

POSITION

Temi e spunti di riflessione per gli investitori

“La situazione richiede
DISCIPLINA”

Intervista a Bert Flossbach

ANALISI

Quanto lavora la Germania realmente

PORTAFOGLIO

Diversificazione digitale

OBBLIGAZIONI

Protezione e opportunità



La Borsa offre in questi giorni al suo pubblico un quadro diviso in due parti: da un lato si vedono le grandi aziende tecnologiche statunitensi. Esse rappresentano ormai oltre il 40% del mercato azionario USA e trainano in modo decisivo lo sviluppo dell'intelligenza artificiale, con investimenti annuali nell'ordine di centinaia di miliardi di dollari. Le speranze di crescita legate a questi investimenti sono elevate. Le valutazioni azionarie talvolta molto alte, lasciano quindi poco spazio alle delusioni. Resta aperta la questione se queste spese miliardarie finiranno un giorno per ripagarsi.

Dall'altro lato c'è un gran numero di aziende solidamente strutturate, le cui azioni sono valutate in modo moderato. Molte di esse operano in settori piuttosto difensivi – produttori di beni di consumo, aziende del settore sanitario. Il loro potenziale di crescita è meno eclatante, ma anche i rischi di fondo sono limitati. Chi investe in queste realtà ottiene attività prevedibili a un prezzo relativamente conveniente.

In questo contesto, agli investitori serve disciplina. Aspettative di rendimento realistiche, uno sguardo sobrio alle singole valutazioni e una struttura di portafoglio equilibrata sono oggi più importanti che mai.



IN UNA PAROLA

Ci siamo lasciati alle spalle un altro anno di turbolenze politiche. La guerra commerciale guidata da Donald Trump può essere in gran parte svanita dalla memoria; la sanguinosa guerra in Ucraina, nel cuore dell'Europa, no – nonostante gli annunci altisonanti del Presidente degli Stati Uniti e il suo ruolo autoproclamato di pacificatore.

L'Europa è a un bivio. Non solo a causa della minaccia russa. Il debito pubblico continua a crescere a un ritmo sempre più sostenuto. La popolazione invecchia, mentre mancano i giovani. Crescita e innovazione oggi prosperano altrove.

Sono necessarie riforme profonde per rendere di nuovo competitivo il “vecchio” continente e quindi pronto per il futuro. Resta da vedere se i governi – anche alle prese con forze populiste – troveranno il coraggio necessario e se gli elettori dimostreranno sufficiente pazienza.

Come imprenditori e investitori, ci troviamo presi tra due priorità contrastanti. Da un lato dobbiamo agire in modo pragmatico e non rinunciare mai avventatamente al nostro ottimismo imprenditoriale. Dall'altro, sarebbe negligente ignorare semplicemente errori e rischi politici.

Negli ultimi anni abbiamo adottato una serie di misure per posizionarci in modo sostenibile per il futuro. Non solo abbiamo ampliato il Consiglio di Amministrazione, ma lo abbiamo anche ringiovanito in modo significativo. Due anni fa sono stati nominati per primi il dott. Tobias Schafföner, il dott. Till Schmidt e Marcus Stollenwerk. Con le nomine di Christian Schlosser e del dott. Tobias Hirsch avvenute questo gennaio, il Consiglio di Amministrazione è ora completo. Questi due colleghi rappresentano rispettivamente le aree della distribuzione dei fondi e dell'IT & Data.

Inoltre, abbiamo anche cambiato la nostra forma giuridica: da società per azioni di diritto tedesco (AG) a “Societas Europaea” (SE).

La nostra missione è affermare l'azienda come un'istituzione indipendente, di lungo periodo e intergenerazionale. Restiamo pienamente impegnati ad agire esclusivamente nel vostro interesse e in quello dei nostri clienti. La vostra fiducia è per noi al tempo stesso una fonte di motivazione e una responsabilità che prendiamo molto sul serio. E vi ringraziamo per questo!

Detto questo, vi auguriamo una buona lettura.

Kurt von Storch
Fondatore e Amministratore di Flossbach von Storch SE.

Flossbach von Storch Invest S.A. è lieta di presentarvi “Position” – la rivista trimestrale gratuita del nostro gestore di fondi Flossbach von Storch SE.

Contattaci per richiedere la tua copia gratuita.



In formato PDF da scaricare o in abbonamento gratuito:
www.flossbachvonstorch.it/position



Flossbach von Storch
POSITION
1/2026

VISIONE GLOBALE D'INVESTIMENTO	
	Approfondimento
6	Quanto lavora la Germania
	Valute
12	L'euro – un'area valutaria ottimale?
	Crescita economica
20	Il boom della Spagna
	Colonna
24	Posta da Shanghai

STRATEGIA D'INVESTIMENTO	
	Titolo
26	“Raramente così tante azioni sono state valutate in modo così interessante”
	Intelligenza artificiale
32	La convinzione da sola non basta
	Euforia sui mercati azionari
36	La sbornia finale
	Cartella
40	Come l'essere umano ma meglio
46	Diversificazione digitale
50	Innovazioni richieste
53	Salute – Un pilastro importante in portafoglio
	Obbligazioni
56	Protezione e opportunità

CONTESTO	
	Contributo degli ospiti
60	Debito pubblico e finanziamento delle guerre
66	Glossario

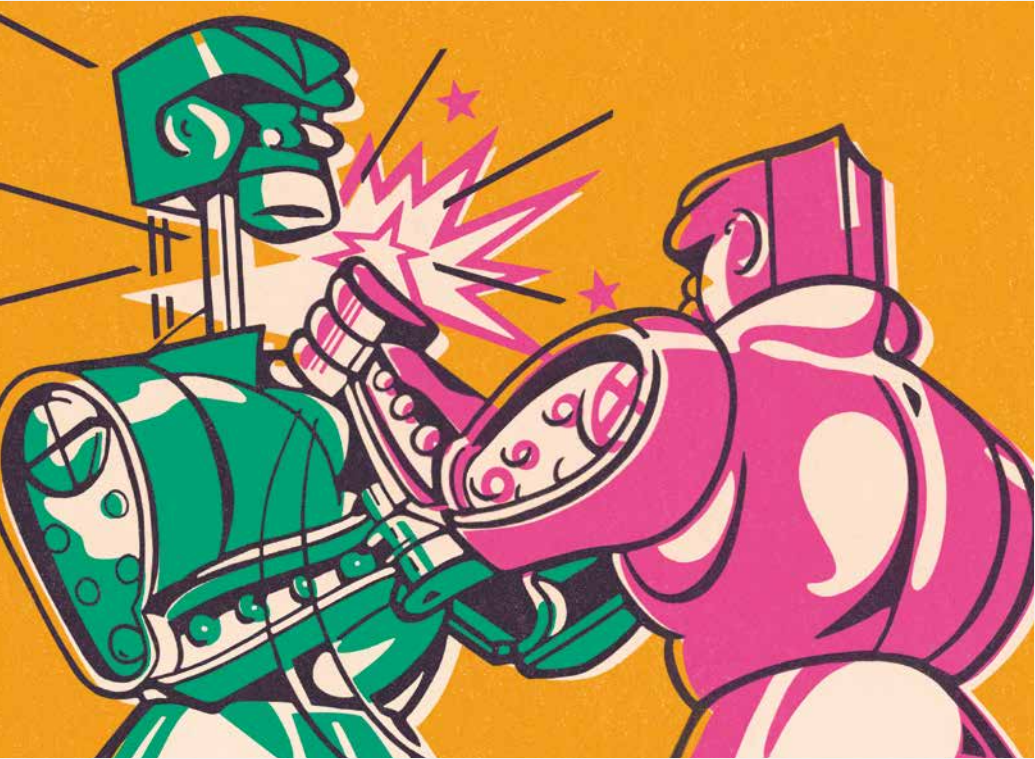


Valute

L'euro – un'area valutaria ottimale?

Un'unione monetaria offre molti vantaggi, almeno in teoria. La pratica, però, appare diversa.

12



Intelligenza artificiale

La convinzione da sola non basta

L'IA sta cambiando il mondo. Ma, dal punto di vista degli investitori, ha senso impostare il portafoglio esclusivamente su questo tema?

32



Contributo degli ospiti

Debito pubblico e finanziamento delle guerre

Le guerre lasciano profonde tracce nelle finanze pubbliche. Una lettura storica di Werner Plumpe.

60

APPROFONDIMENTO

Nella nostra nuova rubrica analizziamo temi che incontriamo spesso nella vita quotidiana o nei media. In un mondo sempre più polarizzato, vogliamo fornire dati concreti sui temi che interessano molte persone. Questa volta ci occupiamo della domanda:

?

Quanto lavora la Germania

di Julian Marx

In nessun altro paese si lavora così poco come in Germania. Almeno questo è quanto emerge dai dati dell'OCSE. Ma quanto c'è di vero nel mito dei tedeschi pigri?

La carenza di manodopera qualificata in Germania è enorme. Difficilmente esiste un settore in cui non si cerchi personale con urgenza. Mancano lavoratori nell'elettrotecnica, nell'assistenza all'infanzia, nell'informatica. Per non parlare della ristorazione, dell'artigianato o del trasporto pubblico locale (solo per citare alcuni esempi). Secondo le stime dell'Istituto dell'Economia Tedesca, nel 2028 potrebbero mancare complessivamente 768.000 lavoratori qualificati. È inevitabile, quindi, porsi la domanda su come colmare questo divario.

Una risposta apparentemente semplice è arrivata dal cancelliere federale Friedrich Merz nel maggio dello scorso anno: "In questo paese dobbiamo tornare a lavorare di più e, soprattutto, in modo più efficiente", è stata la richiesta del politico, che ha poi aggiunto: "Con la settimana lavorativa di quattro giorni e l'equilibrio lavoro-vita privata non riusciremo a mantenere la prosperità della nazione".

Soprattutto la seconda affermazione di Merz lascia intendere che molti tedeschi potrebbero essersi adagiati troppo comodamente nella vita lavorativa. Ma quanto c'è di vero? In Germania si lavora davvero troppo poco?

LA GERMANIA IN FONDO ALLA CLASSIFICA

I dati dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) dipingono in effetti un quadro

allarmante delle ore lavorate nel paese. Tra tutti i 38 membri dell'OCSE, nessuno ha registrato un numero medio annuo di ore lavorate inferiore a quello della Germania. Nel 2024, una persona occupata in Germania ha lavorato in media appena 1.331 ore, ben 405 ore in meno rispetto alla media OCSE.

Oltre alla Germania, solo la Danimarca è un altro paese OCSE in cui un lavoratore ha totalizzato mediamente meno di 1.400 ore annue. In testa alla classifica si colloca il Messico, con circa 2.200 ore lavorate. Nel confronto interno all'Europa, i greci risultano i più laboriosi, con quasi 1.900 ore di lavoro annue, superando persino gli statunitensi, che si attestano intorno alle 1.800 ore (si veda Grafico 1).

Considerata in questo modo, la durata media del lavoro in Germania lancia quindi un segnale allarmante, soprattutto in termini di competitività internazionale. Una spiegazione parziale del minor numero di ore lavorate – almeno nel confronto extraeuropeo, ad esempio con gli Stati Uniti – risiede nei maggiori diritti alle ferie. Nel 2024, i lavoratori tedeschi hanno avuto in media 31 giorni di ferie, mentre il diritto alle ferie dei loro omologhi statunitensi, a seconda dell'anzianità aziendale, si colloca fra 10 e 20 giorni. Nel caso del paese in cima alla classifica, il Messico, l'elevato numero di ore lavorate riflette anche il fatto che la settimana lavorativa prevede regolarmente sei giorni,

anziché i cinque consueti in Germania. C'è però una particolarità statistica che concorre a distorcere la reale capacità informativa del dato medio annuo delle ore lavorate.

UNA QUESTIONE DI PART-TIME

Nelle note a margine, l'OCSE richiama già l'attenzione sulle insidie che si celano nell'interpretazione delle medie annue delle ore lavorate. Un fattore che penalizza la Germania in questo confronto è, ad esempio, la quota di lavoro part-time, che a livello internazionale risulta superiore alla media. Tra le persone occupate di età compresa fra i 15 e i 64 anni, in Germania il 29% svolgeva recentemente un'attività a tempo parziale. Nel confronto europeo, solo i Paesi Bassi e la Svizzera presentano quote di part-time sensibilmente più elevate, attorno al 40%. Nella media dell'Unione Europea e negli Stati Uniti, invece, la quota di lavoro part-time è inferiore al 20%.

Le ragioni di questa elevata diffusione del part-time hanno però un'origine sostanzialmente positiva, ovvero l'elevata partecipazione femminile al mercato del lavoro: in Germania, quasi il 50% delle donne occupate lavora a tempo parziale. Nel primo trimestre del 2025, risultava occupato oltre il 74% delle donne tedesche tra i 15 e i 64 anni. Perciò, se è vero che la Germania occupa l'ultimo posto per ore lavorate medie annue, è altrettanto vero che si



Grafico 1
Germania fanalino di coda o ai primi posti

— Ore di lavoro annue medie per occupato nel 2024

— Quota di donne occupate nella fascia d'età 15-64 anni

Fonte: OCSE, Flossbach von Storch, dati a settembre 2025

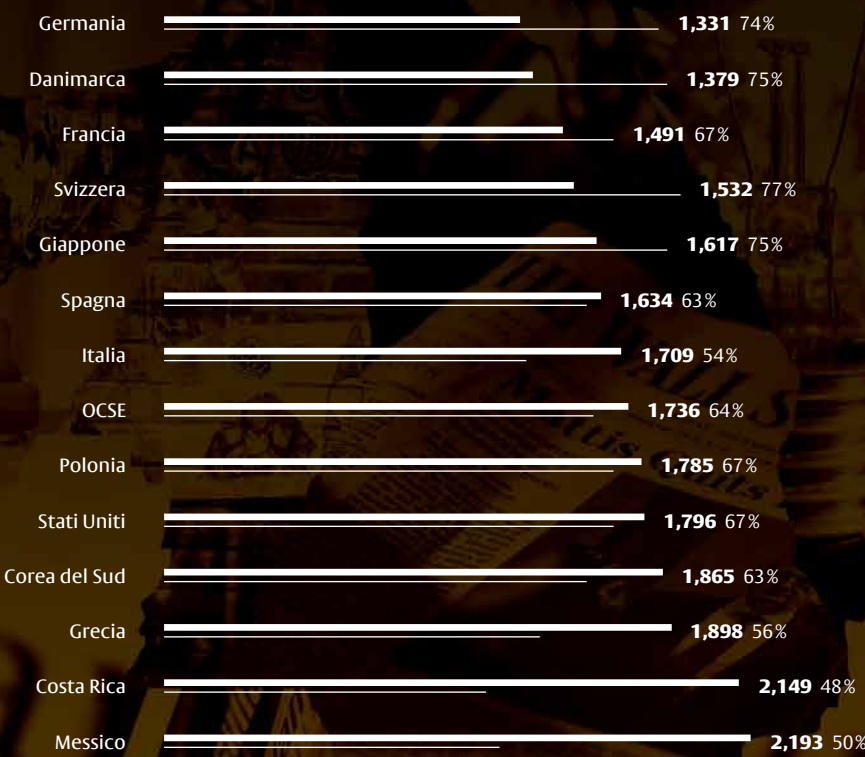


Grafico 2
Nella “Top 20”
Prodotto interno lordo pro capite (in dollari USA) della Germania a confronto con 195 paesi

Posizione della Germania nella classifica mondiale del PIL pro capite

Fonte: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, dati al 31 dicembre 2025



colloca tra i paesi di testa per quanto riguarda il tasso di occupazione femminile. Nella media OCSE, il tasso di occupazione delle donne si attestava a poco meno del 64%, ben dieci punti percentuali al di sotto di quello tedesco (si veda Grafico 1).

Che le ore lavorate medie annue non raccontino tutta la storia emerge chiaramente anche dal confronto con l'Italia, dove una persona occupata lavora in media oltre 1.700 ore all'anno. Nel primo trimestre dello scorso anno, però, solo il 54% delle donne italiane tra i 15 e i 64 anni risultava occupato. In altre parole, la partecipazione delle donne tedesche al mercato del lavoro è quasi del 40% più elevata rispetto a quella delle italiane. “Mamma mia!”, potrebbe pensare più di un osservatore.

Differenze significative emergono anche per quanto riguarda l'occupazione maschile. In Germania, recentemente, circa l'80% degli uomini tra i 15 e i 64 anni era occupato, contro il 77% della media OCSE e appena il 71% in Italia.

Tutto ciò dimostra che un'analisi isolata delle ore lavorate medie annue ha una capacità informativa solo limitata. Ai fini del volume complessivo di lavoro a livello sociale, conta infatti anche la quota – e il numero – di persone che svolgono un'attività lavorativa, anche a tempo parziale. E sotto questo profilo, dal punto di vista tedesco, si può sottolineare un aspetto positivo: in

Germania, un numero superiore alla media di persone ha un'occupazione retribuita.

TRA QUANTITÀ
E QUALITÀ

Negli ultimi anni, in Germania il volume complessivo di lavoro si è quindi distribuito su un numero sempre maggiore di persone. Un'evoluzione dovuta in particolare al sensibile aumento della partecipazione femminile al mercato del lavoro. In questo contesto, la durata media del lavoro per persona occupata è diminuita di circa il 13% dal 1994, un calo analogo a quello registrato in Svizzera. Se però si considerano le ore di lavoro complessivamente prestate, emerge un quadro diverso: secondo un'analisi dell'Istituto per la Ricerca sul Mercato del Lavoro e sulle Professioni, negli ultimi trent'anni esse sono comunque leggermente aumentate, passando da 58.119 milioni di ore nel 1994 a 61.364 milioni nel 2024. Si tratta di un incremento di quasi il 6%.

Di conseguenza, la riduzione dell'orario medio di lavoro è stata più che compensata da una maggiore partecipazione al mercato del lavoro. Un aspetto tanto più rilevante se si considera che, negli ultimi trent'anni, la popolazione in età lavorativa (20-64 anni) si è ridotta di circa il 5%: l'offerta potenziale di forza lavoro era quindi già sottoposta a una pressione strutturale.

LAVORO E REDDITO

Al di là di tutto questo, è bene essere cauti nel voler misurare la prestazione lavorativa esclusivamente in base alle ore effettivamente lavorate. Nelle società avanzate, infatti, la produttività è diventata sempre più una questione di capitale umano e di impiego efficiente del capitale. Di conseguenza, le differenze nella performance economica annua dei singoli paesi sono notevoli. Misurata in termini di prodotto interno lordo pro capite (PIL pro capite) in dollari USA, la Svizzera appartiene da decenni al gruppo di assoluta eccellenza a livello mondiale – e questo “nonostante” un numero medio annuo di ore lavorate inferiore di circa 200 ore alla media OCSE e “nonostante” una delle quote di lavoro part-time più elevate tra le donne occupate tra i 20 e i 64 anni, superiore al 60%. Lo scorso anno, il PIL pro capite svizzero ha superato nuovamente la soglia dei 100.000 dollari USA. Un risultato raggiunto, oltre che dalla Svizzera, solo da paesi con una popolazione ancora più ridotta come Irlanda e Lussemburgo, che probabilmente beneficiano anche del loro status di “paradisi fiscali” all'interno dell'UE.

In questo modo, il PIL pro capite svizzero risulta circa otto volte superiore a quello del Messico, il



cosiddetto “campione OCSE” per numero di ore lavorate. Anche la Germania si colloca tra i paesi economicamente più performanti e ha registrato di recente un PIL pro capite di circa 60.000 dollari USA. Su 195 paesi considerati, la Germania si posiziona stabilmente nell’area della “Top 20”, più recentemente al 18° posto. In questo senso, nel corso di questo secolo non è cambiato poi molto nella Repubblica Federale (si veda Grafico 2), e anche nel confronto OCSE la Germania sfiora il terzo più alto della classifica per performance economica.

