale del 2008 e durante la pandemia, governi e banche centrali hanno inoltre contribuito a mantenere i tassi di mercato su livelli molto bassi, una forma di repressione finanziaria utile a contenere il costo del debito e a sostenere l'economia.

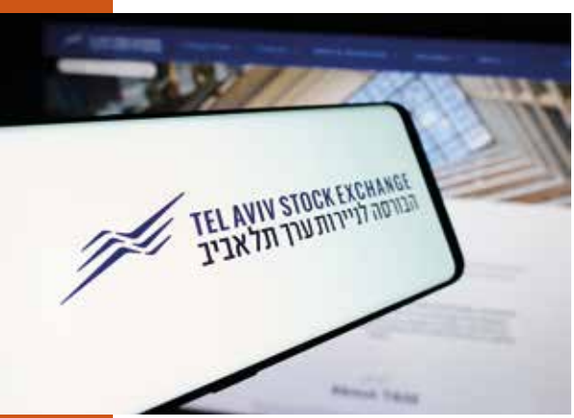
Nel complesso, questa lunga fase favorevole è proseguita, pur con alcune correzioni — come il *"bond massacre"* del 1994 — fino al 2022. L'inflazione, alimentata dalla ripresa post-Covid e dalla guerra in Ucraina, spinse le banche centrali ad adottare una politica monetaria aggressiva. Il risultato fu una delle peggiori correzioni degli indici obbligazionari dagli anni Settanta.

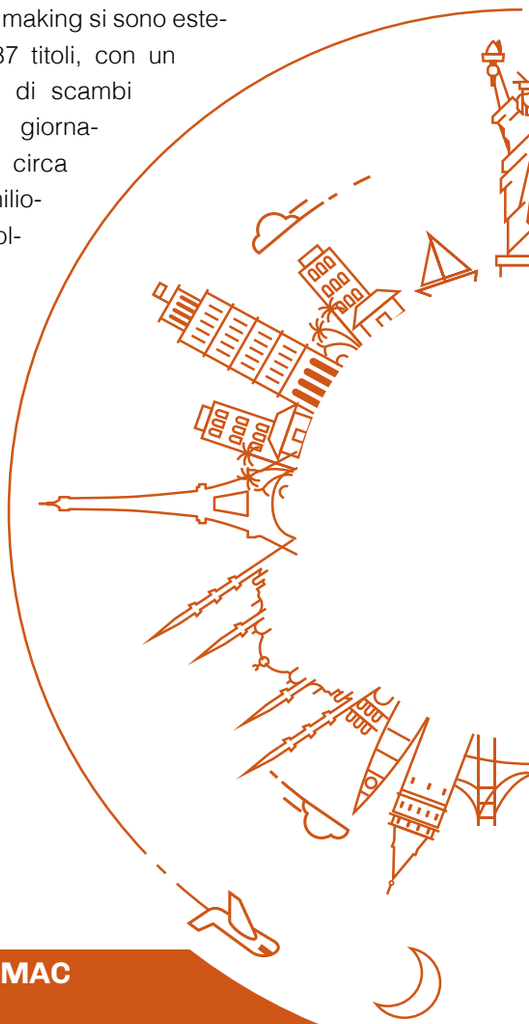
Da allora, il recupero del mercato obbligazionario è stato lento e intermittente, anche a causa delle nuove tensioni geopolitiche e dei riflessi su petrolio e gas. **Esiste però un elemento positivo: i rendimenti sono tornati su livelli interessanti**. Nella zona euro, il rendimento del credito societario investment grade si avvicina al 4%. Sebbene non si possa escludere un'ulteriore fase di volatilità, questi rendimenti offrono un cuscinetto per assorbire eventuali notizie negative. **In particolare, le obbligazioni di buona qualità a breve e media scadenza sembrano presentare opportunità interessanti**. In futuro, banche centrali e governi potrebbero tornare a perseguire politiche di repressione finanziaria per alleggerire il peso dei debiti pubblici. Nonostante lo scenario complicato, la crescita dell'economia e degli utili dovrebbero continuare a sostenere i mercati. Per il momento, riteniamo quindi preferibile evitare modifiche radicali al posizionamento, privilegiando invece diversificazione e gestione del rischio di concentrazione.