Naturalmente va tenuto presente, in questo contesto, che il PIL pro capite espresso in dollari USA rappresenta solo un indicatore approssimativo della prestazione lavorativa e della forza di un’economia nazionale. Inoltre, è soggetto alle fluttuazioni valutarie, che spesso hanno solo un legame limitato con la reale prestazione economica. Occorre altresì considerare che molte delle economie che precedono la Germania in questa classifica sono relativamente piccole e beneficiano di fattori speciali. Paesi come Qatar e Norvegia, con rispettivamente poco meno di tre e di sei milioni di abitanti, sono ad esempio favoriti dalla loro ricchezza di risorse naturali e dalle esportazioni di gas e petrolio ad essa collegate.

Uno sguardo più attento ai fatti mostra quindi che la semplice osservazione delle ore di lavoro prestate ha una capacità informativa limitata per quanto riguarda la “qualità del lavoro”. Alla luce di ciò, la domanda sulla prestazione lavorativa dei tedeschi potrebbe anche essere riformulata. Invece di chiedersi “Quanto lavora la Germania?”, ci si potrebbe domandare: “Quanto bene lavora la Germania?”.

In una prospettiva comparativa, guardando al PIL pro capite, si può già affermare che la Germania continua a posizionarsi piuttosto bene nel confronto internazionale.

UN’ALTRA PROSPETTIVA

Il tema dell’orario di lavoro acquista ulteriore complessità se ci si distanzia da una prospettiva economica di breve periodo. Nelle società che invecchiano, ad esempio, la durata lavorativa attesa nell’arco della vita assume un ruolo sempre più rilevante. Anche sotto questo profilo la Germania presenta dati piuttosto solidi: secondo Eurostat, l’aspettativa di vita lavorativa si attesta attualmente intorno ai 40 anni, un valore sensibilmente superiore alla media dell’UE, pari a 37 anni. Solo Danimarca, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera registrano durate lavorative attese nettamente più elevate, comprese fra 43 e 44 anni.

Dal punto di vista strettamente economico spesso meno rilevante, ma di

enorme importanza sociale, è poi il lavoro non retribuito. In questa categoria rientrano l’educazione dei figli, l’assistenza ai familiari, così come le attività di volontariato. Secondo l’ultima indagine sull’uso del tempo dell’Ufficio federale di statistica tedesco, una persona media di età pari o superiore ai 18 anni dedica quasi due ore alla settimana al lavoro non retribuito sotto forma di attività di volontariato. Va detto che queste due ore settimanali sono distribuite in modo molto diseguale: “solo” il 37% della popolazione dai 10 anni in su è infatti impegnato in attività di volontariato.

L’importanza di questo contributo emerge chiaramente osservando altri dati. Secondo il Comitato Olimpico Sportivo Tedesco, oltre 500.000 persone in Germania possiedono una licenza di allenatore e svolgono complessivamente circa 10,8 milioni di ore di lavoro volontario al mese. In questo modo offrono, tra l’altro, a milioni di bambini e adolescenti una forma di partecipazione sociale a costi contenuti. La rilevanza di tali attività è confermata anche da uno studio condotto nel 2023 e finanziato dal Ministero federale per la Famiglia, gli Anziani, le Donne e i Giovani. Secondo lo studio, i bambini e gli adolescenti che praticano regolarmente attività sportiva presentano uno stato di salute generale di gran lunga migliore rispetto a chi non svolge attività fisica con regolarità. In questo contesto, la dimensione fisica

del movimento è importante tanto quanto l’integrazione sociale. Il lavoro volontario fornisce quindi anche un contributo economico sostanziale, perché alla fine l’intera società beneficia del fatto che bambini e giovani crescano diventando adulti sani e, di conseguenza, produttivi.

Anche al di fuori dell’ambito sportivo, l’impegno volontario è talvolta considerevole. Alla fine del 2022, i corpi dei vigili del fuoco volontari in Germania contavano oltre 1.000.000 di membri. In situazioni di emergenza, questi volontari non affrontano solo rischi fisici, ma sono spesso esposti anche a forti sollecitazioni psicologiche – in particolare gli interventi in cui sono in gioco vite umane possono risultare emotivamente molto gravosi.

Si potrebbero citare numerosi altri esempi di lavoro non retribuito ma di elevatissima rilevanza sociale. Nel loro insieme – e in combinazione con un’aspettativa di vita lavorativa superiore alla media europea – questi elementi evidenziano quanto sia complesso ottenere un quadro davvero completo del lavoro svolto in una società.

CHI È DAVVERO PIGRO?

Lo scorso maggio, il cancelliere federale Friedrich Merz ha suscitato polemiche con la sua richiesta di “tornare a lavorare di più e, soprattutto, in modo più efficiente”. Ha fatto discutere an-

che la sua affermazione secondo cui non si potrà “preservare la prosperità della Germania con la settimana lavorativa di quattro giorni e l’equilibrio tra lavoro e vita privata”. Molto lascia pensare che le sue formulazioni – forse volutamente provocatorie in un contesto di economia in difficoltà – siano state scelte in modo particolarmente tagliente per alimentare il dibattito su come mantenere il benessere in una società che invecchia.

Dai dati di lungo periodo, infatti, non emerge in modo chiaro che la morale del lavoro in Germania abbia subito un sensibile deterioramento. Nel complesso, i tedeschi non sembrano affatto “pigri” – né tanto meno “più pigri che in passato”. Anzi, il volume complessivo di lavoro è persino leggermente aumentato nel corso degli ultimi decenni. Se si considera inoltre che, nello stesso periodo, il numero di persone in età lavorativa tra i 20 e i 64 anni è diminuito leggermente, il moderato incremento del volume di lavoro appare sotto una luce ancora più favorevole.

Il calo dell’orario medio di lavoro per occupato si spiega inoltre con un cambiamento strutturale del mercato del lavoro. In particolare, oggi molte più donne partecipano all’attività lavorativa in Germania. Proprio in relazione alla conciliazione tra lavoro e famiglia, la settimana lavorativa di quattro giorni, tanto criticata dal cancelliere, potrebbe persino rappresentare una

condizione necessaria affinché, in una società moderna, entrambi i genitori possano svolgere un’attività professionale. Questa evoluzione è più avanzata solo in pochi paesi, come Danimarca, Paesi Bassi e Svizzera – e tutti e tre risultano, in termini di PIL pro capite, ancora più competitivi della Germania. Alla luce di ciò, le ore lavorate medie annue così come riportate dall’OCSE vanno interpretate con cautela e inserite in un contesto più ampio.

Etichettare i tedeschi come “pigri” in modo generalizzato, soprattutto nel confronto internazionale, è quindi difficilmente sostenibile sulla base dei dati disponibili. Naturalmente, il ragionamento vale anche al contrario per molte economie meno performanti. Se in alcune regioni rurali dell’Africa donne e uomini devono percorrere chilometri per riempire i loro bidoni di acqua potabile, potranno anche risultare poco produttive in senso economico – ma di certo non sono pigre. Questo esempio mostra chiaramente che, in un mondo politicamente polarizzato, dove i dibattiti tendono sempre più a definirsi attraverso posizioni estreme, una visione sfumata e differenziata dei fenomeni resta indispensabile. Almeno se si vogliono individuare e risolvere i problemi realmente rilevanti. ♦

Julian Marx è analista presso Flossbach von Storch SE.

L'euro — un'area valutaria ottimale?

In teoria, una moneta comune può portare vantaggi alle economie che la condividono – a condizione che siano soddisfatti determinati requisiti.

di Gunther Schnabl



Dal 1° gennaio 2026 la Bulgaria è diventata il 21° paese dell'area euro. La presidente della Banca Centrale Europea (BCE), Christine Lagarde, ha assicurato ai cittadini bulgari che l'euro porterà "prosperità e sicurezza". Poiché il ciclo congiunturale della Bulgaria è strettamente legato a quello della zona euro, la moneta unica rappresenterebbe per il paese un'"accoppiata naturale".

Lagarde si inserisce così perfettamente nella tradizione delle previsioni solenni pronunciate in occasioni di questo tipo. Quando l'euro fu introdotto nel 1999, l'allora presidente francese Jacques Chirac promise ai francesi che la nuova moneta sarebbe diventata "un polo di stabilità in Europa". In occasione dell'introduzione del contante nel gennaio 2002, il cancelliere tedesco Gerhard

Schröder arrivò addirittura a preannunciare "tempi migliori rispetto a quelli del marco tedesco".

LE COSE STANNO MEGLIO
DI QUANTO SI PENSI?

Eppure, parole di questo tipo oggi inducono molti a riflettere. Il clima economico è depresso: l'economia dell'Eurozona ristagna, le disparità tra i paesi membri sono aumentate sensibilmente, il potere d'acquisto dell'euro è diminuito e l'inflazione percepita, pari a circa il 10%, supera di gran lunga quella ufficialmente misurata, attorno al 2%.

L'euro quindi rappresenta davvero un'area valutaria ottimale per gli europei, oppure no? Secondo la teoria delle aree valutarie ottimali di Robert

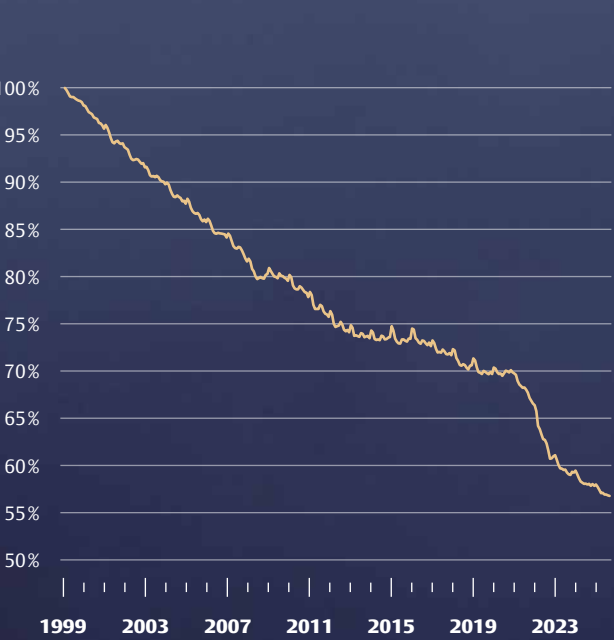


Grafico 1
Forte perdita di valore dall'introduzione dell'euro ...
Evoluzione del potere d'acquisto

Fonte: BCE ed elaborazioni proprie sulla base dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), dati a dicembre 2025

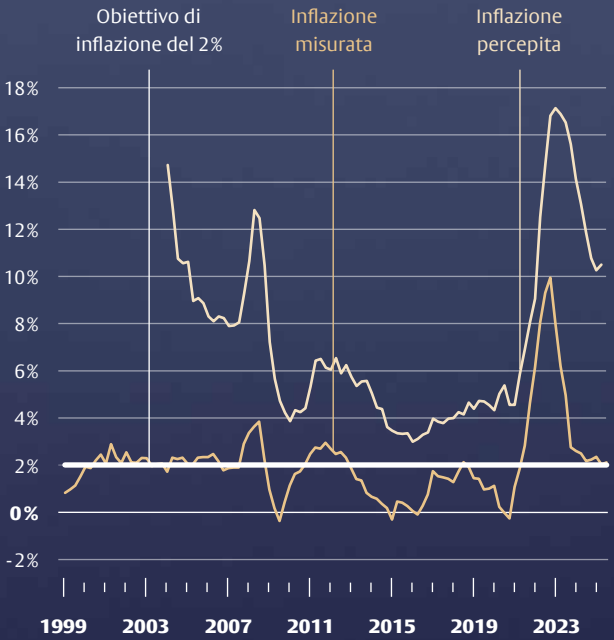


Grafico 2
... genera scarsa fiducia nella moneta comune
Inflazione ufficialmente misurata e inflazione percepita nell'area dell'euro (valori in percentuale)

Fonte: Oxford Economics e Commissione europea.
Inflazione percepita come valore mediano, dati a dicembre 2025

Mundell, premio Nobel per l'economia nel 1998, un'unione monetaria funziona in modo ottimale solo se tutti i paesi membri seguono lo stesso ciclo congiunturale. Se una parte dell'unione è in recessione mentre un'altra è in espansione, una banca centrale comune non è in grado di fissare un tasso d'interesse adeguato per tutti. Ridurlo per aiutare l'area in crisi alimenterebbe l'inflazione nell'area in crescita; aumentarlo per frenare l'inflazione aggraverebbe la recessione altrove.

MERCATI DEL LAVORO PIÙ FLESSIBILI
POTREBBERO FARE LA DIFFERENZA...

In presenza di cicli economici divergenti, tassi di cambio flessibili sarebbero quindi preferibili, a meno che i mercati del lavoro non siano sufficientemente flessibili da compensare le differenze. Ciò implicherebbe, per le regioni in crisi, una rapida riduzione di prezzi e salari e una migrazione dei disoccupati verso le aree economicamente più forti.

Poiché già negli anni '90i mercati del lavoro europei erano tutt'altro che flessibili, molti economisti consigliarono allora una unione monetaria in un'Europa occidentale così eterogenea. L'euro venne comunque introdotto, ma con un difetto di costruzione, come ricordò Angela Merkel al culmine della crisi dell'euro: "L'Eurozona non dispone di una politica fiscale e sociale comune in grado di compensare automaticamente cicli economici differenti."

... O UNA POLITICA FISCALE
E SOCIALE COMUNE

Ad esempio, se in un'unione politica la Francia fosse in piena espansione e la Germania in crisi, i francesi pagherebbero più tasse al Ministero delle finanze comune di Bruxelles, compensando il calo delle entrate fiscali provenienti dalla Germania. Con maggiori contributi sociali provenienti dalla Francia sarebbe possibile aumentare l'erogazione

delle prestazioni sociali in Germania, contribuendo così a stabilizzare la congiuntura. Ma una simile politica finanziaria e sociale comune non era allora, e non è tuttora, all'orizzonte dell'UE.

La Commissione europea sostenne invece nel 1990 che l'eliminazione delle fluttuazioni dei cambi avrebbe favorito una convergenza dei cicli economici grazie a scambi commerciali più intensi tra i paesi membri della zona euro. Mundell mostrò in seguito che, in un'unione monetaria, anche una maggiore integrazione dei mercati dei capitali avrebbe potuto favorire l'allineamento congiunturale. Se le banche tedesche e francesi operano rispettivamente in Germania e in Francia, in presenza di cicli congiunturali differenti, le maggiori perdite su crediti in un paese vengono compensate da minori perdite nell'altro.

Da questo punto di vista, il mercato unico completato nel 1992 aveva creato una condizione fondamentale per il funzionamento dell'unione monetaria. Tuttavia, la convergenza auspicata non si è realizzata. Poiché altre regioni del mondo sono cresciute più rapidamente dell'Europa, il commercio intra-Eurozona ha perso peso. I criteri di Maastricht erano stati concepiti per garantire la convergenza all'interno della zona euro. Già poco dopo l'introduzione della moneta unica, però, essi finirono per produrre l'effetto opposto. Attraverso il canale dei mercati finanziari, contribuirono infatti ad accentuare ulteriormente la divergenza dei cicli congiunturali.

I CICLI ECONOMICI SI
ALLONTANANO SEMPRE DI PIÙ

Gli Stati dell'Europa meridionale, che per poter entrare nell'euro avevano dovuto ridurre i tassi di inflazione e d'interesse al livello della Germania, innescarono così una fase di espansione economica nei rispettivi paesi. In Germania, al contrario, la riunificazione aveva fatto aumentare il debito →

pubblico, spingendo il paese a politiche di risparmio per rispettare i limiti di indebitamento previsti da Maastricht. Questa austerità indusse le banche tedesche a concedere un numero crescente di prestiti verso l'Europa meridionale, agevolate anche dai tassi di cambio fissati irrevocabilmente, alimentando eccessi nella spesa pubblica e nei mercati immobiliari.

I crescenti disavanzi commerciali e l'aumento dell'indebitamento estero nella periferia dell'unione monetaria confluirono infine, a partire dal 2008, nella crisi dell'euro, a seguito della quale i cicli congiunturali si invertirono. Mentre nel Sud le crisi continuarono a covare a lungo, in Germania la politica di salvataggio dell'euro adottata dalla BCE alimentò un forte aumento della spesa pubblica e dei prezzi immobiliari. Nonostante tassi di cambio nominali

stabili, all'interno dell'Eurozona prezzi e salari si sono spesso mossi in modo divergente, dando luogo a notevoli oscillazioni dei tassi di cambio reali.

GLI AMPLIAMENTI DELL'EURO
HANNO ACCENTUATO LE DIFFERENZE

Con l'allargamento a un numero crescente di paesi dell'Europa centrale e orientale, caratterizzati da redditi pro capite inferiori alla media della zona euro, l'unione monetaria è diventata ancora più eterogenea.

Le diverse dinamiche di inflazione e crescita hanno fatto sì che il tasso di riferimento unico fissato a Francoforte si trasmettesse in modo molto diverso ai singoli paesi dell'area euro. Le politiche fiscali de-

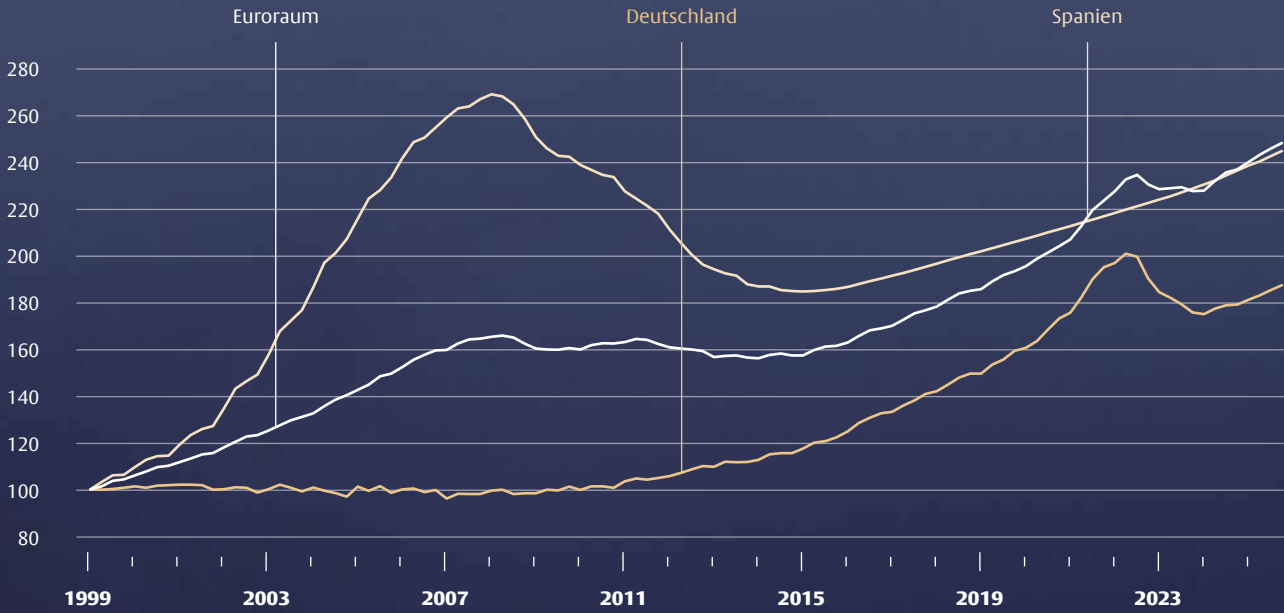


Grafico 3
Prezzi immobiliari in aumento
Andamento dei prezzi dal 1999 in Spagna, Germania e nell'area dell'euro (indice: 1999 = 100)

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Fonte: Oxford Economics, dati a dicembre 2025



Grafico 4
Area valutaria eterogenea
Tassi di inflazione dei paesi dell'area euro negli anni 1999 e 2024

Fonte: BCE. Nessun dato per il 1999 per i paesi che non erano membri fondatori dell'unione monetaria, dati a dicembre 2025

gli Stati membri avrebbero dovuto compensare tali divergenze congiunturali, ma i governi nazionali erano prevalentemente orientati al perseguimento dei propri obiettivi. Al più tardi dalla crisi dell'euro è quindi diventato chiaro che la moneta unica non può sopravvivere senza un sostegno statale.