LA CAPITALIZZAZIONE DELLA BORSA DI TEL AVIV SUPERA I 1.000 MILIARDI DI DOLLARI

La Borsa di Tel Aviv ha chiuso, per la prima volta, l'anno ebraico (11 settembre) con una capitalizzazione di mercato complessiva superiore a mille miliardi di dollari. Come riferito dall'agenzia di informazione israeliana Tps l'indice azionario Ta-35 è salito di circa il 40,5% nell'ultimo anno, mentre il Ta-125 ha guadagnato circa il 36,8 per cento. Per confronto, l'S&P500 è salito del 18,1%, il Nasdaq 100 ha guadagnato il 21,8% e l'indice Msci World è cresciuto del 19,1 per cento. **La solida performance è arrivata in un anno di cambiamenti strutturali per la Borsa di Tel Aviv, come il passaggio a una settimana di contrattazioni da lunedì a venerdì (prima era domenica-giovedì), che avvicina il calendario a quello della maggior parte dei principali mercati globali**. Secondo i dati, il volume medio giornaliero degli scambi azionari, comprese le transazioni sia dentro sia fuori Borsa, è salito a circa 1,62 miliardi di dollari nel corso dell'anno, rispetto a circa 1,03 miliardi nell'anno precedente. Anche l'indice azionario Ta-90 ha registrato un forte guadagno di circa il 25,5%o durante l'anno, mentre diversi indici settoriali hanno segnato incrementi ben più marcati: il Ta-Insurance (che raggruppa le società quotate del settore assicurativo israeliano) sarebbe salito di circa il 94,5%, favorito dal calo dei tassi di interesse, da una maggiore redditività degli assicuratori e da valori più alti dei portafogli di investimento. Anche gli indici di infrastrutture, energia e tecnologie pulite hanno beneficiato degli investimenti continui e dell'aumento dei prezzi globali dell'energia nel contesto della guerra tra Israele e Iran. Inoltre, 33 nuove società sono entrate nella Borsa di Tel Aviv nel corso dell'anno, tra cui 26 Ipo, cinque doppie quotazioni e due spin-off. Una delle novità più rilevanti è stata la società statunitense di cybersicurezza Palo **Alto Networks**, che ha avviato una doppia quotazione sulla Borsa di Tel Aviv a febbraio. Infine, secondo Tps, i programmi di market making si sono estesi a 287 titoli, con un volume di scambi medio giornaliero di circa 27,3 milioni di dollari.



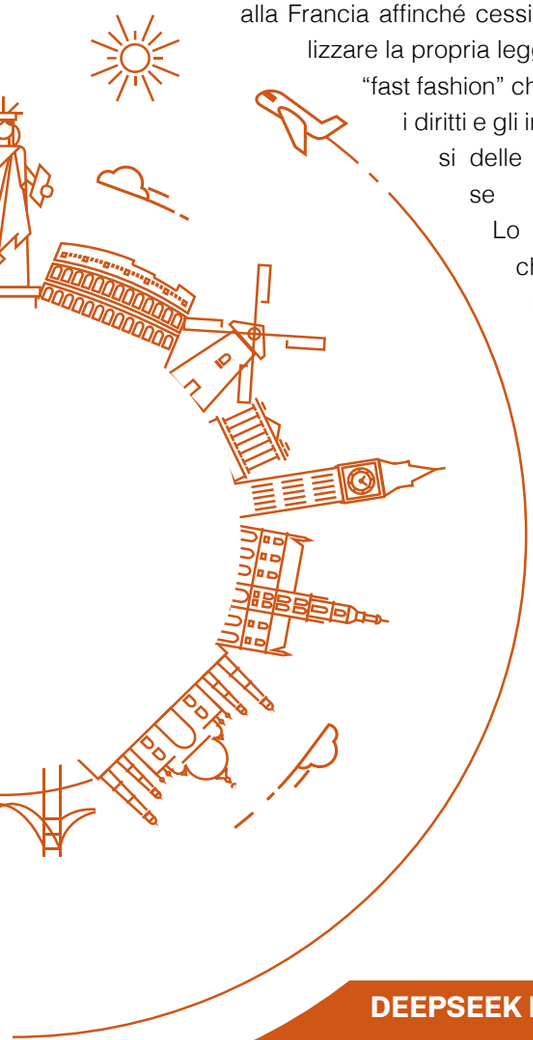


GERMANIA, LA PORSCHE VENDE PARTECIPAZIONI IN BUGATTI E RIMAC

La casa automobilistica tedesca **Porsche** ha completato la vendita delle sue partecipazioni in **Bugatti** e nel gruppo croato **Rimac**, realizzando un ricavato di circa un miliardo di euro. "La transazione è stata finalizzata a seguito dell'approvazione delle autorità di regolamentazione", si legge in una nota diffusa dall'azienda, in cui viene sottolineato che l'operazione è "un ulteriore passo nella strategia di focalizzazione sul core business". Grazie all'afflusso di fondi derivante dalla vendita delle azioni, Porsche prevede ora un margine di flusso di cassa netto più elevato nella sua divisione automobilistica, compreso tra il 5,5 e il 7,5 per cento per l'anno fiscale 2026. In precedenza, la previsione era compresa tra il 3 e il 5 per cento. Intento il gruppo Porsche sta cedendo la sua società di consulenza gestionale e informatica **Mhp** alla società indiana **Tata Consultancy Services**. Questa operazione rappresenta un ulteriore passo importante nella strategia di focalizzazione sul core business. L'acquisizione è ancora soggetta all'approvazione delle autorità di regolamentazione.



PECHINO CHIEDE A PARIGI DI RITIRARE LA LEGGE ANTI "FAST FASHION"



Il ministero del Commercio cinese ha reso noto di avere tenuto colloqui con diverse aziende francesi operanti in Cina, ribadendo l'appello alla Francia affinché cessi di utilizzare la propria legge anti "fast fashion" che lede i diritti e gli interessi delle imprese cinesi. Lo ha dichiarato il portavoce del dicastero, **Huang Ling**, secondo cui diversi resoconti pubblici indicano che alcune aziende avrebbero ricevuto sussidi dall'Unione europea e dai suoi Stati membri, sostegno che potrebbe essere stato "in parte trasferito alle loro entità con sede in Cina". Huang ha precisato che i colloqui con le aziende francesi erano finalizzati a "raccogliere informazioni e richiedere chiarimenti" per "valutarne l'impatto". Il ministero ha inoltre affrontato la recente normativa francese volta a regolamentare le aziende dell'ultra "fast fashion", esortando Parigi a sospenderne immediatamente l'attuazione. Le norme, ha affermato Huang, presentano "evidenti tratti di protezionismo commerciale", pur essendo presentate come misure a tutela dell'ambiente e della sostenibilità.

La legge, secondo il portavoce, utilizza "standard e parametri chiaramente mirati per discriminare e reprimere gli operatori cinesi dell'e-commerce transfrontaliero", con norme che "distorcerebbero gravemente la concorrenza leale". In base alla normativa francese, un capo di abbigliamento è classificato come "ultra fast fashion" sulla base



di due criteri: il volume di capi immessi sul mercato e il costo di riparazione del capo rispetto al prezzo al dettaglio: la tariffa per articolo varia così su una scala definita in base al punteggio ottenuto su entrambi i parametri. **La piattaforma Shein**, nota per i prezzi molto bassi e il rapido ricambio dei capi, ha recentemente debuttato con toni contenuti alla Borsa di Hong Kong, dopo che i precedenti piani di quotazione a New York e Londra erano stati abbandonati.

DEEPSEEK LANCIA UN NUOVO MODELLO DI AI, POSSIBILE IPO A SHANGHAI

La startup cinese di intelligenza artificiale **DeepSeek** ha lanciato il 10 settembre, *DeepSeek-V4.1-Flash*, il più piccolo modello della nuova famiglia di architetture sviluppata dalla società. Lo ha riferito la stessa azienda in una nota, sottolineando che il nuovo modello è progettato per offrire maggiori capacità, una maggiore velocità di elaborazione e la possibilità di scalare verso modelli di dimensioni maggiori. Secondo quanto riferito dal quotidiano The Standard, il lancio del nuovo modello arriva mentre la società si prepara a una possibile offerta pubblica iniziale sul mercato Star di Shanghai dedicato alle aziende tecnologiche. Negli stessi giorni il presidente degli Stati Uniti, Donald Trump, ha ribadito che è essenziale mantenere il primato nell'intelligenza artificiale, nonostante gli allarmi lanciati dai leader del settore e gli appelli a rallentarne lo sviluppo. «Siamo all'avanguardia rispetto alla Cina. Siamo il Paese più avanzato al mondo, e voglio che restiamo così, perché chi vince nel campo dell'Ai vince», ha dichiarato il leader della Casa Bianca.