In un primo momento furono varati ampi pacchetti di aiuti fiscali per i paesi dell'Europa meridionale in crisi e per l'Irlanda. Nel maggio 2010, il Bundestag tedesco aprì la strada ai primi 110 miliardi di euro destinati alla Grecia con la legge sulla stabilità finanziaria dell'unione monetaria. Angela Merkel sostenne l'iniziativa con lo slogan: "Se fallisce l'euro, fallisce l'Europa". Seguirono il Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (60 miliardi di euro) e il Fondo europeo di stabilità finanziaria (volume di



Grafico 5
I programmi di aiuto tengono insieme l'euro
Andamento dei tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro

Fonte: FMI, dati a dicembre 2025

credito pari a 440 miliardi di euro), confluiti nel 2012 nel Meccanismo europeo di stabilità (MES), dotato di una capacità finanziaria di 700 miliardi di euro.

Tuttavia, questi aiuti finanziari, legittimati democraticamente, non furono sufficienti. Quando i rendimenti dei titoli di Stato di Grecia, Italia, Irlanda, Portogallo e Spagna salirono a livelli minacciosi, nel luglio 2012 solo il presidente della BCE Mario Draghi riuscì a salvare l'euro con la sua celebre affermazione "a qualunque costo". Nel corso dei numerosi programmi di salvataggio successivi, il bilancio dell'Eurosistema è cresciuto da 1.300 miliardi di euro nel dicembre 2007 a 8.800 miliardi di euro nel giugno 2022. Circa la metà di questo importo era riconducibile all'acquisto di titoli di Stato. Anche se nel frattempo il bilancio si è ridotto nuovamente a →



Grafico 6
Costosi programmi di salvataggio per l'euro
Dimensione del bilancio dell'Eurosistema e consistenza dei titoli di Stato
(in migliaia di miliardi di euro)

Fonte: BCE. SMP, PSPP e PEPP sono programmi di acquisto di titoli della BCE, dati a dicembre 2025

circa 6.000 miliardi di euro, l'Eurosistema intende continuare a detenere strutturalmente titoli pubblici anche in futuro.

IL RUOLO DELLA BCE È CAMBIATO

Fino alla crisi, la BCE aveva operato secondo il principio del “one size fits all”, ovvero “una politica monetaria uguale per tutti”, fissando un tasso di riferimento unico per tutti gli attori della zona euro. Con l'esplosione della crisi, l'Eurosistema ha però iniziato a orientare l'accumulazione di attività nel proprio bilancio in modo mirato verso i paesi in difficoltà. Dopo che gli acquisti di titoli di Stato erano inizialmente ripartiti secondo la quota di capitale detenuta dai singoli paesi dell'area euro nella BCE, il peso si è progressivamente spostato a favore delle nazioni dell'Europa meridionale colpite dalla crisi. Le cosiddette “operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine” (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO) sono state fin dall'inizio focalizzate sui paesi in crisi. Con lo strumento di protezione della trasmissione, introdotto nel 2022, la BCE si è inoltre riservata la

possibilità di acquistare “in caso di necessità” in via preferenziale i titoli dei paesi più vulnerabili.

La crisi del coronavirus ha avvicinato l'Unione Europea a un meccanismo di perequazione finanziaria regionale, in grado di compensare andamenti congiunturali differenti all'interno dell'unione monetaria. Il programma di ripresa “NextGenerationEU” distribuirà tra il 2021 e il 2026 sovvenzioni e prestiti per un ammontare di circa 800 miliardi di euro, destinati in via prioritaria ai paesi più fragili, ovvero Italia, Spagna e Grecia, rispettivamente per 194, 163 e 36 miliardi di euro. Non a caso, dal Sud un tempo duramente colpito, Spagna compresa, iniziano ad arrivare sempre più segnali positivi.

UN NUOVO MECCANISMO DI PEREQUAZIONE – MA CON ZONE D'OMBRA

Se questa forma di perequazione finanziaria venisse resa permanente, il peso del mantenimento della coesione dell'unione monetaria non graverebbe più sulle spalle della BCE. Ma solo in apparenza, poiché NextGenerationEU è finanziato tramite

obbligazioni dell'UE (Eurobond). Questi titoli figurano già nell'elenco dei valori acquistabili dalla BCE. Parte delle obbligazioni finora emesse dall'Unione Europea dovrebbe già trovarsi nei bilanci dell'Eurosistema sotto forma di obbligazioni sovrnazionali. L'UE si è quindi avvicinata a una politica fiscale comune finanziata dalla banca centrale più di quanto molti siano disposti ad ammettere.

Anche se il più volte evocato “crash dell'euro” non si è verificato, la moneta unica non rappresenta tuttora un'area valutaria ottimale. Ciononostante, il bilancio inflazionistico della BCE, misurato in base all'indice armonizzato dei prezzi al consumo ufficiale, appare accettabile. E nel frattempo, il potere della BCE è cresciuto. Non è più responsabile soltanto della salvezza dell'euro, ma oggi si occupa anche di stabilità finanziaria e persino di politica climatica. Con l'introduzione di un euro digitale, punta in futuro addirittura a mettere in discussione il predominio del dollaro statunitense come valuta di riferimento internazionale.

Purtroppo, l'euro ha perso drasticamente valore sia rispetto all'oro sia, dal 2008, rispetto al dollaro USA. Anche l'elevata inflazione percepita è un segnale di perdita di fiducia. La recente crisi dei conti pubblici in Francia ha infine reso evidente che il tentativo di garantire la stabilità della moneta unica limitando l'indebitamento pubblico nell'Eurozona è fallito.

Ad ogni modo, l'euro continuerà a esistere perché la BCE dispone di un margine d'azione praticamente illimitato per sostenerlo. Tuttavia, l'inflazione che ne deriva (e in parte nascosta) frena la crescita e accresce le disuguaglianze. Inoltre, la capacità della Germania di tenere insieme l'area euro tramite trasferimenti si sta riducendo, poiché l'industria tedesca ha perso competitività a causa di un euro debole. Il peso della moneta unica è quindi destinato a farsi sentire sempre di più per tutti i cittadini della zona euro. ♦



INFORMAZIONI PERSONALI

Prof. Dr. Gunther Schnabl
dirige il Flossbach von Storch
Research Institute ed è professore presso
l'Università di Lipsia. È stato
consulente della Banca centrale europea
e ha svolto attività di ricerca presso le
università di Lipsia, Paris 1
Panthéon-Sorbonne, Stanford, Tokyo,
Lovanio e Tubinga. È stato visiting
scholar presso la Deutsche Bundesbank,
la Banca centrale europea, la Banca
del Giappone e la Federal Reserve
Bank di New York.



IL BOOM DELLA SPAGNA

Mentre l'economia tedesca ristagna da sei anni, la Spagna ha registrato una crescita economica invidiabile. Contesto e retroscena.

di Pablo Duarte

Dal secondo trimestre del 2019 ad oggi, il prodotto interno lordo (PIL) della Germania è cresciuto dello zero per cento. Nelle altre economie dell'Eurozona la situazione è diversa; in particolare, la Spagna ha conosciuto un'espansione notevole.

Depurato dall'inflazione, il PIL spagnolo è oggi più alto di ben l'11% rispetto al periodo precedente la crisi del Covid. È vero che l'economia statunitense è cresciuta ancora di più, ma la zona euro e la Germania sono rimaste nettamente indietro rispetto alla Spagna (si veda Grafico 1).

Ma che cosa rende la Spagna economicamente più performante della Germania? A prima vista, questo andamento sembra la realizzazione di una vecchia promessa dell'euro: i livelli di vita dei paesi dell'unione monetaria stanno convergendo. In effetti, il divario nel reddito pro capite tra Germania e Spagna si è ridotto in modo significativo: se nel 2020 gli spagnoli guadagnavano in media, su base annua, 18.000 euro in meno, oggi il gap è sceso a circa 15.000 euro. Probabilmente però questa è più una conseguenza che una causa del recente boom.

C'è stato dunque un miracolo di produttività spagnolo? Difficile: la produttività del lavoro, misurata come PIL per

occupato, in Spagna è aumentata dal 2012 del 3%, cioè solo leggermente più che in Germania (2%). Negli Stati Uniti, nello stesso periodo, la produttività è cresciuta invece del 19%.

VANTAGGI SOPRATTUTTO GRAZIE AD IMMIGRATI BEN INTEGRATI ...

In Spagna, però, è aumentato molto più che in Germania il numero degli occupati. Eppure, il tasso di natalità per donna è in media pari a 1,12 in Spagna a fronte di un dato leggermente più alto in Germania: 1,35.

Ciononostante, la popolazione in età lavorativa in Spagna, cioè fra i 15 e i 64 anni, è cresciuta complessivamente di 1,2 milioni di persone dal 2021; il numero degli occupati è aumentato addirittura di 2,4 milioni, arrivando a 22 milioni. Nello stesso periodo, in Germania, il potenziale di forza lavoro si è ampliato di circa

800.000 persone. Qui l'incremento è avvenuto soprattutto in modo improvviso dopo lo scoppio della guerra in Ucraina nel 2022. Il numero degli occupati è cresciuto di 1,6 milioni, raggiungendo i 46 milioni. Dal 2021, dunque, l'aumento degli occupati è stato di circa il 12% in Spagna, contro appena il 4% in Germania.

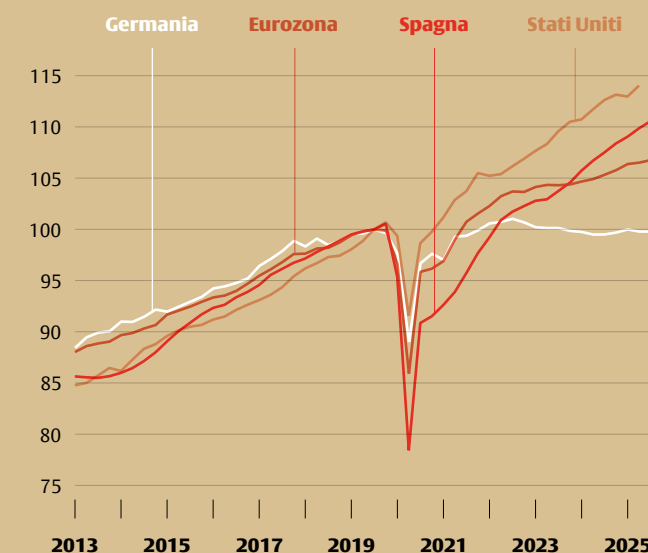


Grafico 1
La Spagna supera la Germania
Confronto dei PIL reali
(indicizzati: 2° trimestre 2019 = 100)

Fonte: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Destatis, INE, Eurostat, BEA, dati al 3° trimestre 2025

Sebbene la quota di stranieri sulla popolazione totale sia più alta in Germania (14,7%) che in Spagna (13,8%), la percentuale di immigrati nella forza lavoro è superiore in Spagna (16,1%) rispetto alla Germania (15,3%). Inoltre, la vicinanza culturale e linguistica con l'America Latina – da cui proviene la maggior parte degli immigrati – contribuisce a ridurre gli attriti dell'integrazione.

A ciò si aggiunge il fatto che il generoso sistema di welfare tedesco tende a rallentare l'ingresso dei nuovi arrivati nel mercato del lavoro. In Spagna, le prestazioni di previdenza sociale sono molto più limitate, ma in compenso viene tollerato il lavoro nel mercato informale – e dopo due anni viene persino prospettata una regolarizzazione.

**... E GRAZIE AI
SOSTEGNI FINANZIARI
DELL'UE**

Un secondo fattore alla base del boom spagnolo è il denaro proveniente da Bruxelles. La spesa pubblica in Spagna riceve una spinta poderosa dai trasferimenti dell'Unione Europea (UE). Prima della crisi del coronavirus, tali trasferimenti valevano circa l'1% del PIL. Già allora erano più elevati che in Germania, dove si collocavano tra lo 0,3% e lo 0,4%. Dopo il Covid, però, e con il "Fondo per la

ripresa" dell'UE – lanciato nel febbraio 2021 – e il successivo programma "NextGenerationEU", lo scenario è cambiato. Il solo Fondo per la ripresa prevede per la Spagna sovvenzioni e prestiti per 163 miliardi di euro. Così, ad esempio, nel 2024 gli afflussi da Bruxelles verso Madrid erano già

pari al 2% del PIL spagnolo, mentre la Germania ha ricevuto soltanto un contributo dello 0,6%.

Se ai trasferimenti UE si somma il deficit pubblico – pari al 2,8% del PIL in entrambi i paesi – nel 2024 l'economia spagnola ha beneficiato di un impulso fiscale complessivo di quasi il 5% del PIL. In Germania, invece, lo stimolo è rimasto nettamente più contenuto. Una parte della crescita spagnola è quindi domanda "importata", finanziata dai trasferimenti europei.

Mentre la Spagna è in pieno boom, la Germania è impantanata nella crisi. Il "miracolo economico" spagnolo si fonda, da un lato, su ingenti iniezioni di fondi

UE, ma dall'altro giova di un'integrazione più efficace degli immigrati nel sistema occupazionale. Sembra infatti che la tolleranza dell'impiego informale e la prospettiva di una regolarizzazione li spingano a inserirsi più attivamente nel mercato del lavoro. ♦

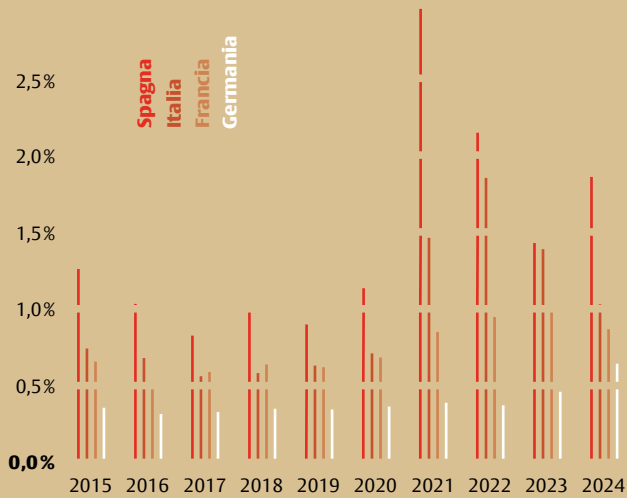


Grafico 2
Elevati trasferimenti UE alla Spagna
Pagamenti UE in percentuale del PIL dei paesi beneficiari

Fonte: Flossbach von Storch Research Institute,
Macrobond, Commissione Europea,
dati al 2024

Pablo Duarte è analista di ricerca presso il
Flossbach von Storch Research Institute.

**Mentre la Spagna è in pieno boom,
la Germania è impantanata nella crisi.**

di Shenwei Li



POSTA DA S H A N G H A I

Motore economico, superpotenza, dittatura di partito. Chi si interessa di tendenze globali, non può che guardare alla Cina. L'analista Shenwei Li racconta in modo soggettivo le sue esperienze dal punto di vista di una cinese. Questa volta il tema sono le conseguenze del crollo dei prezzi per i proprietari immobiliari.

Normalmente, in Cina, chi vuole acquistare un appartamento ricorre a un mutuo bancario. Ora, però, capita sempre più spesso che anche i venditori ne abbiano bisogno. Dopo tre anni di correzione dei prezzi sul mercato immobiliare, infatti, a seconda delle regioni si è tornati ai livelli del 2018 o addirittura del 2016 – persino a Shanghai. Molte persone che desiderano vendere il proprio appartamento si rendono conto che il ricavato ottenibile non è sufficiente a estinguere il mutuo ancora in essere. Chi nonostante tutto vuole o deve portare a termine la vendita, di norma ha bisogno di un nuovo prestito per coprire le passività residue.

Particolarmente colpiti sono coloro che hanno acquistato immobili al picco del boom immobiliare, cioè tra il 2020 e il 2023, finanziandoli con mutui ipotecari. Secondo l'Ufficio nazionale di statistica, all'inizio del 2018 un metro quadrato di un'abitazione di nuova costruzione costava in media 8.307 renminbi; a metà 2023 il prezzo era salito a 12.497 renminbi, ossia il 50% in più. Con una quota di capitale proprio pari al 30% in entrambi i casi, gli acquirenti hanno quindi dovuto accendere mutui sempre più elevati per la stessa superficie abitativa.

LA PRESSIONE AUMENTA

Poiché nel frattempo la situazione economica nel paese è peggiorata, non pochi mutuatari hanno dovuto accettare riduzioni salariali o addirittura hanno perso il lavoro. In questo contesto, i tagli dei tassi d'interesse – dal massimo del 6% nel 2023 a circa il 4% per i contratti esistenti – hanno portato un sollievo solo marginale.

Per alcuni debitori è un duro colpo rendersi conto che il prezzo di vendita realizzabile non basterebbe a coprire l'importo che ancora devono alla banca. Pur trovandosi in gravi difficoltà nel sostenere le rate, molti rinunciano a vendere e continuano a rimborsare il mutuo con enormi sacrifici. Altri portano a termine la vendita con l'aiuto delle banche, oppure con il sostegno di familiari e amici. In genere, ci sono buone probabilità che i venditori riescano a rimettersi finanziariamente in piedi in tempi relativamente brevi, anche perché nelle metropoli l'affitto netto annuo corrisponde solo all'1-2% del prezzo di acquisto; nelle cosiddette città "low-tier" – cioè con meno abitanti e redditi medi più bassi – la quota è leggermente superiore.

TASSO DI INSOLVENZA PIÙ ALTO DEL PREVISTO?

Che dimensioni ha assunto questo problema? Un rapporto – nel frattempo rimosso – del centro di ricerca della Bank of China stimava per il 2025 una quota di mutui non più serviti a causa dell'insolvenza dei debitori (indice di crediti deteriorati o "non performing loan") pari al 3,7%. In alcune città di fascia bassa si parlerebbe addirittura del 5%. Per fare un confronto: le banche commerciali indicano ufficialmente un indice di NPL non superiore al 2%.

In ogni caso, la pressione sugli istituti di credito sembra elevata: l'obiettivo è registrare il minor numero possibile di insolvenze nei bilanci. Di conseguenza, le banche si mostrano caute nell'inviare solleciti e adottare altre misure coercitive. E così, sempre più mutuatari sospendono i pagamenti anche senza trovarsi in una reale emergenza finanziaria. Nel peggiore dei casi, le banche inseriscono questi clienti in una lista nera per morosità: gli interessati, ad esempio, non possono

più prenotare biglietti di prima classe o soggiornare in hotel a cinque stelle durante i loro viaggi. Svantaggi che, tutto sommato, appaiono sopportabili.

ALCUNE BANCHE SPINGONO I PREZZI AL RIBASSO

Nel frattempo, soprattutto le banche più piccole delle città "low-tier" cercano sempre più spesso di liberarsi degli immobili dati in garanzia dai debitori. Purtroppo però la legge bancaria impone che la vendita avvenga entro due anni. Spesso quindi il prezzo di offerta iniziale è già inferiore del 20-30% rispetto al valore di mercato, con effetti inevitabili su un mercato comunque debole: i potenziali acquirenti rimandano gli acquisti, mentre molti potenziali venditori si sentono costretti a ribassare ulteriormente i prezzi delle proprie proprietà.

A farne le spese sono soprattutto quei mutuatari che, sotto una forte pressione finanziaria, sono costretti a vendere e ottengono ricavi molto inferiori a quanto sperato. Poiché le banche dispongono di un diritto di rivalsa illimitato sull'intero patrimonio personale residuo, questi debitori devono continuare a rimborsare mutui onerosi anche nelle situazioni più difficili – senza possibilità di rifinanziamento. Per alcuni, una procedura di insolvenza personale sarebbe probabilmente la soluzione migliore, perché consentirebbe di avviare un'esecuzione forzata e, dopo tre-cinque anni di severe restrizioni, di ricominciare con una nuova prospettiva di vita. Tuttavia, in Cina non esistono ancora procedure di insolvenza personale valide a livello nazionale: sono attivi solo progetti pilota a Shenzhen e Xiamen.