TRENI DI LUSSO, ARSENALE DIVENTA PARTNER DI SJOURNEY IN VIETNAM

Arsenale, leader italiano nell'hospitality di lusso e nel turismo ferroviario, ha annunciato l'acquisizione di una partecipazione strategica del 33% in **SJourney**, pionieristico brand vietnamita di viaggi ferroviari di lusso, che propone esperienze immersive attraverso il Paese. "L'operazione", si legge in una nota della società,



"rappresenta un ulteriore passo nella strategia di crescita internazionale di Arsenale, segnando l'ingresso diretto del gruppo in Vietnam, rafforzandone ulteriormente la presenza in Asia e accompagnando al contempo la continua evoluzione del prodotto". "L'investimento", si legge ancora, "fa seguito all'acquisizione di **Golden Eagle Luxury Trains** nel 2025 e si inserisce nel progetto di costruire una piattaforma internazionale integrata dedicata al turismo ferroviario di lusso, attraverso alcune delle destinazioni più iconiche e suggestive del mondo". Con questo investimento, Arsenale metterà quindi a sistema la propria esperienza nello sviluppo, nell'industrializzazione e nel posizionamento internazionale di progetti ferroviari di lusso con la presenza consolidata di SJourney, le sue competenze operative e la profonda conoscenza del Vietnam, nonché le competenze strategiche e di settore per lo sviluppo di nuovi itinerari e la futura apertura verso ulteriori mercati, accompagnando al contempo l'evoluzione degli standard di servizio a bordo e del prodotto. Tra gli itinerari simbolo di SJourney figura la tratta Hanoi–Ho Chi Minh City, un iconico percorso da nord a sud attraverso alcuni dei paesaggi più suggestivi e dei luoghi di maggiore rilevanza culturale del Vietnam.

ALBANIA-USA, FIRMATO ACCORDO CON ARGENT LNG SUL GNL

L'Albania, secondo quanto riferisce il *National Law Review*, sta valutando la possibilità di costruire un terminale sulla costa, dove il gas naturale liquefatto (Gnl) statunitense arriverebbe via nave, verrebbe stoccato, trasformato in gas e poi inviato tramite gasdotti ai Balcani e ai Paesi dell'Europa sud-orientale, con la possibilità che parte di esso rifornisca anche l'Ucraina. Il ministro delle Infrastrutture e dell'Energia albanese, **Enea Karakaci**, ha affermato che il terminale offrirebbe alla regione dei Balcani maggiori opportunità per far fronte ai periodi di elevata domanda di energia e a possibili interruzioni delle forniture. Secondo il ministro, l'infrastruttura creerebbe una nuova e più diversificata via di approvvigionamento energetico, mentre l'Albania potrebbe fungere da punto di collegamento tra l'Adriatico e i mercati energetici della regione dei Balcani, con la possibilità di fornire supporto anche all'Ucraina. Nel frattempo, la società statunitense **Argent Lng**, che sta costruendo un grande terminale per l'esportazione di gas naturale liquefatto a Port Fourchon, in Louisiana, ha annunciato di aver firmato un memorandum d'intesa con l'Albania che prevede proprio che entrambe le parti studino e valutino congiuntamente la possibilità di costruire un grande terminale sulla costa albanese, dove il Gnl verrà stoccato e successivamente convertito dallo stato liquido a quello gassoso, per essere immesso nella rete di gasdotti.



IL KURDISTAN CHIEDE PIU' FONDI STATALI A BAGHDAD



La Regione del **Kurdistan iracheno** sta cercando di ottenere la sua quota costituzionale del bilancio federale del Paese per il 2027, compresi i proventi del petrolio, i fondi per gli investimenti e i finanziamenti internazionali, mentre Baghdad prepara la bozza di legge per il prossimo anno. Lo riporta l'agenzia di stampa Shafaq, spiegando che una delegazione del governo curdo-iracheno ha sollevato le sue richieste nel corso di colloqui tenuti a Baghdad il 9 settembre con diversi ministeri del governo federale. In particolare, durante un incontro con il ministro delle Finanze, **Faleh Sari**, la delegazione ha chiesto che la quota finanziaria e i diritti del Kurdistan iracheno siano determinati "su una base costituzionale e legale equa", con una formula chiara che regoli i rapporti finanziari tra Baghdad ed Erbil. Sari ha affermato che il ministero delle Finanze federale si occuperà dei diritti finanziari della Regione del Kurdistan in conformità con la costituzione e le leggi pertinenti. I colloqui con i funzionari di Baghdad si sono concentrati anche sul petrolio, una delle principali fonti di tensione tra il governo federale e quello di Erbil. La delegazione curdo-irachena ha discusso delle disposizioni relative al settore nel bilancio 2027, compresi i volumi di esportazione previsti, la produzione petrolifera dai giacimenti del Kurdistan, il prezzo stimato del petrolio e i volumi destinati al consumo interno.