C'è però almeno un aspetto positivo per questi mutuatari: se un appartamento viene messo all'asta giudiziaria dalla banca per motivi di insolvenza e il proprietario perde la titolarità dell'immobile, può comunque continuare ad abitarvi. Nella pratica, infatti, i tribunali cinesi non sostengono gli sfratti forzati – almeno quando l'abitazione in questione è l'unica casa del debitore. ♦

Shenwei Li è analista a Shanghai.

“Raramente così tante azioni sono state valutate in modo così interessante”

Bert Flossbach parla dell'entusiasmo per
l'intelligenza artificiale (IA), dei due volti della
Borsa e del rally dei metalli preziosi.



**Prima di guardare avanti:
come descriverebbe in sintesi il 2025?**

Un anno turbolento sui mercati dei capitali, dominato da due forze difficilmente più opposte di così: il presidente americano Donald Trump e l'intelligenza artificiale (IA).

Che cosa l'ha sorpresa di più?

I veri protagonisti in termini di performance non sono stati i colossi tecnologici di cui si parla tanto, bensì i titoli bancari e della difesa, più precisamente quelli europei. Con un aumento complessivo del 91%, inclusi i dividendi lordi, le azioni bancarie hanno registrato un anno di investimento storicamente unico. Eppure nel 2025 gli utili delle banche sono cresciuti solo dell'8% circa rispetto all'anno precedente.

Come si spiega questa dinamica?

L'andamento estremo dei prezzi è dovuto soprattutto al forte aumento delle valutazioni di queste azioni, che riflette una maggiore fiducia nella qualità dei bilanci bancari. Nel corso dell'anno, il rapporto tra capitalizzazione di Borsa e patrimonio netto contabile è salito da 0,8 a 1,36, raggiungendo il livello più alto dall'inizio del 2008.

**Questo significa che il potenziale
di rialzo è esaurito?**

Non mi piace esprimere giudizi di questo tipo. Vero è che, in generale, sulle banche siamo sempre stati prudenti, proprio perché è molto difficile valutare con affidabilità la qualità dei bilanci e le prospettive di redditività di lungo periodo. Mettiamo quindi in conto la possibilità di restare esclusi da alcune fasi di rally.

**Il tema che ha catalizzato di gran lunga
più attenzione è stato quello dell'IA e dei
titoli delle aziende che dovrebbero
beneficiarne maggiormente. Come valuta
questo entusiasmo?**

In realtà bisognerebbe premettere la parola "presunto".

In che senso?

"Presunto" beneficio. Nessuno sa ancora se le aziende che oggi tutti considerano le grandi vincitrici della corsa agli investimenti lo saranno davvero nel lungo periodo. La storia ci insegna che è lecito nutrire dei dubbi. Una cosa invece è certa: l'enorme potenziale di un tema affascinante, unito a una fede quasi clericale nel nuovo "salvatore", crea un terreno estremamente fertile per una bolla finanziaria.

**Direbbe quindi che siamo già in una nuova
bolla?**

Bisogna distinguere tra l'innovazione tecnologica in sé e il comportamento di investimento di imprese e investitori.

Ci spieghi meglio.

Lo sviluppo dell'intelligenza artificiale non è una bolla, così come non lo era Internet. Anzi, raramente il potenziale di lungo periodo di un'innovazione è stato sottovalutato quanto quello di Internet all'inizio del millennio. Quando oggi si parla di bolla delle dotcom, non ci si riferisce ad aspettative eccessive su Internet, ma a prospettive economiche troppo ottimistiche per le singole aziende. All'epoca analisti urlatori e uffici di investor relation alimentarono l'avidità di investitori ingenui, catapultando per breve tempo in paradiso società discutibili e senza modelli di business sostenibili. In molti casi, i veri beneficiari del tema Internet non erano ancora nemmeno nati.

A quali aziende si riferisce?

Ad Alphabet, Meta, Uber o Spotify. Altre avevano modelli di business completamente diversi, come Apple o Netflix. Quando queste società hanno iniziato la loro ascesa, la maggior parte delle icone del boom dotcom era già scomparsa o ridotta a

un'ombra di sé stessa. Ci sono voluti quasi tre anni prima che il Nasdaq si liberasse dell'aria speculativa. Ma non è sempre l'avidità a generare un boom di investimenti e una bolla speculativa.

Cosa intende?

Anche la paura dei dirigenti di vedere il proprio business altamente redditizio distrutto da un concorrente o da una nuova tecnologia può innescare un'ondata di investimenti. Ed è esattamente ciò che sta accadendo ora. Per i grandi dominatori del mercato è sensato proteggere attività estremamente redditizie e capitalizzazioni di diverse migliaia di miliardi di dollari offrendo servizi di IA o costruendo giganteschi data center per conto terzi. Il motto è chiaro: meglio investire troppo che farsi travolgere dal treno dell'IA. Mark Zuckerberg, CEO di Meta, ha riassunto perfettamente il concetto: "Buttare qualche centinaio di miliardi di dollari sarebbe una botta non da poco. Ma il vero rischio è non investire affatto per eccesso di prudenza".

**Quindi gli investimenti colossali sono
anche una barriera difensiva contro
la concorrenza?**

Esatto. Detto questo, investimenti di centinaia di miliardi in data center e chip alimentano inevitabilmente anche la speculazione in Borsa.

Su quali titoli la vede più accentuata?

Probabilmente sui produttori di chip, considerati i principali beneficiari dell'ondata di investimenti. In testa c'è Nvidia, che con una capitalizzazione di 4.500 miliardi di dollari è attualmente l'azienda più preziosa al mondo. Il suo peso nell'indice MSCI World supera ormai il 5%! Anche Broadcom, il numero due del settore, arriva a 1.700 miliardi di dollari di capitalizzazione.

Siamo arrivati al capolinea?

Non necessariamente. Più i prezzi salgono e più a lungo lo fanno, maggiore diventa il dolore di

chi è rimasto fuori e la paura di perdere ulteriori rialzi. Questo mix è la ricetta classica delle bolle finanziarie, che altro non sono se non valutazioni irrazionalmente elevate. Quando a esserne colpiti sono i colossi di Borsa, trascinano con sé l'intero mercato: prima verso l'alto, poi verso il basso. Per chi investe in fondi indicizzati ampi per diversificare il rischio, questo può riservare brutte sorprese.

Vede parallelismi con la bolla delle dotcom?
Ogni bolla ha il suo copione.

E le differenze?

A differenza della bolla delle dotcom, il boom dell'IA è oggi meglio fondato dal punto di vista economico. Tuttavia sarebbe una novità nella storia finanziaria se un boom di investimenti come quello attuale si esaurisse in modo tranquillo e silenzioso, senza danni collaterali. Le bolle scoppiano quando le aspettative esagerate degli investitori si rivelano tali. Lo scoppio può tradursi in perdite significative. Ma anche uscire troppo presto può costare caro, perché l'euforia può spingere i corsi ancora più in alto.

**In prospettiva futura, cosa possono
aspettarsi gli investitori dal mercato
azionario?**

Un anno fa avevamo prospettato una "decade della modestia", con rendimenti reali attesi tra il 5% e l'8% annuo. Nel 2025 gli utili aziendali sono cresciuti di circa il 10% e le valutazioni sono salite da 21 a 22,5 volte gli utili. Il guastafeste è stato il dollaro USA, in calo di circa il 12%. Nel complesso, l'MSCI World ha registrato un +6,8% in euro, in linea con le nostre aspettative di lungo periodo. Un potenziale simile è plausibile anche per i prossimi anni.

Su cosa si giocherà il 2026?

Dopo che nel 2025 la svalutazione del dollaro ha avuto un forte impatto sulle performance, nel 2026 saranno decisivi gli utili aziendali. Secondo →

le stime degli analisti, per le società incluse nello S&P 500 si prevede una crescita degli utili di quasi il 12%. Che ciò sia realistico dipende soprattutto dall'andamento delle grandi aziende tecnologiche, che rappresentano oltre il 40% dell'indice. Il secondo fattore è la valutazione, ovvero il multiplo degli utili. Sul mercato statunitense siamo oggi a circa 23 volte gli utili attesi, o addirittura 25 volte quelli degli ultimi dodici mesi. Si tratta di livelli storicamente elevati, giustificabili solo con l'aspettativa di forti crescite degli utili nel lungo periodo.

E se queste aspettative non venissero soddisfatte?

Allora le valutazioni scenderebbero. E se dovessero scendere insieme agli utili, non si può escludere una correzione drastica. Inoltre, quando si pensa all'andamento futuro degli utili, non va dimenticata l'ondata di ammortamenti che si profila per i giganti tecnologici Alphabet, Amazon, Meta e Microsoft. Sulla base degli investimenti attesi dal mercato fino al 2030, dal 2030 in poi parliamo di ammortamenti aggiuntivi nell'ordine dei 400–500 miliardi di dollari l'anno. È grosso modo l'utile attuale di queste aziende e circa il 15% dell'utile operativo complessivo dello S&P 500. Senza contare i costi dei contratti di lungo periodo per i data center in affitto.

Ma quegli investimenti dovrebbero anche generare ricavi ...

È vero, ma dovrebbero essere ricavi altrettanto giganteschi, e questo non è affatto garantito. Detto ciò, non va sottovalutata la capacità di adattamento di queste aziende.

In che senso?

Alphabet, Amazon, Meta e Microsoft hanno la forza finanziaria per ridurre rapidamente le spese o ridefinirne le priorità. Sono imprese altamente redditizie, con posizioni di mercato dominanti

e modelli di business consolidati, capaci di generare forti flussi di cassa anche senza un'espansione massima dell'IA. Per loro gli investimenti in IA non sono un "tutto o niente", ma un'opzione strategica. Il core business resterebbe solido anche in caso di errori di investimento. Questo però non vale per tutti gli attori della catena del valore dell'IA.

Detto così, non sembra il quadro tipico di una bolla ...

Il problema è che, quando si parla di IA, molti investitori mettono tra parentesi le valutazioni e si concentrano sulle visioni. Succede persino a chi non si fida pienamente del boom degli investimenti, ma vuole comunque sfruttare il momentum e "ballare finché c'è la musica".

Riformulando la domanda: oggi secondo lei dove risiedono opportunità di investimento?

Il paradosso dell'attuale contesto di borsa è che, dopo diversi anni positivi per il mercato, e con gli indici sui massimi storici, raramente ci sono state così tante azioni valutate in modo interessante come a cavallo tra il 2025 e il 2026. Le ottime performance di titoli legati a IA, banche e difesa hanno mascherato l'andamento debole di altri settori e singole azioni. Questo vale persino per alcune aziende tecnologiche, come fornitori affermati di software aziendali, che hanno sofferto l'hype dell'intelligenza artificiale.

Può farci qualche esempio?

In settori difensivi come beni di consumo di base, sanità, servizi finanziari e IT, le valutazioni sono scese talvolta in modo significativo. Il rapporto di rischio-rendimento è migliorato, rendendo questi titoli più interessanti. Abbiamo individuato un paniere di aziende con una crescita continuativa degli utili di circa il 7% annuo negli ultimi anni, che oggi scambiano al rapporto prezzo-utili più basso

da oltre dieci anni. Il loro potenziale di crescita è poco spettacolare, ma lo sono anche i rischi. Gli investitori possono così beneficiare di un andamento prevedibile a un prezzo relativamente conveniente.

Di recente è salito con forza anche il prezzo dell'oro. Come valuta questo movimento?

La tentazione è parlare di una possibile bolla speculativa, soprattutto guardando all'argento.

Ma?

Il mercato dell'argento è il fratello minore e più speculativo dell'oro. I volumi di scambio sono solo una frazione di quelli dell'oro, quindi con capitali relativamente ridotti il prezzo può muoversi molto di più. Nelle fasi di rialzo l'argento tende a sovraperformare, mentre nelle correzioni scende più dell'oro. Lo stesso schema si è visto alla fine degli anni '70 e durante il boom delle materie prime del 2011. È probabile che un raffreddamento dell'euforia sull'argento possa temporaneamente pesare anche sull'oro, soprattutto considerando la rapidità dell'ultimo rialzo. Ma i motivi strutturali a favore di un investimento nell'oro restano intatti.

Cosa intende?

L'aumento del debito pubblico, gli elevati deficit di bilancio, i dubbi sull'indipendenza della Federal Reserve e i rischi di confisca negli Stati Uniti: tutto questo rende l'oro un'alternativa sicura ai Treasury americani, non solo per le banche centrali straniere.

Grazie per la disponibilità.

Con il presente documento non viene formulata alcuna offerta di vendita, acquisto o sottoscrizione di valori mobiliari o di altri strumenti finanziari. Le informazioni contenute non costituiscono consulenza in materia di investimenti né alcun'altra raccomandazione.

“Tuttavia sarebbe una novità nella storia finanziaria se un boom di investimenti come quello attuale si esaurisse in modo tranquillo e silenzioso, senza danni collaterali.”

La convinzione da sola non basta

Sulla scia del rally di Borsa che ruota attorno al tema dell'intelligenza artificiale, principi di investimento collaudati finiscono facilmente sotto il fuoco delle critiche. Attenzione!

di Thomas Lehr



In politica, nelle aziende, nei talk show e soprattutto sui social media, le sezioni dei commenti sono piene di convinzioni urlate a gran voce, spesso basate su giudizi affrettati e su conoscenze superficiali.

“La diversificazione va anche bene, certo, ma chi oggi continua a investire in modo ampiamente diversificato non ha capito il mercato. Il tema dell'intelligenza artificiale (IA) è di gran moda, signor Lehr. Perché è così critico?

Affermazioni di questo tipo le sentiamo sempre più spesso in questo periodo. Vengono espresse con grande convinzione e, in apparenza, i mercati sembrano dare ragione a chi le pronuncia. Negli ultimi anni, infatti, puntare con decisione sulla tecnologia si è rivelata quasi sempre una strategia, anzi, più che il contrario. Le performance sono sotto gli occhi di tutti, soprattutto quest'anno. E, per il momento, ci sono pochi segnali che facciano pensare a una fine imminente del rally legato all'IA. Al confronto, un portafoglio ampiamente diversificato appare oggi poco spettacolare. Resta indietro in termini di rendimento. Come spesso accade in fasi di questo tipo.

Eppure, il dato di fatto è chiaro: negli Stati Uniti e a livello globale, l'andamento degli indici azionari è dominato da un ristretto gruppo di grandi società tecnologiche statunitensi. Ci si aspetta che queste realtà, grazie all'IA, da un lato riescano a sottrarsi alle incertezze congiunturali e dall'altro generino in futuro elevati rendimenti sugli ingenti investimenti di capitale. Basti pensare che, nel mese scorso, circa due terzi dell'incremento dell'indice azionario statunitense S&P 500 sono stati attribuibili a una manciata di titoli tecnologici, all'interno di un paniere di 500 azioni che dovrebbe riflettere l'andamento complessivo del mercato.

IL RISCHIO DELLA CONCENTRAZIONE

A ciò si aggiungono strette partecipazioni incrociate e relazioni commerciali tra queste aziende. Così, alla fine di novembre, la valutazione di Anthropic è aumentata sensibilmente, dopo che è diventato noto che Microsoft e Nvidia avrebbero ciascuna investito miliardi di dollari. Mentre in futuro i modelli di IA di Anthropic dovrebbero essere integrati nei prodotti Copilot di Microsoft, la start-up si è impegnata ad acquistare su larga scala servizi cloud e infrastrutture. Ciò include spese per decine di miliardi di dollari per

capacità di calcolo presso Microsoft, nonché l'impiego di chip Nvidia nell'ampliamento della propria infrastruttura di intelligenza artificiale.

Tali partecipazioni incrociate possono apparire strategicamente comprensibili per le aziende coinvolte. Tuttavia, non si tratta di un caso isolato. Già a settembre, una struttura congiunta di commesse e partecipazioni tra Nvidia, OpenAI e Oracle aveva provocato forti movimenti dei corsi azionari. Questo induce a riflettere. Potrebbero forse, analogamente alle strutture dei keiretsu nella bolla giapponese, le aspettative di crescita essere sostenute artificialmente? Tutto ciò può certamente concludersi in modo redditizio per i soggetti coinvolti. Tuttavia, esistono rischi ulteriormente accresciuti legati alla concentrazione del rischio.

La domanda è quindi legittima: puntare su un portafoglio fortemente concentrato in aziende tecnologiche ritenute vincenti è davvero la scelta migliore anche nel lungo periodo? A questo proposito, Jeff Bezos, fondatore di Amazon, il colosso dell'e-commerce e del cloud, ha fornito un ulteriore argomento contrario durante una conferenza tecnologica in Italia. Ha definito l'attuale entusiasmo per l'IA una “good bubble”, una “bolla buona”. A differenza delle “bad bubble”, che scoppiano senza lasciare altro che capitale distrutto, fiducia persa e danni economici, in una “good bubble” il capitale confluisce in nuove idee. Molte di queste falliranno, ma la società nel suo complesso ne trarrà comunque beneficio. Anche se quindi, prima o poi, le quotazioni di molte aziende trainate dall'IA dovessero crollare, come già accaduto ai tempi della bolla di Internet, le strutture, le innovazioni e i progressi realizzati rimarrebbero.

IL SENSO DELLA DIVERSIFICAZIONE

Nemmeno i migliori protagonisti del settore di oggi sono in grado di sapere chi saranno i vincitori di domani. Tutto questo dimostra, dal nostro punto di vista, il senso e la logica della diversificazione. Anche noi investiamo attualmente nelle grandi aziende tecnologiche statunitensi, ma solo entro certi limiti. Vediamo opportunità anche in altri ambiti, ad esempio in alcune società dei beni di consumo che il mercato sta attualmente trascurando. A nostro avviso, qui si possono trovare aziende di qualità a valutazioni interessanti.

Si tratta quindi di due aree molto diverse, nelle quali individuiamo opportunità per ragioni completamente differenti. E poiché non ogni singolo investimento all'interno di un portafoglio riuscirà a esprimere tutto il suo potenziale, il nostro portafoglio è ampiamente diversificato anche a livello di singoli titoli. Nel loro insieme, queste componenti creano un beneficio stabile e sostenibile. Chi comprende che proprio questo equilibrio è vantaggioso nel lungo periodo capisce perché la diversificazione non può essere un retaggio del passato.

LA CONVINZIONE NON È TUTTO

“Uno dei grandi mali del nostro tempo è che gli stupidi sono sempre sicurissimi, mentre i saggi sono pieni di dubbi”, scriveva il filosofo britannico Bertrand Russell. Circa cent'anni fa, Russell non intendeva esprimere un giudizio sull'intelligenza, ma sull'atteggiamento, sulla differenza tra sicurezza di sé e prudenza.

Oggi questa frase appare più attuale che mai. In politica, nelle aziende, nei talk show e soprattutto sui social media, le sezioni dei commenti sono piene di convinzioni urlate a gran voce, spesso basate su giudizi affrettati e su conoscenze superficiali. In un mondo del genere, le persone più caute hanno vita difficile.

Chi crede di aver individuato l'unico trend capace di spingere i mercati finanziari verso l'alto può anche essere premiato nel breve periodo. Ma nel lungo termine ottiene risultati nettamente migliori chi conosce i rischi, piuttosto di chi li ignora. Anche sui mercati dei capitali, dunque, la sola convinzione non è una garanzia di correttezza, e tanto meno una strategia.

E forse è proprio qui che risiede il vero valore della diversificazione: meno un'espressione di incertezza che di esperienza. L'esperienza che la certezza, raramente, è destinata a durare. ♦

Thomas Lehr è socio della Flossbach von Storch SE di Colonia.



LA SBORNIA FINALE

di Kurt von Storch

Il tema dell'intelligenza artificiale sta trainando le Borse. Molti investitori, soprattutto quelli un po' più "anziani", si sentono riportati con la memoria all'hype di Internet a cavallo del nuovo millennio: hanno ragione?

Si dice che la storia non si ripete, ma talvolta fa rima con se stessa. Le promesse dell'intelligenza artificiale (IA), gli investimenti giganteschi che confluiscano in questo ambito, il boom dei titoli tecnologici: tutto ciò risveglia i ricordi della bolla delle dotcom di circa 25 anni fa. E del suo scoppio ...