UNICORN AWARDS, ITALIA N.1 IN LIVE COMMUNICATION



Con **Ninetynine** l'Italia trionfa in Europa alla 15ma edizione degli **Unicorn Award**s, uno dei riconoscimenti internazionali più prestigiosi dedicati alla live communication, all'event industry e all'innovazione nei format esperienziali a livello europeo, a cui quest'anno hanno concorso 117 progetti realizzati in 24 Paesi. **Ninetynine si è aggiudicata il premio come Best Event Agency** ed è stata la realtà più premiata di questa edizione, nonché una delle realtà più premiate nella storia del concorso, con nove riconoscimenti ottenuti sui sette progetti candidati: tra questi, **il lancio mondiale di Ferrari Luce, il Ferrari Capital Markets Day 2025, il Tour mondiale Amerigo Vespucci 2023-2025** con le tappe mediterranee e gli eventi di chiusura e i grandi eventi del Giubileo 2025. Gli Unicorn Awards celebrano da 15 anni a livello europeo progetti capaci di distinguersi per visione creativa, complessità esecutiva, sostenibilità, impatto socio-economico e capacità di trasformarsi in veri e propri punti di riferimento del settore: i cosiddetti "unicorni" dell'industria. A decretare i vincitori di questa edizione in Slovenia è stata una giuria di oltre venti esperti globali presieduta da **Ángeles Moreno Vallejo**, general manager di Jack Morton Worldwide, e composta da direttori marketing come **Mastercard, Volkswagen** e Skoda Auto. «Partecipare agli Unicorn Awards ci ha permesso di confrontarci con Paesi e approcci molto diversi: è questo che rende il riconoscimento Best Event Agency ancora più prezioso e ci spinge ad accogliere nuove sfide», ha commentato **Simone Mazzarelli** *(nella foto)*, amministratore delegato di Ninetynine, al termine della cerimonia.

DER SPIEGEL, LA RISTRUTTURAZIONE DI VOLKSWAGEN

La casa automobilistica tedesca **Volkswagen** stima che il costo della riduzione di circa 60 mila posti di lavoro e della potenziale chiusura di quattro stabilimenti in Germania si aggiri intorno a 16 miliardi di euro. Lo ha riferito il settimanale tedesco *Der Spiegel*, citando documenti interni del consiglio di sorveglianza. Secondo il rapporto, la casa automobilistica ha stanziato un totale di due miliardi di euro per la potenziale cessazione della produzione negli stabilimenti di Zwickau ed Emden nel 2031. L'azienda sta inoltre calcolando costi di circa due miliardi di euro ciascuno per gli stabilimenti di Hannover e Neckarsulm. Questi quattro siti sono oggetto di revisione nell'ambito del programma di riduzione dei costi. Tuttavia, non è stata ancora presa una decisione definitiva sulla loro chiusura e si stanno valutando anche utilizzi alternativi. Inoltre, secondo il rapporto, Volkswagen prevede di investire fino a dieci miliardi di euro entro il 2030 per tagliare circa 60mila posti di lavoro. Questi fondi sono destinati a scopi quali pensionamenti anticipati, indennità di fine rapporto e piani sociali. Se gli stabilimenti dovessero effettivamente chiudere, i rappresentanti dei lavoratori ritengono che i costi potrebbero essere significativamente più elevati. Secondo *Der Spiegel*, un rappresentante sindacale ha definito i calcoli dell'azienda "ridicolmente bassi", suggerendo che la cifra reale sarebbe, più realisticamente, il doppio.



IRAQ-TURCHIA, PRONTA LA BOZZA DELL'ACCORDO SULLE INFRASTRUTTURE

Iraq e **Turchia** hanno completato la bozza di un accordo sullo sviluppo delle infrastrutture di trasporto. Il testo definisce gli aspetti legali, tecnici e finanziari della cooperazione, i meccanismi di attuazione, i diritti e le responsabilità delle parti e i requisiti per i progetti previsti. Alla trattativa hanno partecipato per Baghdad rappresentanti dei ministeri dei Trasporti, del Petrolio, delle Finanze e degli Esteri, della Banca centrale e della società statale per la commercializzazione del petrolio **Somo**. La delegazione turca comprendeva funzionari dei ministeri dei Trasporti, dell'Energia e degli Esteri e rappresentanti di **Ziraat Bank**. La bozza sarà sottoposta ai rispettivi governi prima della firma e della successiva stipula dei contratti. La società statale turca **Machinery and Chemical Industry (Mke)**, attiva nella produzione di macchinari e sistemi per la difesa, ha costituito al Cairo una filiale interamente controllata denominata **Zafer**. La società opererà secondo la legislazione egiziana e svolgerà attività commerciali, oltre a partecipare a progetti di produzione congiunta tra Turchia ed Egitto. Mke considera il mercato egiziano anche come base per collaborazioni industriali e programmi comuni. Zafer rappresenta il primo ingresso diretto della società turca nel mercato egiziano.



Il giro del mondo in 30 giorni è a cura di Gloria Valdonio

SCOMMETTERE ANCHE SUI GUAI, IL CINISMO DEI PREDICTION MARKETS



Paolo Zucca

Iscritto all'Ordine dei Giornalisti dal 1979, già responsabile del supplemento de Il Sole 24 Ore Plus 24. Partecipa a tutorial e iniziative contro l'eccessivo uso del contante. Twitter @ pzu551

Scommettere, scommettere, scommettere. Su tutto e tutti. Senza vincoli etici anche quando la puntata di denaro confidi nella probabilità di un terremoto o un'eruzione. O incendi boschivi che potrebbero essere addirittura appiccati da giocatori coinvolti. O sulla morte della guida religiosa iraniana **Ali Khamenei** o l'arresto del presidente venezuelano **Nicolas Maduro** come è realmente accaduto. In questo caso un militare americano, coinvolto nei preparativi per la cattura del numero uno venezuelano, aveva piazzato la sua scommessa sicura sulla piattaforma piu nota (Polymarket). Ora è inquisito. Aveva un'informazione riservatissima, delicatissima e l'ha utilizzata a scapito di tanti altri scommettitori. Insider trading pericolosissimo. **Un tipico esempio di quanto i mercati predittivi (prediction markets) non siano delle Borse ma neanche similBorse**.

Molto anonimi, per niente regolamentati e vigilati, vanno vissuti come ambienti d'azzardo. La loro scarsa trasparenza dovrebbe allarmare l'investitore individuale consapevole del valore del suo risparmio. **I prediction markets sono molto seguiti negli Stati Uniti e cercano spazio tra i risparmiatori europei**. Trovano una cultura ben predisposta in Gran Bretagna, meno nell'area continentale dove pure il gioco a scommesse è un fenomeno diffuso che drena risparmio tra i cittadini con meno risorse e quindi alla ricerca del colpo di fortuna.

Anche se le piattaforme cercano, come spesso accade, di chiamarsi fuori recitando il ruolo dello strumento tecnico imparziale le due principali (**Polymarket e Kalshi**) sono osteggiate dai governi europei. In Italia l'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli ha bloccato Polymarket in quanto operatore non autorizzato di scommesse e quindii illegale. Lo stesso blocco è stato deciso in Francia. L'**Esma**, che è l'organismo europeo per le regole dei mercati finanziari che è il riferimento dell' l'italiana Consob, **ha imposto lo stop**: le attività delle piattaforme che accolgono e stimolano contratti su eventi non hanno l'autorizzazione per operare nella Ue. Qualcosa sfugge se si opera da Paesi che lasciano ambiguità. I promotori delle piattaforme contestano i provvedimenti e si descrivono come operatori che raccolgono iniziative e orientamenti prevalenti di cittadini su svariati eventi. Ma in nessun modo l'opinione prevalente degli scommettitori, molto manovrabile, può essere scambiata per un sondaggio credibile o una corretta informazione ai partecipanti. Pur contrastate le piattaforme non stanno abbandonando il mercato europeo e riescono a ottenere finanziamenti per sviluppare le loro attività. Se le Borse ufficiali, regolamentate e vigilate, presentano complessità per un risparmiatore individuale figuriamoci un ambiente generalmente anonimo, con contratti economici legati ad eventi autoproposti dove non valgono i fondamentali ma il percepito. Dove ognuno potrebbe generare, o far generare, un filone di puntate su un evento che è in grado di controllare (c'è un caso sospetto di addetti alla misurazione di temperature che avrebbero manomesso il dato reale) beffando gli altri partecipanti. Siamo oltre le scommesse sportive che pure inquinano gli eventi e qualche volta coinvolgono gli atleti. Polymarket è stata sponsor sulle maglie della Lazio calcio fino all'oscuramento del sito deciso dalle autorità. La dispersione di denaro a vantaggio di pochi, la passione popolareb per le scommesse - grandi o piccole che siano, dai dadi sotto le croci del Golgota al betting sfrenato nello sport - fa capire che **c'è ancora troppa confusione tra scommessa e investimento**. Chi investe seriamente in Borsa non "gioca in Borsa". Probabilmente si annoia di più, studia di più, guarda i fondamentali di un'azione o un'obbligazione. La liquidità. È più realistico sui risultati ottenibili. Produce meno adrenalina e meno ansia.È un risparmiatore migliore sia che operi in proprio o deleghi un esperto.