Da sempre il progresso tecnologico esercita un forte impatto sulle persone. Cambia il modo di lavorare. Cambia le abitudini di consumo. Insomma, cambia la vita di tutti. Crea nuovi posti di lavoro, mentre altri li mette in discussione. Promette crescita, anche se non per tutti i settori industriali, né per tutti i comparti.

La borsa riflette queste prospettive. Le aziende considerate potenziali beneficiarie dell'ondata di innovazione vengono premiate con grandi aspettative anticipate. I prezzi delle loro azioni macinano un record dopo l'altro.

Al contrario, i titoli delle imprese che non traggono vantaggio diretto dai progressi tecnologici vengono ignorati: troppo noiosi!

È esattamente ciò che sta accadendo oggi. Le azioni dei grandi colossi tecnologici statunitensi dominano gli indici, mentre i titoli dei settori più "difensivi", come i beni di consumo o il farmaceutico, quotano vicino ai minimi degli ultimi dieci anni. Il punto è dunque: quanto durerà l'entusiasmo per l'IA sui mercati azionari?

Impossibile saperlo.

Le nuove importanti aree in crescita attraggono naturalmente gli investitori. Ma non c'è boom che non finisca, prima o poi, in un eccesso e, infine, in lacrime. È stato così anche durante l'euforia di Internet all'inizio del millennio, nonostante nei decenni successivi siano state superate persino le aspettative più audaci. Molti di coloro che sembravano averne approfittato sono caduti in

disgrazia, mentre altri si sono affacciati sul mercato. E persino le aziende che oggi sono ancora "in gara" hanno nel frattempo perso fino al 90% del loro valore di borsa ...

NON TUTTI POSSONO VINCERE

In fondo, questo risponde in parte anche a una domanda che in questi giorni ci viene posta spesso da clienti e investitori: perché siete relativamente cauti nei vostri investimenti nel settore tecnologico? Di solito viene citata un'azienda in particolare: perché non investite in Nvidia?

Semplicemente perché non ci sentiamo in grado di valutarne in modo sufficientemente serio le prospettive di redditività nel lungo periodo. Sì, Nvidia è senza dubbio un'azienda eccellente, con un management di altissimo livello. E anche i risultati più recenti sono stati ancora una volta impressionanti! A nostro avviso, però, esistono più scenari che potrebbero dimezzare il prezzo dell'azione che non circostanze tali da farlo raddoppiare di nuovo.

Nessun settore è così dirompente come quello tecnologico. In nessun altro ambito i vincitori di oggi diventano così rapidamente i perdenti di domani. Non è detto che accada necessariamente a Nvidia, ma potrebbe.

Gli enormi investimenti dei giganti tecnologici nell'IA dimostrano quanto sia forte la preoccupazione dei loro vertici di perdere terreno nella corsa ai futuri campi di business – campi di cui oggi nessuno conosce davvero la redditività. Una cosa è certa: non possono esserci solo vincitori. E non ci saranno solo vincitori!

Ne siamo pienamente consapevoli. L'hype di Internet all'inizio del millennio, le enormi aspettative di allora e la dolorosa fine del boom, la sbornia finale: si è trattato di una fase cruciale sia per noi come investitori sia per Flossbach von Storch, che all'epoca →

era ancora una realtà giovane. Abbiamo imparato quanto sia importante non costruire castelli in aria. Non illudere noi stessi e i nostri clienti con falsi tra-guardi. Restare fedeli a noi stessi. Avere una chiara filosofia di investimento.

Chi investe denaro in borsa, soprattutto per conto di altri, deve essere umile – e restarlo. Non dovrebbe semplicemente “seguire la musica”, anche se questo significa restare temporaneamente indietro rispetto a un mercato che danza. Fasi del genere si sono sempre verificate in passato e continueranno a verificarsi anche in futuro. Lo accettiamo consapevolmente.

IL FUTURO NON SI PUÒ PREVEDERE

Non ragioniamo in termini di anni solari, ma con un orizzonte molto più lungo. Adottiamo un approccio imprenditoriale. La nostra promessa implicita è preservare il patrimonio e generare nel tempo rendimenti adeguati per i nostri clienti e investitori. Consentire loro di dormire sonni tranquilli, anche quando fuori infuria la tempesta.

Lo facciamo strutturando il patrimonio nel modo più ampio possibile.

La diversificazione riflette la consapevolezza dell'investitore di non poter prevedere il futuro, ma anche la sua volontà di prepararsi per affrontare al meglio ogni evenienza. Diversificare però non significa solo allocare il patrimonio in diverse asset class e singoli titoli: sarebbe piuttosto riduttivo. Gestire un patrimonio in modo sensato significa anche suddividerlo in diverse aree monetarie. Un investitore della zona euro, ad esempio, farebbe bene a non destinare l'intero patrimonio alla moneta unica, ma dovrebbe scegliere anche divise “più solide” – in poche parole, aree valutarie meno indebitate.

Ma c'è anche un'altra componente: oltre alla valuta in cui è quotata l'obbligazione o l'azione, contano anche quelle in cui la rispettiva società

emittente svolge la maggior parte delle sue attività. L'andamento dei cambi è molto importante per le prospettive di profitto di una società della zona euro che genera la maggior parte del suo fatturato nell'area del dollaro US (e regola i suoi conti nella valuta statunitense). Anche di questo deve tener conto un investitore nelle proprie decisioni di allocazione.

Ma non è tutto: una volta suddiviso il patrimonio in diverse asset class, singoli titoli e valute, bisogna comporre il puzzle in modo sensato. A quanto dovrebbe ammontare la quota azionaria? Quali sono le ripercussioni sulla componente obbligazionaria, che dovrebbe stabilizzare le performance del portafoglio? E quanto bisognerebbe allocare in oro (anche in relazione alle altre classi di attività) affinché questo metallo prezioso possa svolgere la sua funzione assicurativa? La composizione di un portafoglio dipende dall'andamento del mercato dei capitali e dovrebbe essere abbastanza flessibile da potersi adattare nel tempo.

È TUTTA QUESTIONE DI QUALITÀ

Una caratteristica imprescindibile di una solida strategia d'investimento dovrebbe sempre essere la qualità degli asset selezionati. In borsa, scommettere sulle tendenze e sulle mode a breve termine è un po' come giocare d'azzardo. Ecco perché è ancora più importante concentrarsi sugli aspetti sostanziali di un investimento, sull'ammontare dei rendimenti che quest'ultimo è in grado di generare nel lungo termine e, soprattutto, sulla loro prevedibilità. Gli investitori dovrebbero quindi valutare sempre la solidità del business model e dei ricavi di un'azienda.

Nel lungo termine la qualità vince sempre – anche negli investimenti monetari, specialmente nei periodi di crisi. Pertanto, gli investitori dovrebbero concentrarsi sulle aziende in grado di sopravvivere pressoché indenni anche alle crisi più profonde, uscendone addirittura rafforzate.

Altrettanto importante è la flessibilità. Solo chi dispone di un cuscinetto di liquidità è in grado di sfruttare le opportunità di investimento che si presentano. Prima o poi capita a tutti. Ma questo accorgimento da solo non basta. Ecco perché, a nostro avviso, il concetto di flessibilità, e di conseguenza il termine liquidità, vanno interpretati in senso lato. Prima di acquistare bisognerebbe valutare ogni singola attività per stabilire con che facilità sarebbe vendibile all'occorrenza. A cosa serve un investimento di per sé molto interessante, se non c'è mercato in caso di emergenza?

Gli investitori dovrebbero prestare attenzione anche alla solvibilità, sia alla propria, che a quella degli emittenti delle azioni e delle obbligazioni che acquistano. La solvibilità è il presupposto per l'indipendenza e la capacità d'azione; al contrario, un forte indebitamento è la causa più frequente di fallimento e perdita del patrimonio. Anche questo aspetto diventa ancor più rilevante in caso di crisi.

Il prezzo è ciò che si paga, il valore è ciò che si riceve in cambio. Come fanno i bravi commercianti nella compravendita della propria merce, anche gli investitori dovrebbero soppesare con attenzione il valore delle società che desiderano aggiungere in portafoglio. Il prezzo è forse nettamente superiore al potenziale valore dell'investimento? O la quotazione è adeguata o, ancora meglio, inferiore all'effettivo valore? Gli investitori non dovrebbero mai lasciarsi tentare dalle esagerazioni delle borse, ma dovrebbero piuttosto cercare di concentrarsi sempre sul vero valore di un investimento.

Diversificazione, qualità, flessibilità, solvibilità e valore: cinque concetti che abbiamo definito per noi stessi all'inizio degli anni 2000 e che abbiamo riunito nel nostro “Pentagramma di Flossbach von Storch”. Cinque linee guida che fungono da metro di valutazione di tutte le decisioni d'investimento.

E continueranno a farlo anche in futuro! ♦

L'hype di Internet all'inizio del millennio, le enormi aspettative di allora e la dolorosa fine del boom, la sbornia finale: si è trattato di una fase cruciale sia per noi come investitori sia per Flossbach von Storch, che all'epoca era ancora una realtà giovane.

Come l'essere umano ma meglio

L'intelligenza artificiale (IA) è da tempo il tema dominante sui mercati finanziari. La professoressa Feiyu Xu spiega, in un'intervista con Ulrich Stockheim, i retroscena e le ricette del successo per le aziende.

Professoressa Xu, oggi molti parlano di intelligenza artificiale (IA), ma per la maggior parte di noi il tema è ancora relativamente nuovo. Lei invece se ne occupa intensamente da molti anni. Com'è diventata un'esperta di IA?

Nel 1991 sono venuta dalla Cina in Germania per studiare. Ero molto brava in matematica e piuttosto portata per le lingue. Per questo ho scelto informatica e linguistica computazionale. Il fatto che a Saarbrücken esistesse già allora il Centro Tedesco di Ricerca per l'Intelligenza Artificiale (DFKI) è stato per me un enorme colpo di fortuna. All'epoca la linguistica computazionale era una disciplina molto di nicchia: in un corso c'erano al massimo 30 studenti e alla fine meno di dieci arrivavano alla laurea. Oggi nelle classi di IA siedono più di 300 studenti.

Dopo anni di ricerca, per i quali ha ricevuto numerosi riconoscimenti, ha maturato anche esperienze pratiche come "Head of AI Lab" in Lenovo in Cina e come "Global Head of AI" in SAP in Germania. È inoltre stata consulente del governo federale tedesco e nel frattempo ha fondato una start-up. Aveva previsto questo sviluppo dell'IA?

No. Non mi aspettavo che l'IA si sviluppasse così rapidamente e diventasse parte della vita quotidiana. Soprattutto negli ultimi cinque anni il ritmo è stato vertiginoso.

Dal momento che molti di noi sono ancora incerti sui concetti legati all'IA: che cosa rende davvero speciale l'intelligenza artificiale? Può spiegarcelo?

Volentieri. L'IA simula e amplia la percezione e la cognizione umane. La percezione comprende il linguaggio, l'udito, la vista e persino l'olfatto. La cognizione include tutto ciò che riguarda il pensiero, la pianificazione e l'analisi. Molti sistemi di IA sono spesso più performanti degli esseri umani: possono tradurre più di 100 lingue, riconoscere 100.000 volti o identificare istantaneamente milioni di piante e animali. E lo fanno 24 ore su 24, sette giorni su sette. L'IA può persino trasformare la nostra creatività: con il suo aiuto possiamo far realizzare un dipinto nello stile di Picasso. Ma soprattutto l'IA rende l'interazione tra esseri umani e macchine più naturale. Oggi possiamo parlare e interagire con software e hardware quasi come faremmo con una persona.

In riferimento al mondo delle imprese, l'IA dovrebbe soprattutto rendere i processi più efficienti e i prodotti migliori, giusto?

Non è così semplice. Prima che l'una o l'altra cosa possa funzionare, le aziende dovrebbero innanzitutto definire una strategia chiara sull'intelligenza artificiale. In teoria sembra facile, ma nella pratica spesso questo passaggio manca ancora. La prima domanda da porsi è: l'azienda può rendere i propri prodotti più intelligenti grazie all'IA? Nell'industria automobilistica la risposta è evidente: senza IA non esiste la guida autonoma. Anche prodotti completamente nuovi nascono solo grazie all'IA, ad esempio nel settore aeronautico: i droni sarebbero impensabili senza intelligenza artificiale.

Ma molte aziende vogliono usare l'IA anche per ottimizzare i processi, giusto?

È vero. Nel campo dell'ottimizzazione dei processi molte imprese iniziano proprio dall'IA, soprattutto nell'industria meccanica, dove l'IA rende le fasi produttive più precise ed efficienti. A questo si aggiungono i processi aziendali: ed è proprio qui che SAP svolge un ruolo importante nei flussi di lavoro intelligenti. Tuttavia, non inizierei dai processi che prevedono un contatto diretto con il cliente, per evitare che gli errori dei primi esperimenti con l'IA danneggino relazioni con i clienti che sono particolarmente preziose. E poi c'è un terzo punto, molto importante: non appena si lavora con dati e digitalizzazione, quasi sempre si apre la possibilità di sviluppare un nuovo modello di business per servizi, soluzioni basate sui dati o offerte completamente nuove. L'IA non è quindi solo uno strumento di ottimizzazione, ma anche un vero motore di innovazione.

Può spiegarsi meglio?

La maggior parte delle aziende tradizionali tedesche opera ancora con modelli di business molto lineari. Ad esempio, vendono macchinari o automobili, spesso come operazioni una tantum. Molti produttori automobilistici e anche costruttori di macchine hanno ormai compreso che pacchetti di servizi aggiuntivi possono essere vantaggiosi, perché generano ricavi continui e ricorrenti. A confronto, però, esistono aziende americane e cinesi come Google, Amazon, →

Tencent o Alibaba, che hanno costruito piattaforme e interi ecosistemi. Oggi hanno così tanto successo perché utilizzano modelli di business esponenziali. Credo che per le aziende tedesche sia fondamentale sviluppare proprio questi nuovi modelli di business, se vogliono restare competitive nel lungo periodo.

Ora ci troviamo presso un gestore patrimoniale e dovremmo quindi indossare gli occhiali dell'investitore. Secondo lei, a che cosa bisognerebbe prestare attenzione quando si investe? Sarebbe meglio puntare su aziende che utilizzano particolarmente bene l'IA nei settori tradizionali, diventando così più efficienti? O concentrarsi piuttosto su quelle che vengono definite "aziende di IA"?

Qui devo fare una breve premessa. L'ecosistema dell'intelligenza artificiale inizia, in fondo, dal livello più basso: i chip informatici. Al vertice ci sono i progettisti e produttori di chip come Nvidia e TSMC. Su questa base si sviluppano le grandi piattaforme delle aziende cloud (Google, Amazon e Microsoft) che stanno investendo enormemente in questo momento. Con un impegno simile si muovono anche i grandi protagonisti cinesi come Tencent o Baidu.

La maggior parte delle aziende in Germania, invece, si colloca su un altro livello: sviluppa applicazioni oppure utilizza applicazioni di IA nei propri prodotti e processi. Questo è estremamente importante per l'economia europea, perché la nostra industria vive proprio di applicazioni tecnologicamente avanzate. Per questo la digitalizzazione in questo ambito è così cruciale e un semplice miglioramento incrementale non sarà sufficiente. Alla digitalizzazione, tra l'altro, appartiene anche l'elettrificazione dell'industria. Credo che in Europa dobbiamo sviluppare un'ambizione molto maggiore. Dovremmo affermare con chiarezza di voler essere il numero uno in un settore industriale chiave del futuro. Per l'industria automobilistica al momento non è semplice, ma in altri ambiti vedo sicuramente grandi opportunità.

Ora si può anche dire: dobbiamo essere i numeri uno. Ma altrove l'intelligenza artificiale è già molto più avanti. Dietro ci sono infrastrutture

gigantesche: i modelli linguistici, i data center che costano decine di miliardi. Inoltre questi centri di calcolo hanno costi energetici elevatissimi. E in Germania questo rappresenta subito un ulteriore problema. Alla fine ci si chiede: il treno non è forse già partito?

Penso che il treno non sia mai partito. Quello che mi manca in Europa è la passione e l'ambizione di creare davvero qualcosa di nuovo. Siedo nel consiglio di amministrazione di Airbus e credo che possiamo essere molto orgogliosi di questa azienda. Spesso sento dire che le persone hanno paura di volare su aerei del concorrente Boeing. Ma ricordiamoci: quando Airbus è stata fondata all'inizio degli anni '70, si sarebbe potuto dire esattamente la stessa cosa, ossia che nel settore dell'aviazione il treno fosse già partito da tempo. Eppure da allora è nata una delle più grandi storie di successo europee.

Anche il "Made in Germany" non è nato come un sigillo di qualità. Furono gli inglesi a introdurlo per contrassegnare l'origine dei prodotti tedeschi, convinti che la merce tedesca fosse di qualità inferiore. Eppure in seguito è diventato un marchio di qualità riconosciuto a livello mondiale. Più volte nella storia, tedeschi ed europei sono stati inizialmente considerati i più deboli, e tuttavia hanno saputo realizzare risultati straordinari. È proprio questo spirito di ambizione che dobbiamo riaccendere in Europa. E per farlo serve un piano chiaro su come vincere davvero nel contesto della digitalizzazione e delle nuove tecnologie.

Dal suo punto di vista, quindi, non si tratta solo di rendere migliore l'industria esistente, ma anche di recuperare terreno rispetto alle vere e proprie aziende di IA?

Certo. Basti guardare ai cosiddetti "Magnifici Sette". Rappresentano un'industria enorme, un mercato gigantesco, che non dovremmo semplicemente lasciare agli Stati Uniti e alla Cina. Tanto più che anche da noi le idee non mancano.

Attualmente quasi tutte le aziende parlano di intelligenza artificiale. Spesso è già stata implementata in qualche forma. Tuttavia c'è chi ritiene che si tratti di un entusiasmo un po'



i

La Prof.ssa Feiyu Xu è titolare di una cattedra di Intelligenza Artificiale industriale a Potsdam. I suoi lavori di ricerca hanno ricevuto numerosi riconoscimenti. Inoltre, dal 2020 al 2023 è stata Global Head of AI presso SAP e dal 2017 al 2020 ha diretto l'AI Lab di Lenovo. Feiyu Xu è membro del consiglio di sorveglianza di Siemens Energy, ZF Group e Airbus.

esagerato. E così vengono creati team IA a metà, composti da pochi giovani che dovrebbero semplicemente fare qualche esperimento. È sufficiente?

Assolutamente no. Se un'azienda affronta seriamente il tema dell'intelligenza artificiale, allora questo deve rientrare nella responsabilità del consiglio di sorveglianza, del consiglio di amministrazione o del management esecutivo, ed essere parte integrante della strategia aziendale. Ho conosciuto molte aziende da vicino: prima in Lenovo, dove ho sviluppato la strategia di IA e costruito il team IA centrale, e successivamente in un ruolo analogo in SAP. Quasi tutti i progetti hanno avuto grande successo, ma solo perché erano sostenuti da una strategia chiara e completa. Senza una strategia olistica sull'IA, spesso si investe nel modo sbagliato oppure si pianifica ignorando le vere priorità.

Di recente una grande azienda statunitense di telecomunicazioni mi ha chiesto di valutare un'applicazione di IA nell'ambito delle risorse umane. La mia prima domanda è stata: perché un gruppo di telecomunicazioni dovrebbe investire proprio lì? In questo settore le priorità sono piuttosto la stabilità della rete, l'ottimizzazione delle infrastrutture e la qualità del servizio. Non c'è stata una risposta convincente alla mia domanda, ed è proprio questo che mette in luce il vuoto strategico. Per questo ogni azienda che prenda sul serio l'IA ha bisogno di una strategia globale e di una stella polare chiaramente definita, alla quale allineare tutte le iniziative.

Che cosa potrebbe fungere da “stella polare”?

Prendiamo ad esempio l'industria automobilistica: diciamo BMW o Mercedes. La stella polare potrebbe essere lo sviluppo dell'auto a guida autonoma. Una volta concordato un obiettivo simile, si delinea un percorso di investimento molto chiaro. Per un'azienda di ingegneria meccanica, invece, spesso l'obiettivo è migliorare il processo produttivo, ad esempio per ottimizzare la catena di fornitura alla luce delle sfide geopolitiche.

Torniamo ancora una volta alla Germania come sede produttiva. Ci sono ambiti in cui, a suo avviso, lo Stato dovrebbe creare condizioni migliori?

Ad esempio quando si parla di costi energetici, o questo è un problema sopravvalutato?

No, non è affatto sopravvalutato. Gli Stati Uniti e la Cina hanno prezzi dell'energia elettrica nettamente inferiori a quelli della Germania. Dobbiamo investire con urgenza nel settore energetico e parallelamente nelle tecnologie di IA. Il fabbisogno è enorme, anche a causa della massiccia elettrificazione della nostra industria.

Allo stesso tempo, con l'iniziativa della “AI Gigafactory” l'UE ha compiuto un passo importante. Ritengo che la Germania avrebbe dovuto agire in modo altrettanto strategico, come la Francia, o meglio ancora cogliere l'occasione per un'azione congiunta. Del resto, c'erano almeno sei candidature da parte di aziende tedesche. È proprio qui che serve un ruolo attivo dello Stato: deve definire in modo chiaro quali siano i nostri punti di forza per una AI Gigafactory – sede, energia, tecnologia, cloud, applicazioni – e come rafforzarli attraverso investimenti mirati. Questo aspetto non può essere delegato alle singole imprese. In Germania abbiamo aziende straordinarie: Siemens è molto forte nell'Industry AI, SAP è leader mondiale nei processi aziendali, Siemens Energy nel settore dell'energia. Mettere insieme queste competenze sarebbe stata una configurazione strategica molto potente per la Germania e per l'Europa.

Lei parla di modelli di business. Ma non è forse un problema il fatto che nel dibattito pubblico sull'IA prevalgano soprattutto gli avvertimenti, invece di lasciare semplicemente lavorare le aziende?

Su questo sono pienamente d'accordo con lei. Se vogliamo vincere ed essere davvero i numeri uno, abbiamo bisogno di ambizione e di resilienza. Una dinamica che dovrebbe cambiare profondamente nella nostra società. Lo vedo persino in ambito familiare: spesso cerchiamo di anticipare ogni desiderio dei bambini, mostriamo molta empatia – a volte forse troppa. Ma alla fine vale questo principio: chi non è resiliente e non impara ad assumersi responsabilità per se stesso e per la comunità, avrà difficoltà in seguito, come individuo e come membro di un team. Il successo richiede forza interiore, perseveranza e la volontà di assumersi responsabilità.

Prima ha menzionato ciò che l'IA è in grado di fare e ciò che probabilmente nessuno di noi qui presenti sa fare. Perché allora l'IA impiega così tanto tempo per “prendere la patente”? Perché una persona ha bisogno in genere di una ventina di ore di guida, mentre lo sviluppo della guida autonoma richiede anni?

Quando guida, una persona porta con sé un'intera storia di esperienze di vita: comprendiamo il traffico in modo intuitivo, leggiamo il linguaggio del corpo, riconosciamo i rischi. Un'intelligenza artificiale, invece, parte da zero e deve imparare milioni di casi particolari che per noi sono scontati. Dal punto di vista tecnologico, la guida autonoma oggi funziona già in molti scenari. Ciò che manca sono regole chiare, questioni di responsabilità e l'accettazione sociale. Tolleriamo gli errori umani, ma dall'IA pretendiamo la perfezione, ed è proprio per questo che il processo richiede più tempo.

Anche le aziende che lavorano con l'IA devono spesso convivere con una certa percentuale di errore, perché l'IA non riesce ancora a coprire tutto. Come viene gestita questa situazione?

Molte aziende utilizzano l'IA, ad esempio, per i chatbot nel servizio clienti. Tuttavia, nelle situazioni di escalation spesso il sistema non funziona. Un'azienda intelligente farà quindi in modo che IA e persone lavorino insieme: l'IA risponde magari al 90% delle domande più frequenti, mentre i collaboratori si occupano della risoluzione dei problemi e della de-escalation. Ad ogni modo, anche in questo caso è possibile ottenere risparmi significativi grazie all'IA: si crea quindi un chiaro aumento dell'efficienza.

Professoressa Xu, grazie per la disponibilità.

„Tolleriamo gli errori umani, ma dall'IA pretendiamo la perfezione“

Diversificazione digitale

di Dirk Seel

Perché privilegiamo un'esposizione ampia al settore tecnologico

Nell'attuale entusiasmo attorno all'intelligenza artificiale (IA), il mercato tende a costruire rapidamente narrazioni su vincitori e vinti. Il risultato: movimenti estremi delle quotazioni dei titoli tecnologici. Eppure, la domanda cruciale, ovvero quali aziende riusciranno a sviluppare modelli di business solidi e sostenibili nel lungo periodo grazie alla tecnologia, e quali invece finiranno sotto pressione, è tutt'altro che risolta. Per poter beneficiare di queste trasformazioni senza assumere rischi eccessivi, riteniamo fondamentale un posizionamento diversificato.

La tecnologia è un universo ampio. In teoria, il Global Industry Classification Standard (GICS) del fornitore di indici MSCI suddivide le aziende in undici settori ben definiti, tra cui figura anche l'"Information Technology", ovvero la tecnologia dell'informazione. Nella pratica, però, i confini sono molto meno netti. Il rivenditore online Amazon, ad esempio, viene classificato nel settore dei "beni di consumo ciclici", pur essendo uno dei principali operatori globali di servizi cloud. Anche Alphabet, la holding che controlla Google, e Meta, ben più che semplici social network, rientrano nella categoria dei "servizi di comunicazione", sebbene il loro modello di business ruoti essenzialmente attorno alla pubblicità. Proprio perché la tecnologia permea numerosi settori, preferiamo analizzare gli sviluppi attuali attraverso l'intera catena del valore digitale.

Ne fanno parte il software per i consumatori, il software per le imprese, quello legato alle informazioni finanziarie,

e infine l'hardware installato all'interno e attorno ai data center. Tutti e quattro questi ambiti sono oggi fortemente influenzati dall'evoluzione dell'IA e dominati da specifiche narrazioni di mercato.

SOFTWARE PER I CONSUMATORI PUÒ DAVVERO ESISTERE UNO SOLO?

Che si tratti di portali di viaggio, servizi di streaming, piattaforme di mobilità o social network, questi modelli funzionano tanto meglio quanto più ampio è il numero degli utenti, grazie all'effetto rete. Ecco perché finora siamo sempre stati convinti che, nel settore dei software di uso quotidiano per i consumatori, i grandi operatori sono destinati a diventare sempre più grandi. Oggi però ci si chiede se l'ascesa dei chatbot basati su IA, chiamati anche assistenti o agenti, come ChatGPT o Perplexity, possa cambiare questo equilibrio.

Un argomento a favore è che tutte le aziende competono per l'attenzione dei clienti, che però dispongono solo di 24 ore al giorno. Un aumento del tempo speso su un'app implica inevitabilmente una riduzione su un'altra. Per un periodo si è diffusa l'idea che ChatGPT e motori di ricerca non possano coesistere e che alla fine tra i clienti prevarrà la soluzione migliore. Nel caso di Meta e Netflix, invece, il mercato ci è sembrato piuttosto compiacente. ChatGPT, ad esempio, si distingue per un elevato grado di creatività, che in futuro potrebbe essere sfruttato per entrare in ambiti come i social media o la produzione video.

Stabilire quali aziende esistenti potrebbero finire sotto pressione in futuro dipenderà quindi molto dai dettagli dei modelli di business e dalle specifiche capacità dei chatbot. Se, per esempio, si confermasse che i chatbot sono particolarmente efficaci nel reperire informazioni rare o molto specifiche, alcuni operatori potrebbero trovarsi seriamente in difficoltà, anche se finora hanno occupato posizioni di leadership. Piuttosto che seguire narrazioni semplicistiche, cui il mercato talvolta indulge, è quindi essenziale analizzare con attenzione i modelli di business, i rischi di discontinuità e l'evoluzione dell'IA. Una classificazione prematura tra vincitori e perdenti dell'IA non appare prudente.

SOFTWARE PER LE IMPRESE LE AZIENDE AVRANNO BISOGNO DI PIÙ O DI MENO SOFTWARE?

Il settore dei software aziendali si è contraddistinto per anni per un'elevata prevedibilità, dato che cambiare fornitore comporta in genere costi e complessità significative per le imprese clienti. Ora però anche questo segmento è al centro del dibattito sull'impatto rivoluzionario dell'IA e su come potrebbe cambiare il potere di determinazione dei prezzi. Tre sono i temi principali.

Primo: l'integrazione dell'IA rende il software più efficiente, consentendo alle aziende di ridurre il personale e, di conseguenza, il numero di licenze necessarie per un organico ridimensionato. A questo si contrappone l'idea che →

l'IA aumenti la produttività dei dipendenti e che i guadagni ottenuti in termini di efficienza vengano condivisi tra fornitori di software e clienti. In alcuni casi propendiamo per questa seconda interpretazione.

Secondo: i critici ritengono che i fornitori di software, che propongono nuove funzionalità basate sull'IA, saranno costretti a rivedere la propria politica dei prezzi. Secondo una lettura storica, questi fornitori avrebbero beneficiato di margini eccessivi, grazie a politiche basate su pacchetti obbligati (in cui più programmi venivano venduti solo insieme) e su abbonamenti di lunga durata. Un modello che oggi rischia di trasformarsi in un punto debole. Alcune aziende sostengono che l'aggiunta di nuove funzionalità basate su IA giustifichi aumenti di prezzo e che sia possibile introdurre componenti legate all'utilizzo, facendo pagare di più gli utenti intensivi. Al momento, però, non si osserva una reale disponibilità dei clienti a pagare extra per queste funzionalità integrate in software consolidati. A nostro avviso, anche il passaggio da abbonamenti fissi a modelli basati sull'uso presenta non poche difficoltà.

Terzo: si ipotizza che il business dei fornitori di software possa essere messo in discussione se in futuro molte attività venissero svolte direttamente da un'IA anziché da persone vere e proprie. Questo scenario, però, ci sembra ancora prematuro per la maggior parte dei settori. Le startup che sviluppano agenti di IA dipendono fortemente dai dati, e ultimamente stiamo notando

che i grandi operatori software stanno limitando l'accesso a queste informazioni, guadagnando tempo per integrare funzioni simili nei propri prodotti. I servizi fortemente basati su dati aggiornati potrebbero quindi subire una pressione minore dall'IA.

SOFTWARE PER L'INFORMAZIONE FINANZIARIA I FORNITORI DI DATI DIVENTERANNO SUPERFLUI?

Circuiti di carte di credito, borse valori e società di "data & analytics" come S&P Global beneficiano sia dell'effetto rete sia della capacità di monetizzare i dati, direttamente o indirettamente.

I circuiti di pagamento elaborano miliardi di transazioni al giorno, generando informazioni estremamente dettagliate: chi ha acquistato cosa, dove, quando e con quale dispositivo. Informazioni che vengono poi utilizzate, ad esempio, per strumenti di analisi dei rischi e prevenzione delle frodi. Anche le borse vendono non solo dati di mercato, ma anche strumenti di analisi e controllo del rischio.

L'IA metterà in difficoltà questo business? Il mercato se lo chiede almeno da metà settembre, quando i risultati trimestrali del fornitore di dati finanziari statunitense FactSet hanno innescato un'ondata di vendite nel settore. Il management aveva annunciato maggiori investimenti e una conseguente riduzione dei margini per l'anno successivo, senza però prospettare un aumento dei ricavi. Un broker aveva commenta-

to: "Anche se non si tratta di una vera e propria disruption causata dall'IA, i costi operativi stanno chiaramente aumentando".

A nostro avviso, questo può valere per aziende che dispongono di una base dati proprietaria relativamente limitata, ma non per l'intero settore. Ecco perché analizziamo ogni singola realtà ponendoci domande chiave: i dati sono difficili da replicare? Sono integrati nei flussi di lavoro? Vengono arricchiti dagli input dei clienti? Sono protetti dalla regolamentazione? Rappresentano per i clienti una garanzia di credibilità e legittimità? Se le risposte sono positive, vediamo spesso un potenziale significativo.

HARDWARE CHI AVRÀ LA MEGLIO?

Il quarto e ultimo anello della catena del valore digitale, ovvero l'hardware, si divide a sua volta in tre aree:

- (1) i chip installati nei data center;
- (2) i data center stessi; e
- (3) tutto ciò che ne consente il funzionamento. Negli ultimi anni, la domanda legata all'IA ha dato a tutti questi segmenti un forte impulso strutturale, ma non mancano i rischi.

Nel settore dei chip, ad esempio, fino a metà settembre gli azionisti di Intel hanno assistito a una drastica perdita di quote di mercato. Nel mondo dei semiconduttori, insomma, l'alta marea non solleva tutte le barche. Va però detto che le "barche" da monitorare

sono poche: tra i progettisti di chip spiccano sostanzialmente solo tre nomi: Nvidia, Broadcom e AMD; nel software di progettazione due: Cadence e Synopsys. Tra i produttori di chip altri due: TSMC e Samsung; e tra i fornitori di apparecchiature sono cinque le aziende da tenere sott'occhio: ASML, Applied Materials, LAM Research, KLA e Tokyo Electron.

Una struttura oligopolistica caratterizza anche l'infrastruttura cloud, dove attualmente solo tre fornitori (AWS, Azure e Google Cloud) detengono oltre il 90% del mercato. Il loro principale fornitore, Nvidia, cerca però di ridurre il potere contrattuale servendo con i propri chip a elevate prestazioni nuovi operatori: le cosiddette "neocloud" come Oracle, CoreWeave e Nebius. L'obiettivo è mettere sotto pressione i tre colossi dominanti. Tuttavia, i limiti di questa tattica sono emersi chiaramente nel caso Oracle: dopo il forte rialzo del titolo in seguito all'annuncio della collaborazione con Nvidia, a partire da settembre 2025, il prezzo dell'azione ha successivamente registrato una flessione temporanea di circa il 40%. Il mercato, del resto, valuta con estrema attenzione la reale redditività di ogni nuovo data center pianificato.

Nel terzo segmento, quello degli "abilitatori", la situazione è più stabile. Aziende come i produttori di connettori Amphenol, Siemens o Schneider Electric garantiscono che l'energia arrivi in modo affidabile ai data center e venga distribuita correttamente. Per loro è relativamente irrilevante quale

software o quale chip si affermi tra consumatori, imprese o società di informazione finanziaria. Inoltre, l'IA e l'automazione rappresentano solo circa il 50% del fatturato. Queste aziende beneficiano quindi della domanda attuale di data center IA senza dipenderne eccessivamente.

PER INVESTIMENTI DIVERSIFICATI ED EQUILIBRATI

La catena del valore digitale attraversa quindi numerosi settori, ciascuno con vantaggi e svantaggi specifici legati al progresso dell'IA. Le narrazioni di mercato possono generare movimenti di prezzo, ma non sempre sono giustificate. In particolare, nel settore dei software aziendali, riteniamo che molte aspettative di sviluppi rivoluzionari siano esagerate: i cambiamenti in questo ambito sono generalmente lenti, come dimostra la lunga migrazione dei dati verso il cloud in atto ormai da anni, e l'IA può rappresentare anche un'opportunità per i leader di mercato.

Per questo ci concentriamo su un'analisi approfondita delle singole aziende e su investimenti equilibrati e diversificati lungo l'intera catena del valore. Solo così infatti potremo cogliere le opportunità di queste trasformazioni straordinarie, limitando al contempo i rischi eccessivi. ♦

Dirk Seel è Fund Manager presso Flossbach von Storch SE a Colonia.

Per questo ci concentriamo su un'analisi approfondita delle singole aziende e su investimenti equilibrati e diversificati lungo l'intera catena del valore.

INNOVAZIONI richieste



In molti paesi industrializzati occidentali, le montagne di debito continuano a crescere. I rischi di breve periodo appaiono sotto controllo, ma le pressioni demografiche continuano a rappresentare una minaccia latente.

In Europa si fa debito invece di riforme, mentre negli Stati Uniti il disavanzo pubblico viaggia intorno al 7%. Del resto, diversi paesi europei e gli USA hanno da tempo superato la soglia “magica” del 100% del prodotto interno lordo (PIL) nel rapporto tra debito pubblico e PIL.

Non per questo è il caso di dipingere scenari catastrofici. Come già accennato, i rischi vanno piuttosto valutati lungo un orizzonte temporale: nel breve termine, l'insolvenza di un paese industrializzato occidentale è uno scenario difficilmente immaginabile. È più probabile che l'instabilità intrinseca generata da un debito pubblico elevato venga compensata dall'allineamento di interessi tra creditori dello Stato, pensionati, imprenditori e anche dipendenti pubblici. Nessuno di questi attori, infatti, ha interesse a un fallimento disordinato dello Stato e alle sue conseguenze imprevedibili. Per questo, nel medio-lungo periodo continua a essere plausibile che le banche centrali garantiscano il finanziamento dei bilanci pubblici attraverso tassi reali bassi. E il favore degli operatori di mercato non dovrebbe mancare alle autorità monetarie.

Tuttavia, nei prossimi decenni sarà l'aumento dei costi legati alla dinamica demografica a rendere più complesso il quadro dei conti pubblici: una sfida che interessa tutti i principali poli economici mondiali, seppur con intensità differenti. Per l'Eurozona, i modelli demografici delle Nazioni Unite indicano che nel 2040, ogni 100 persone in età lavorativa (tra 20 e 64 anni) ce ne saranno 57 con 65 anni o più. Oggi sono 40. Ancora più impressionante, in termini dinamici, è l'evoluzione in Cina. Nel 2040 si prevede che ci saranno circa 43 persone sopra i 65 anni ogni 100 individui in età lavorativa (si veda Grafico), contro le 23 attuali. Nel corso degli anni 2050, il rapporto tra popolazione giovane e anziana in Cina potrebbe addirittura risultare peggiore di quello dell'Eurozona.

DEMOGRAFIA: UNA BOMBA A OROLOGERIA

La demografia sta diventando una bomba a orologeria per i sistemi di previdenza sociale. Non è solo l'invecchiamento della popolazione a dover preoccupare. Parallelamente, nei paesi industrializzati la crescita demografica scende al di sotto del “tasso di sostituzione” di 2,1 figli per donna. Vista la latente stanchezza verso le riforme, i sistemi di welfare dipendono quindi dall'immigrazione qualificata per riuscire a garantire la propria sostenibilità finanziaria.

Da un punto di vista strategico per gli investimenti, è determinante che i segni di frenata demografica colpiscano soprattutto le economie che, nel confronto internazionale, dispongono di un'elevata capacità d'acquisto.

In questo modo, le aziende che hanno beneficiato dell'interazione tra crescita della popolazione e aumento del benessere perdono almeno in parte il vento in poppa. Non è detto che queste pressioni si tradurranno necessariamente in un peggioramento dell'attività economica, ma in futuro le imprese interessate dovranno

Tuttavia, nei prossimi decenni sarà l'aumento dei costi legati alla dinamica demografica a rendere più complesso il quadro dei conti pubblici: una sfida che interessa tutti i principali poli economici mondiali, seppur con intensità differenti.