ADRIANO OLIVETTI: QUANDO LA CULTURA GUIDAVA L'INTELLIGENZA DELLE MACCHINE

Chissà cosa direbbe oggi **Adriano Olivetti** dell'Intelligenza Artificiale: lui che fu dall'Europa fu pioniere assoluto della civiltà delle macchine intelligenti. Lui che sfidò Usa e Urss nel dopo immediato di una guerra che aveva distrutto anche il primato scientifico e tecnologico del Vecchio Continente. Perché escludere che - se il fondatore non fosse prematuramente scomparso nel 1960 - Olivetti avrebbe avuto chance di mantenere anche nell'ecosistema IA la leadership di frontiera consolidata nella seconda metà del secolo scorso? **Con l'Elea 9003, il primo computer europeo a transistor; con il Programma 101 imbarcato anche nelle missioni spaziali della Nasa; infine con M10 e M20, che ancora nei primi anni 80 si misuravano con i primi Pc della Silicon Valley**. Di Adriano Olivetti e della sua azienda-creatura non si è mai stanchi di parlare. Quel mix inconfondibile e inscindibile di pensiero e azione, di impresa e di cultura, di economia/società/politica è sempreverde: nell'Italia e nell'Europa ormai addentrate nel secolo ventunesimo. La miniera di Ivrea non è ancora esaurita, al contrario: rigenera le proprie ricchezze. Lo testimonia *"Olivetti – Nuove storie da una collezione"*, appena uscito per **Ronzani**, a cura di **Fiorella Bulegato** e **Alessandro Santero**, con saggi di **Dario Scodeller**, **Eugenio Sidoli** e **Andrea Granelli**.



Il volume continua e integra l'indagine del vasto ecosistema della comunicazione del prodotto e dell'azienda: dépliant, libretti d'istruzione, manuali tecnici, cataloghi, libri aziendali e manifesti, un percorso che restituisce la complessità di "un'impresa capace di trasformare anche il più umile foglio di istruzioni in un capolavoro di chiarezza informativa ed estetica".

Scorrendo il libro si attraversano stagioni grafiche irripetibili: dalle intuizioni poetiche di **Marcello Nizzoli** e **Leonardo Sinisgalli**, alla sintesi funzionale di **Giovanni Pintori**; la fotografia di **Henri Cartier-Bresson** e **Gianni Berengo Gardin**, testimoni dell'architettura sociale dell'azienda; il segno di **Bruno Caruso**, che con la sua agenda traghetta idealmente la calligrafia verso la memoria elettronica; arrivando infine alle sperimentazioni degli anni più recenti: dalle visioni di **Milton Glaser** e dalle matericità di **Roger Selden**, al progetto corale di fine millennio progettato da **Michele De Lucchi**, **Mario Trimarchi** e **Katrin Schmitt Tegge**.

È naturale che Granelli - fondatore di Kanso e fra l'altro presidente dell'Archivio storico Olivetti - si misuri nella rinarrazione di una vita d'eccezione "vista dal 2026". In un saggio co-firmato con Sidoli, ricompone il puzzle del *"Vocabolario Olivetti"*, tuttora molto più di un mito: un'idea viva di imprenditoria e management talmente multidimensionali da indurre il "change" anche nella società e nella governance politica. Tra tutte le "parole costruttive" coniate ed praticate da Olivetti Granelli indica "glocal": oggi un mantra, all'epoca profetica di una sfida fra globalità e appartenenza a un territorio com'era il Canavese.



Antonio Quaglio

Laureato in Economia aziendale all'Università di Venezia, è stato inviato e caporedattore a Il Sole 24Ore. Collabora a www.ilsussidiario.net

Una nuova "collezione" di storie e saggi sull'Olivetti e sul suo fondatore ripercorre una vicenda tuttora unica di cultura d'impresa

SCANSIONA IL QR-CODE PER CONTINUARE A LEGGERE >

QUALE PAPA STRANIERO PER IL "CAMPO LARGO"



Vittorio Borelli

Giornalista di lungo corso, condirettore de Il Mondo, fondatore e direttore di East, già direttore delle relazioni esterne di Unicredit nella gestione Rondelli-Profumo

Succederà entro il 2026. Alla fine anche **Giuseppe Conte** prenderà atto del fatto che le primarie di colazione spaccherebbero ulteriormente la coalizione e spianerebbero la strada al centro-destra. Così, sia pure a malincuore, dirà sì a una commissione di esperti per individuare quello che nel gergo politico si definisce un **"Papa straniero"**. La commissione partirà non dai nomi ma dai contenuti su cui si misurano le distanze fra le molteplici anime del centro-sinistra. Ecco le sue probabili raccomandazioni.