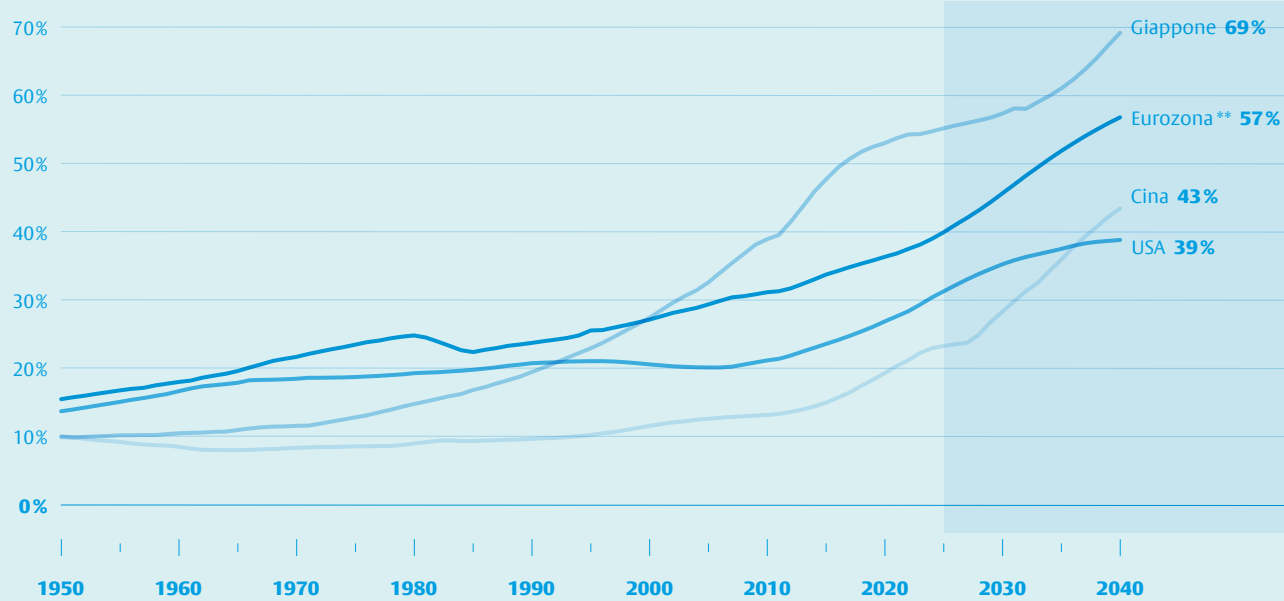


Grafico
Il mondo diventa sempre più vecchio
L'indice di vecchiaia¹ aumenta in tutto il mondo

* Numero di persone con più di 65 anni in rapporto alla popolazione in età lavorativa (20–64 anni); stime a partire dal 2025.
** Sono state considerate le quattro economie dell'Eurozona con la popolazione più numerosa: Germania, Francia, Italia e Spagna.

Fonte: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, dati al 31 dicembre 2025

impegnarsi di più per sostenere la crescita con le proprie forze. Ad esempio, con una maggiore spinta innovativa o differenziando le proprie linee di prodotto.

LE INNOVAZIONI AIUTANO

Inoltre, l'attenzione si sposta sempre più su una produzione efficiente: il cambiamento demografico non esercita soltanto pressione sulla domanda, ma porta anche a un'offerta di lavoro stagnante o addirittura in calo. I guadagni di efficienza diventano quindi la principale fonte di crescita. Ma l'aumento della produttività raramente avviene senza attriti: richiede duro lavoro e talvolta anche “distruzione creatrice”, un processo che proprio in una popolazione che invecchia tende a incontrare resistenze. Ecco perché le maggiori speranze del nostro tempo si concentrano su due lettere diventate il simbolo del prossimo balzo di produttività: IA. ♦

Il Dr. Bert Flossbach è fondatore e proprietario di Flossbach von Storch SE.

SALUTE

Un pilastro importante in portafoglio

di Eugen Uretzki

I titoli farmaceutici hanno perso attenzione. Eppure ci sono buone ragioni per cui questo settore, al pari di altri segmenti del mercato della salute, offre opportunità interessanti nel lungo periodo.



Dallo scoppio della pandemia di coronavirus nel febbraio 2020 il mondo era alla ricerca di un vaccino e i titoli biofarmaceutici hanno vissuto un vero e proprio rally, che ha raggiunto Magonza con BioNTech. Da allora, però, mentre i progressi dell'intelligenza artificiale (IA) continuano a spingere verso l'alto le quotazioni dei grandi indici, la performance del settore sanitario è rimasta indietro. Eppure è proprio la medicina uno degli ambiti destinati con ogni probabilità a beneficiare in modo duraturo e significativo degli sviluppi dell'IA. A pesare sull'umore degli investitori sono soprattutto le misure e i progetti dell'amministrazione Trump, che generano incertezza e fanno spesso perdere di vista i motori strutturali di crescita del settore.

Nei nostri portafogli non vorremmo rinunciare a un settore noto per la sua scarsa dipendenza dal ciclo economico e quindi per l'elevata prevedibilità degli utili. Tanto più che il mercato della salute presenta driver strutturali di crescita che lo rendono un ambito d'investimento interessante anche al di là di fasi eccezionali come una pandemia.

DEMOGRAFIA E INNOVAZIONE COME MOTORI DI CRESCITA

I cambiamenti demografici globali stanno aumentando il fabbisogno di farmaci e di assistenza medica. Entro la fine degli anni '50 del secolo in corso, la popolazione mondiale dovrebbe crescere dagli attuali otto miliardi di persone circa a dieci miliardi circa. Parallelamente, soprattutto in molte delle cosiddette economie avanzate, aumenta l'età

media della popolazione, con un conseguente incremento statistico delle malattie croniche. Allo stesso tempo, il crescente potere d'acquisto di una classe media in espansione in molti paesi emergenti consente l'accesso a cure mediche moderne, aprendo un potenziale di crescita dei ricavi superiore alla media.

Inoltre, per la maggior parte delle patologie le soluzioni terapeutiche disponibili non sono (ancora) ottimali, il che rende indispensabile l'innovazione medica. Negli ultimi decenni il ritmo dei progressi è aumentato in modo significativo, e lo sviluppo di nuovi farmaci di successo si traduce spesso in opportunità commerciali immediate. Ecco alcuni esempi.

→ Il cancro resta una delle principali cause di morte a livello globale. Sebbene la mortalità sia diminuita sensibilmente dagli anni '70, esistono tuttora forme tumorali difficili da diagnosticare e da trattare. Grazie ai moderni farmaci oncologici, le terapie diventano sempre più precise e personalizzate. I trattamenti chemioterapici o radioterapici possono oggi agire direttamente sulle cellule tumorali

colpite, risparmiando il tessuto circostante e riducendo gli effetti collaterali. Altri farmaci antitumorali moderni mirano a specifiche alterazioni genetiche del tumore. La tecnologia mRNA, utilizzata per i vaccini anti-Covid, promette addirittura terapie calibrate sul singolo paziente.

→ Anche nella tecnologia medica, la robotica chirurgica sta entrando nelle sale operatorie, consentendo interventi minimamente invasivi, riducendo il rischio di

complicanze e alleggerendo il lavoro dei medici che controllano le apparecchiature.

→ In parallelo, si registrano innovazioni di base nei sistemi di ricerca, sviluppo e produzione di nuove classi di farmaci. Questi strumenti di precisione accorciano i tempi di sviluppo e permettono una produzione più efficiente in termini di costi.

Si tratta quindi di opportunità storiche non solo per le case farmaceutiche, ma anche per segmenti meno visibili del mercato sanitario. I diversi ambiti presentano tuttavia specificità nei modelli di business, con opportunità e rischi differenti.

Le aziende farmaceutiche tradizionali beneficiano dei brevetti sui loro medicinali, che garantiscono margini elevati, seppur limitati alla durata del brevetto. Alla sua scadenza entrano in commercio i generici a costo inferiore, e le imprese devono sviluppare nuovi farmaci per creare nuove fonti di ricavi e profitti. La ricerca e lo sviluppo di nuovi principi attivi comportano per loro natura un livello di rischio elevato. Le grandi aziende farmaceutiche mitigano questo rischio grazie a una pipeline di ricerca ampia e diversificata. Inoltre, i progressi nell'applicazione dell'IA promettono di ridurre in futuro i tempi di sviluppo. Tuttavia, poiché l'approvvigionamento di farmaci è al centro dell'attenzione politica, il settore è esposto a un rischio regolamentare elevato. In particolare negli Stati Uniti, interventi normativi e pressioni sui prezzi tengono oggi lontani molti investitori.

RISCHIO POLITICO CONTENUTO PER LA TECNOLOGIA MEDICALE E I LIFE SCIENCE TOOL

Passano spesso in secondo piano, invece, altri sottosegmenti della sanità, come la tecnologia medica in senso lato, ovvero le apparecchiature e i materiali di consumo per gli ospedali. Ne fanno parte, ad esempio, i sistemi per le sale operatorie, gli strumenti chirurgici o i dispositivi

impiantabili e per l'assistenza diretta al paziente, come pacemaker, protesi articolari o prodotti per l'incontinenza. A questi si aggiungono i cosiddetti "Life Science Tool", ossia i fornitori di strumenti e soluzioni per la ricerca e lo sviluppo in campo biofarmaceutico.

Oltre a un rischio regolamentare relativamente contenuto, la tecnologia medica beneficia di cicli di innovazione più brevi rispetto alla biofarma, nonché di rischi di sviluppo inferiori, poiché molte novità sono di natura incrementale. L'uso diretto dei prodotti sui pazienti comporta però per i produttori maggiori rischi di responsabilità e di contenzioso.

Il comparto delle Life Science, invece, non serve direttamente pazienti o medici, ma rifornisce le aziende farmaceutiche e altri attori istituzionali della ricerca che sviluppano i prodotti finali. In questo modo beneficia dei grandi trend macroeconomici senza sopportare il rischio legato allo sviluppo dei singoli farmaci. In questo ambito, anche i rischi di responsabilità del prodotto sono più limitati. Tipico di queste aziende è il modello di business "rasoio e lamette": l'installazione di uno specifico strumento di ricerca o produzione (il rasoio) genera acquisti ricorrenti di materiali di consumo dedicati (le lamette).

Una serie di fattori strutturali di crescita apre dunque prospettive interessanti nel mercato della salute. Ma, come in ogni settore, vale una regola fondamentale: solo un'analisi approfondita e una selezione mirata dei singoli titoli possono costituire la base di investimenti di successo. ♦

*Eugen Uretzki è analista finanziario
presso la Flossbach von Storch SE di Colonia.*

Protezione e opportunità

Gli investimenti obbligazionari tornano ad essere interessanti. Un esempio mostra come sia possibile bilanciare nella pratica rendimento e rischio.

di Lars Conrad

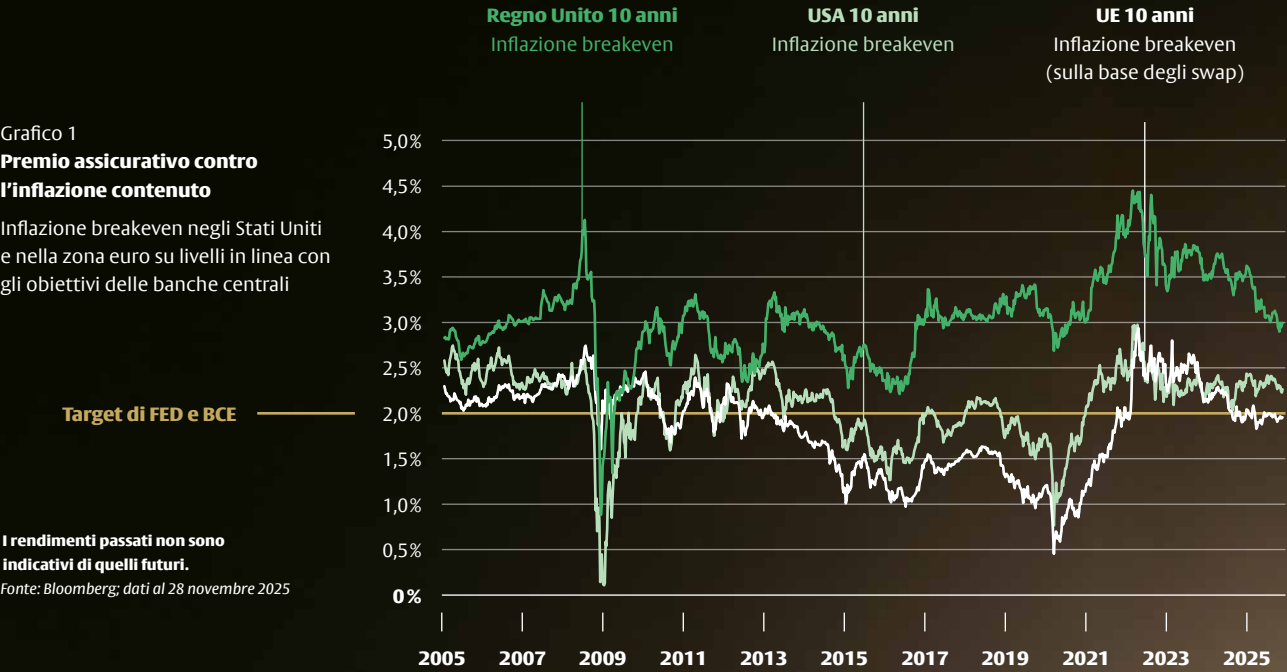
Il tasso d'interesse è tornato. "Bonds are back." Le obbligazioni fanno il loro ritorno. Lo si sente (e lo si legge) sempre più spesso, e in effetti è così: oggi sono molti gli argomenti a favore di questa asset class che, dopo lunghi anni di tassi zero o negativi e una svolta monetaria storica, sta finalmente scrollandosi di dosso l'immagine di investimento trascurato.

Oltre a cedole interessanti (anche per emittenti con il massimo merito creditizio), ovvero rendimenti garantiti che gli investitori incassano ogni anno fino alla scadenza, esistono numerose altre fonti di rendimento. Le obbligazioni vengono infatti negoziate quotidianamente su mercati aperti, offrendo opportunità di guadagno in conto capitale quando il prezzo che i compratori sono disposti a pagare supera quello di acquisto iniziale.

Anche la pazienza viene premiata: le curve dei rendimenti sono tornate ripide. Le scadenze lunghe offrono nuovamente rendimenti nettamente superiori a quelle brevi. Dopo un 2025 positivo per il mercato obbligazionario, nel quale fondi attivi e bilanciati hanno potuto conseguire rendimenti annui nell'ordine del 4%, intravediamo buone opportunità anche per il 2026.

Il problema è che il mercato dei bond è altamente complesso. Ogni singolo titolo deve essere sottoposto a un'attenta valutazione del rapporto rischio-rendimento. La solidità dell'emittente è adeguata e giustifica il prezzo dell'obbligazione? Esistono eccessi di mercato da cui gli investitori flessibili possono trarre vantaggio? I rischi di cambio sono stati considerati correttamente? E non da ultimo, la diversificazione deve essere coerente. I portafogli obbligazionari attivi arrivano facilmente a comprendere 200-300 singoli titoli, che devono essere calibrati con precisione sulla strategia del fondo. Negli anni più turbolenti per le obbligazioni, l'intero portafoglio può essere ribilanciato due o tre volte.

Ma come si individuano le opportunità di mercato? Vorremmo spiegarlo attraverso un esempio concreto, mostrando come alcuni titoli selezionati trovino posto all'interno di un portafoglio obbligazionario. È importante chiarirlo subito: non si tratta di raccomandazioni d'acquisto. Anzi, sconsigliamo vivamente ai risparmiatori privati di fare "bond picking". Gli investimenti obbligazionari hanno senso solo in combinazione, cioè all'interno di un portafoglio ben diversificato. ➔



UNA PROTEZIONE CONVENIENTE CONTRO L’INFLAZIONE

Le obbligazioni indicizzate all’inflazione (cosiddetti “linker”) incorporano una sorta di funzione assicurativa, perché compensano l’inflazione effettivamente maturata. A differenza di una pura polizza di protezione dal rischio, offrono però anche un rendimento reale, che oggi si colloca su livelli storicamente elevati. Diversamente dalle obbligazioni governative nominali, che prevedono una cedola fissa, i rendimenti dei titoli indicizzati derivano da due componenti: una cedola più bassa (la “cedola reale”) e un adeguamento legato all’inflazione effettiva, misurata tramite un indice dei prezzi predefinito.

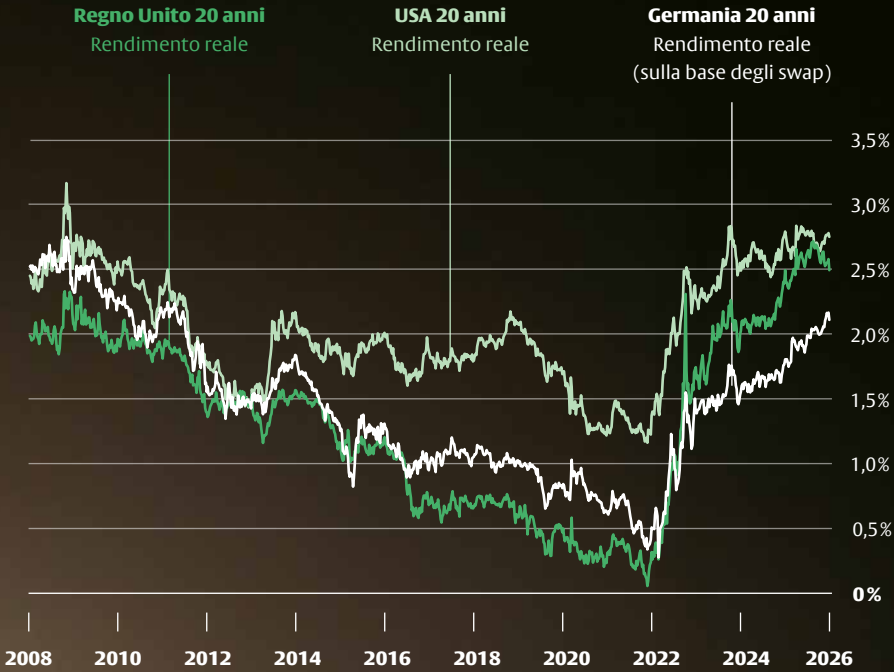
La differenza tra il rendimento (senza inflazione) di un linker e quello di un’obbligazione nominale con pari scadenza rappresenta l’“inflazione implicita” attesa dal mercato, detta anche “breakeven”. Se un investitore ritiene che l’inflazione effettiva nel periodo residuo sarà superiore a quella scontata dal mercato, il linker risulta la scelta migliore. Da qui il concetto di breakeven.

Attualmente, nei principali mercati, le aspettative di inflazione a dieci anni negli Stati Uniti si collocano solo mode-

ratamente al di sopra del target del 2% fissato dalla banca centrale. Per l’Eurozona, si attestano addirittura leggermente al di sotto (si veda il Grafico 1). In altre parole, il premio assicurativo contro un’inflazione inattesa è oggi relativamente contenuto.

Ciò è particolarmente rilevante se si considera la dinamica globale dell’indebitamento. Il debito pubblico cresce rapidamente da molti anni e il ritmo è andato accelerando. Tutto questo deve essere finanziato, soprattutto in una fase di tassi in aumento. In tale contesto, l’inflazione diventa un alleato gradito: l’aumento dei prezzi fa crescere anche le entrate fiscali. Stati (e banche centrali) potrebbero quindi essere inclini, nel tempo, a tollerare un’inflazione strutturalmente (un po’) più elevata per tenere sotto controllo – o addirittura ridurre – il peso del debito.

Accanto alla funzione di protezione dall’inflazione, c’è un secondo elemento che rende interessanti i linker: i rendimenti reali hanno recentemente raggiunto massimi storici. In particolare negli Stati Uniti (e in altri paesi anglosassoni), i titoli di Stato a lunga scadenza offrivano rendimenti reali superiori di due o tre punti percentuali rispetto all’inflazione



attesa. Livelli simili non si vedevano da oltre 15 anni, ai tempi della grande crisi finanziaria (si veda il Grafico 2).

Allora, però, i rapporti debito/PIL erano sensibilmente più bassi rispetto a oggi. Anche altri indicatori di sostenibilità del debito stanno peggiorando: il costo degli interessi per molti paesi è aumentato in modo significativo, mentre le prospettive di crescita si indeboliscono, soprattutto nella zona euro. In questo contesto, agli osservatori più critici i rendimenti reali attuali potrebbero apparire eccessivi.

In sintesi, i linker offrono opportunità se, nel tempo, i rendimenti reali dovessero diminuire nuovamente, in particolare sulle scadenze più lunghe, che riflettono in modo più evidente i movimenti di mercato nei prezzi. Allo stesso tempo, forniscono protezione, attenuando le oscillazioni di portafoglio qualora l’inflazione dovesse tornare a salire in futuro a causa di problemi strutturali legati al debito pubblico.