Politica Estera. Il candidato del Campo Largo dovrà essere dalla parte dell'Ucraina ma non dovrà manifestare alcuna ostilità a **Vladimir Putin**. Dovrà rilanciare il Patto Atlantico senza offendere i cinesi. Dovrà essere favorevole al riarmo, sia nazionale, sia europeo, pur lottando con tutte le sue forze per la pace. Dovrà condannare il regime teocratico di Teheran ma non giustificare i bombardamenti americani e israeliani. Dovrà sostenere la causa palestinese riconoscendo però il sacrosanto diritto di esistere allo Stato di Israele. Dovrà stare dalla parte della Groellandia evitando di irritare l'irascibile **Donald Trump**. Dovrà volere una maggiore integrazione dell'Europa in un quadro di amicizia e collaborazione con Stati Uniti, Cina, India e Russia. Dovrà difendere l'autonomia di Taiwan senza disconoscere la sovranità e i diritti della Cina. Dovrà schierarsi con il governo di **Pedro Sanchez** su Ceuta senza urtare la sensibilità del governo italiano e di quello danese.

Politica economica. Il Papa Straniero sarà per l'equilibrio di bilancio e contro il debito pubblico sempre che questo non significhi ridurre la spesa pubblica. Sarà per l'Euro ma non farà niente per indebolire il Dollaro, il Rublo e lo Yuan. Sarà per una energia pulita ma senza rinunciare a carbone e petrolio e senza dismettere gli stabilimenti inquinanti per non far aumentare la disoccupazione. Sarà per l'Export senza sacrificare l'Import. Sarà per le grandi e medie aziende in grado di competere nell'economia globale ma si guarderà bene dal favorire processi di concentrazione fra le piccole e piccolissime aziende. Favorirà la Borsa senza mettere in discussione le proprietà famigliari. Incentiverà i consumi senza scoraggiare gli investimenti. Si rifiuterà di aumentare le tasse senza costringere l'universo dei contribuenti a pagarle. Sarà per lo sviluppo del Mezzogiorno a condizione che non sottragga risorse al Nord e al Centro.

Politica sociale e diritti. Il candidato leader del centro-sinistra rilancerà la spesa sociale, in particolare quella sanitaria, senza pregiudicare gli interessi presenti e futuri degli imprenditori privati. Bloccherà l'emigrazione all'estero dei giovani talenti italiani senza penalizzare lo Stato e le aziende con aumenti delle retribuzioni di tipo sovietico. Aumenterà le pensioni, le detrazioni, i bonus eccetera senza farsi tarpare le ali dal cosiddetto rigorismo liberista. Difenderà i diritti delle minoranze, degli immigrati, delle donne e dei diversi senza dichiarare guerra al patriarcato, al sovranismo, all'omofobia e a tutte le altre menate woke.

Una volta definiti i contenuti, la commissione di esperti dovrà individuale l'uomo o la donna in grado di rappresentarli. Una simulazione fatta con l'Intelligenza Artificiale indica che il profilo ideale sarebbe quello di una donna eurasiatica fra i 30 e i 50 anni, né alta né bassa, né grassa né magra, né bionda né mora, né intellettuale né casalinga, né di destra né di sinistra. Quando gli esperti hanno osservato che con un profilo del genere le candidate sarebbero state migliaia, l'AI ha risposto seccata che per una selezione ulteriore sarebbe necessario inserire altri parametri, come per esempio la conoscenza di una lingua esotica. Rassegnati, gli esperti hanno allora inserito il parametro Turkmenistan. E finalmente la candidata è stata individuata. È la single **Bagul Charyeva**. Che avrebbe tuttavia un difetto: di non sapere una parola di italiano. Conte, che ha avuto come ministro **Danilo Toninelli** (quello del tunnel sotto il Brennero) ha già anticipato che non gli sembra un problema insormontabile.



IO SONO
FRIULI
VENEZIA
GIULIA

Consulenti Finanziari
in Campo

26 NOVEMBRE 2026

BLUENERGY
STADIUM



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

Iscriviti ora

INSIEME. PIÙ FORTI. PIÙ LONTANO.

PERCHÉ SEI UNICO



CREDEM | EUROMOBILIARE PRIVATE BANKING

Meriti una banca che non ti farà mai sentire un numero. Dove il tuo spirito imprenditoriale verrà supportato da un team di professionisti di uno dei gruppi bancari più solidi in Europa[1]. E dove i tuoi clienti vivranno una vera esperienza di benessere patrimoniale e di vita.

Perché sei unico.

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

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

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