Come parte di un insieme più ampio, i linker – soprattutto i TIPS statunitensi, affiancati da titoli dell’area euro di paesi con elevato merito creditizio – possono quindi apportare valore aggiunto a un portafoglio. È però compito di gestori

esperti impiegarli con attenzione. La loro quota deve essere coerente con gli obiettivi di rendimento e rischio, così come la struttura della duration. Se, ad esempio, rendimenti nominali e reali scendono in parallelo, gli investitori che privilegiano linker a lunga scadenza ne beneficiano in misura superiore. Con una duration più contenuta, invece, il portafoglio risulta più robusto quando i rendimenti salgono a causa di crescenti timori inflazionistici. Questa “inclinazione” può tradursi in un vantaggio per l’investitore.

Come detto, i linker sono solo uno dei tanti strumenti obbligazionari disponibili. È solo nella giusta combinazione con altri titoli che possono esprimere appieno la loro funzione. Investire è un po’ come prendere decisioni importanti nella vita: alla fine, si tratta sempre di gestire la complessità. Le scelte coraggiose meritano rispetto, soprattutto quando non precludono tutte le altre opportunità possibili. ♦

Lars Conrad è Portfolio Director Fixed Income presso Flossbach von Storch SE a Colonia.

Debito pubblico e finanziamento delle guerre

Come i conflitti militari possano
(e spesso sappiano) gettare gli Stati in gravi
difficoltà finanziarie lo dimostrano una
lettura storica e un contributo del professore
emerito Werner Plumpe.



→

Ma, nel breve periodo, non sembra realistico aspettarsi un ritorno alla razionalità.

I piani di riarmo previsti negli Stati europei già fortemente indebitati destano non poche preoccupazioni. La storia insegna che le guerre hanno ripetutamente generato situazioni di profonda emergenza finanziaria, anche in epoche in cui i livelli di indebitamento non erano affatto paragonabili a quelli attuali.

Già nel XVI secolo, infatti, condurre una guerra era estremamente costoso. E questo nonostante enormi quantità di argento affluissero alla corona spagnola dopo la scoperta dell’America. Ciononostante, la Spagna poté finanziare le guerre contro Paesi Bassi, Gran Bretagna e Francia nel XVI e XVII secolo solo ricorrendo a un indebitamento sempre crescente, sostenuto anche dalle grandi case finanziarie dell’Alta Germania, come i Fugger e i Welser. Questo le permise di prolungare a lungo i conflitti, ma non le garantì la supremazia in Europa.

Al contrario, tra il 1557 e il 1647 la corona spagnola fu costretta per ben sei volte a dichiarare l’insolvenza, con conseguenze devastanti anche per i creditori.

I Paesi Bassi, a lungo il principale avversario della Spagna, disponevano invece già di un sistema fiscale e bancario relativamente moderno, con entrate elevate e una solida liquidità. Amsterdam si affermò come centro finanziario europeo, attirando capitali dagli investitori di tutto il continente. Nonostante il peso della guerra con la Spagna, i tassi d’interesse pagati dagli Stati Generali olandesi rimasero bassi. Questa precoce modernizzazione dei mercati finanziari rimase però un’eccezione.

Le grandi potenze europee continuarono a fare ampio ricorso al debito. La guerra di successione spagnola (1701-1714) fu finanziata da Francia, Gran Bretagna e Asburgo quasi esclusivamente a credito, tanto che al termine del conflitto gli Stati coinvolti si trovarono sull’orlo dell’insolvenza. I tentativi di riduzione del debito in Francia e Gran Bretagna sfociarono in due delle prime grandi crisi finanziarie e speculative europee.

– 1718-1720 –

BOLLE SPECULATIVE LEGATE
AL DEBITO PUBBLICO
A PARIGI E LONDRA

In sintesi, il meccanismo fu il seguente: lo Stato concesse a “imprenditori” privati privilegi esclusivi in settori del commercio coloniale – in particolare nel Sud del Nord America e nei Caraibi – autorizzando al contempo la creazione di società per azioni per sfruttare tali opportunità. Le azioni di queste società salirono vertiginosamente sulla scia delle aspettative di profitto (cosiddette “South Sea Bubbles”), permettendo agli imprenditori di assumersi una parte consistente del debito pubblico in cambio dei privilegi concessi. In Francia, ai privilegi si aggiunse il diritto di fondare una banca con facoltà di emissione di moneta: la Banque Royale dell’imprenditore John Law, che ottenne rapidamente il favore del pubblico. I primi risultati furono spettacolari. Law venne celebrato come un vero e proprio “mago”. A Londra, nello stesso periodo, nacquero decine di società per azioni che

spesso non dichiaravano nemmeno l’oggetto della loro attività; ciò non impedì comunque al pubblico di acquistare i titoli con entusiasmo.

Ma poi accadde l’inevitabile: quando divenne chiaro che le aspettative sui profitti coloniali non si sarebbero realizzate, i corsi crollarono. A Parigi il tracollo fu rapidissimo e in pochi giorni una larga parte degli investitori perse tutto. John Law fu costretto a fuggire dalla città. Chi poteva cercò rifugio sul mercato dei capitali londinese, ma anche lì il sistema collassò poco dopo. Ancora una volta, il pubblico rimase a mani vuote. Il governo britannico reagì introducendo il “Bubble Act”, che di fatto vietava per il futuro la creazione di società per azioni. Un provvedimento che offrì però ben poco conforto a chi aveva appena perso i propri risparmi.

– DOPO IL 1815 –

AUSTERITÀ RIGOROSA
CONTRO L’ELEVATO INDEBITAMENTO
DOPO WATERLOO

Nel XVIII secolo Francia e Gran Bretagna continuarono a finanziare i loro persistenti conflitti ricorrendo al debito. Alla fine delle guerre napoleoniche, nel giugno 1815, entrambi i paesi risultavano fortemente sovraindebitati. Questa volta, tuttavia, non si verificò un’espropriazione di massa.

Seguì invece una politica finanziaria estremamente restrittiva. La Francia, che dagli anni ‘90 del Settecento aveva sperimentato l’inflazione da cartamo-

neta, riuscì gradualmente a ridurre il debito attraverso una riforma valutaria e una politica monetaria severa. Anche in Inghilterra, dopo Napoleone, si accese un intenso dibattito sulla struttura del mercato finanziario, che si concluse con l’introduzione del gold standard e regole rigide per la Bank of England, volte a impedire nuove sperimentazioni monetarie.

A una politica monetaria restrittiva si affiancò una gestione del bilancio estremamente parsimoniosa, adottata anche negli Stati fortemente indebitati come Austria e Prussia. In termini moderni, la quota di spesa pubblica – che in tempo di guerra aveva superato la metà dell’attività economica complessiva – diminuì drasticamente dopo la fine dei conflitti napoleonici. A metà secolo, in Prussia lo Stato assorbiva meno del 10% del prodotto interno; altrove la situazione era simile. Il capitalismo “manchesteriano” e lo Stato “guardiano notturno” furono, in questo senso, figli della necessità: senza una drastica riduzione del ruolo statale, l’elevato debito non sarebbe mai stato superato.

Contrariamente a quanto si tende a pensare oggi, il ritiro dello Stato nel XIX secolo non paralizzò le economie coinvolte. Al contrario, lo slogan attribuito al re francese Luigi Filippo – probabilmente formulato dal suo ministro delle Finanze François Guizot – “Arricchitevi!”, inteso come invito alla borghesia a intraprendere e investire, colse perfettamente lo spirito di un’epoca ricordata come l’apice della rivoluzione industriale.

– PRIMA GUERRA MONDIALE –

L’INDEBITAMENTO DI
MASSA SFOCIA NELL’INFLAZIONE

L’assenza di grandi conflitti favorì lo sviluppo di uno “Stato leggero”, che tuttavia incontro la sua fine nello scoppio della guerra nel 1914. Mentre lo sforzo militare cresceva enormemente, l’offerta di beni civili diminuiva rapidamente. Il gold standard fu sospeso, vennero mobilitati ingenti prestiti di guerra e l’inflazione da cartamoneta iniziò dapprima lentamente, poi in modo sempre più evidente. La Repubblica di Weimar finanziò a debito anche il ritorno all’economia di pace. Dopo una breve fase di apparente prosperità, l’inflazione raggiunse livelli inimmaginabili, culminando nella riforma monetaria del novembre 1923 (Rentenmark), che comportò la totale espropriazione dei patrimoni monetari e l’azzeramento del valore dei titoli di Stato. Come dopo la guerra di successione spagnola, anche in questo caso – almeno per la Germania – il pubblico pagò il prezzo più alto con la perdita integrale dei risparmi.

Anche gli Stati alleati, Gran Bretagna, Francia e Russia, erano fortemente indebitati. Si confidava nei pagamenti delle riparazioni tedesche, ma questi si rivelarono appena sufficienti a coprire le conseguenze della guerra, anche perché la Russia sovietica – uno dei principali debitori del periodo prebellico e bellico – si rifiutò di riconoscere i debiti contratti sotto il regime zarista.



La Gran Bretagna si trovava in una posizione relativamente migliore: il suo patri-monio all'estero era stato ingente prima della guerra e, in quanto allora principale piazza finanziaria mondiale, aveva persi-no concesso prestiti agli Alleati; tuttavia, la via d'uscita rappresentata dal controllo degli obblighi residui attraverso un'infla-zione pilotata della sterlina era preclusa. Una simile strategia avrebbe infatti com-promesso il ruolo della sterlina come ancora del gold standard e, con esso, la funzione di Londra quale centro finanzia-rio di rilevanza globale. Il paese adottò quindi una politica monetaria restrittiva, molto contestata all'epoca. Il gold stan-dard tornò, seppur in forma modificata, ma Londra perse parte del suo prestigio.

La Germania pagava le riparazioni ricor-rendo a crediti americani; Francia e Gran Bretagna utilizzavano almeno in parte tali versamenti per estinguere i propri debiti di guerra nei confronti degli Sta-ti Uniti, mentre le banche statunitensi prestavano nuovamente il denaro alla Germania. Alla luce degli elevati tassi d'interesse tedeschi, si trattava di un af-fare estremamente redditizio, destinato però a crollare non appena il flusso di capitali dagli Stati Uniti si fosse interrot-to. Fu esattamente ciò che accadde con la crisi economica del 1929, che trascinò l'economia mondiale nell'abisso.

– SECONDA GUERRA MONDIALE –

ORGIA DI DEBITI, RIFORMA
MONETARIA E CONSOLIDAMENTO

Anche la Seconda guerra mondiale poté essere finanziata solo tramite

debito, nella speranza di trasferirne il peso sugli sconfitti. La Germania si di-stinse per rapidità e creatività nell'in-debitarsi, ma ciò non evitò una situa-zione di totale insolvenza alla fine del conflitto. Ancora una volta il debito fu cancellato attraverso l'espropriazione del pubblico detentore di liquidità: la riforma monetaria del 1948, che svalutò drasticamente tutti i crediti e debiti interni (100 Reichsmark furono convertiti in 6,5 Deutsche Mark).

I debiti esteri furono regolati con l'Ac-cordo di Londra, che concesse alla Re-pubblica Federale tedesca, oltre alla rinuncia agli interessi arretrati, ampi termini di pagamento, consentendo al paese di adempiere gradualmente ai propri obblighi. La relativa assenza di debito, unita a una politica fiscale molto prudente e agli sforzi di stabilità della Bundesbank, costituì uno dei pi-lastri del miracolo economico tedesco.

– DALLA FINE DEGLI ANNI '60 –

SEMPRE NUOVE GIUSTIFICAZIONI
PER IL DEBITO PUBBLICO

A partire dalla fine degli anni '60, il legame tra debito pubblico e finan-ziamento delle guerre si è progressi-vamente dissolto. Con il keynesismo e l'espansione dello Stato sociale, il debito è diventato uno strumento ordinario – anzi desiderato – della po-litica fiscale. Lo storico della finanza Hans-Peter Ullmann parla in proposito di un “complesso dell'indebitamento”, nato appunto alla fine degli anni '60 nella speranza che il debito potesse fi-

nanziare la modernizzazione dell'eco-nomia e della società, generando così crescita sufficiente a compensarlo. Una speranza rimasta delusa, visto il persi-tere dei debiti.

Da allora si osserva una coevoluzione tra l'espansione del debito e la politica eco-nomica e finanziaria statale, oggi giunta a livelli sbalorditivi. Da quel periodo in poi, le entrate fiscali – pur in crescita, è bene sottolinearlo – non sono più state suffi-cienti a garantire allo Stato la capacità d'azione richiesta dal mainstream politi-co; di conseguenza, a ogni sfida o crisi si è risposto con nuovo indebitamento, ri-dotto solo temporaneamente negli anni '80. Il finanziamento della riunificazione, le sfide della crisi delle dotcom, la crisi finanziaria globale, la crisi dei rifugiati, la pandemia da coronavirus e infine la guerra in Ucraina hanno rappresentato le principali tappe di questa accumulazio-ne del debito, ulteriormente radicalizza-ta dall'attuale politica di indebitamento.

– DOPO IL 1990 –

LA ROTTURA TRA CRESCITA DEL
DEBITO E PRODUTTIVITÀ

Il dato più allarmante è che, a partire dagli anni '90, l'indebitamento non è stato compensato da un aumento della produttività, come si era sperato nel contesto debitorio degli anni Settanta – al contrario. Dagli anni '90 i guadagni di produttività sono diminuiti in modo significativo e attualmente il livello è addirittura in calo. È prevedibile che persino la capacità di sostenere il de-bito di un paese come la Germania

raggiunga presto i suoi limiti. Già oggi l'economia non genera più un valore sufficiente a coprire la spesa pubblica. Il debito non è più una semplice rispo-sta alle crisi, anche se così viene pre-sentato. È il segno che lo Stato vive al di sopra delle proprie possibilità e non sarebbe più in grado di agire senza un ricorso continuo a nuovi prestiti.

E ora? Storicamente, le crisi da inde-bitamento sono state superate so-prattutto attraverso l'espropriazione dei detentori di ricchezza monetaria: default, inflazione o riforme valutarie. Le alternative erano (e restano) forme di repressione finanziaria, come quelle praticate negli Stati Uniti dopo il 1945, che tuttavia funzionavano in modo ac-cettabile solo grazie a condizioni con-giunturali favorevoli e comunque non senza conseguenze negative. Un'altra via sarebbe una drastica riduzione dell'intervento statale, ampliando così lo spazio d'azione dell'economia pri-vata, ma al prezzo di una forte contra-zione – o mancata nascita – dello Stato sociale. Uno scenario possibile dopo il 1815 in Francia, Gran Bretagna o Prus-sia, poiché non esistevano ancora strut-ture di democrazia di massa. Oggi una simile strategia appare difficilmente immaginabile. In Francia, nonostante gravi problemi di indebitamento, non si riesce nemmeno lontanamente a ri-durre la spesa sociale, pur essendo evi-dente la necessità di intervenire prima che la crisi diventi incontrollabile.

Ma, nel breve periodo, non sembra realistico aspettarsi un ritorno alla ra-zionalità. ♦



INFORMAZIONI SULL'AUTORE

Lo storico **Prof. Dr. Werner Plumpe**, professore emerito, ha ricoperto dal 1999 al 2022 la cattedra di Storia economica e sociale presso l'Università di Francoforte sul Meno. Autore di numerosi libri, ha ricevuto nel 2014 il Premio Ludwig Erhard per il giornalismo economico. Il suo libro più recente è “Gefährliche Rivalitäten. Wirtschaftskriege – von den Anfängen der Globalisierung bis zu Trumps Deal-Politik”, pubblicato nel 2025 da Rowohlt (ISBN: 978-3-7371-0216-2).

i



Glossario

Breve spiegazione dei termini tecnici

Asset class – I prodotti finanziari con caratteristiche simili possono essere raggruppati in diverse categorie. Le classiche asset class sono, ad esempio, le azioni, le obbligazioni, gli immobili o i metalli preziosi.

Azione – L'azione è un titolo il cui possessore diviene comproprietario della società per azioni che lo emette. Acquistando l'azione, l'azionista acquista una quota del capitale sociale dell'impresa.

Diversificazione – Ripartizione del patrimonio in diverse classi di attivi, singoli titoli, regioni, settori e aree monetarie allo scopo di ridurre i potenziali rischi individuali legati agli investimenti attraverso un'ampia diversificazione.

Indice azionario – Un indice azionario è un indicatore dell'andamento medio dei prezzi del paniere azionario di un paese, di una regione o anche di singoli settori e replica il livello dei prezzi delle azioni selezionate.

Indice MSCI World – Indice azionario rappresentativo dell'andamento sulle Borse dei paesi industrializzati. È composto da circa 1600 azioni di 23 paesi.

Indice Nikkei 225 – Il Nikkei 225 è l'indice di riferimento del mercato azionario giapponese. Traccia la performance delle 225 maggiori società quotate in borsa del Giappone. Il Nikkei 225 è un indice azionario ponderato per il prezzo.

Inflazione – Aumento generalizzato dei prezzi dei beni che si riflette in una perdita del potere d'acquisto della moneta.

Liquidità – La liquidità significa la "vicinanza al denaro" dalle attività, cioè il loro potenziale di generare afflusso di fondi a breve termine. C'è da distinguere tra liquidità di attività finanziarie e liquidità di mercato. Questo è il caso quando la differenza tra il prezzo di offerta e domanda è bassa e possono essere scambiati anche volumi maggiori senza influenzare sostanzialmente il prezzo di mercato.

Obbligazione (Bond) – Titolo con il quale l'emittente può assumere un prestito sul mercato dei capitali. Le obbligazioni sono chiamate anche "bond", possono essere espresse in diverse valute e avere scadenze e tassi d'interesse diversi.

Portafoglio – Le consistenze di titoli in un deposito.

Prodotto interno lordo (PIL) – Valore di tutti i beni e i servizi prodotti in un'economia nazionale in un periodo di tempo.

S&P 500 – Indice azionario rappresentativo dell'andamento del mercato azionario statunitense nel complesso; è costituito dalle 500 maggiori società USA quotate in borsa.

AVVERTENZE LEGALI

Messaggio pubblicitario con finalità promozionale.

Eventuali commenti e analisi riportati nel presente documento riflettono le opinioni di Flossbach von Storch al momento della pubblicazione e possono variare in qualunque momento senza preavviso. I dati relativi a dichiarazioni riferite al futuro rispecchiano la prospettiva e le aspettative future di Flossbach von Storch. Tuttavia, i rendimenti attuali e i risultati potrebbero differire sensibilmente dalle previsioni. Sebbene il presente documento sia stato redatto con la massima cura e attenzione, Flossbach von Storch non offre alcuna garanzia in merito ai suoi contenuti e la relativa completezza e declina ogni responsabilità per eventuali perdite che dovessero derivare dal suo utilizzo. Il valore di ogni investimento può diminuire o aumentare e l'investitore può subire una perdita totale dell'importo investito.

Il presente documento non costituisce, né deve esser interpretato come, offerta o raccomandazione alla sottoscrizione o alla vendita di strumenti finanziari. Le informazioni ivi contenute non rappresentano una consulenza di investimento né una raccomandazione di altra natura.

In particolare, tali informazioni non sostituiscono una consulenza qualificata orientata all'investitore o al prodotto. Le dichiarazioni riferite a questioni fiscali o legali non sostituiscono la consulenza professionale ad opera di assistenti legali o tributari.

Il presente documento non è destinato a persone cui sia vietato l'accesso alle informazioni ivi contenute ai sensi della legislazione vigente a causa della rispettiva nazionalità, residenza o di qualsivoglia altra circostanza.

Tutti i diritti d'autore e ogni altro diritto, i titoli e le rivendicazioni (inclusi copyright, marchi, brevetti, diritti di proprietà intellettuale e altri diritti) inerenti e derivanti da tutte le informazioni del presente documento sono soggetti senza riserva alle disposizioni vigenti e ai diritti di proprietà del rispettivo proprietario registrato. L'utente non acquisisce alcun diritto ai relativi contenuti. Flossbach von Storch rimane titolare esclusivo del copyright sui contenuti pubblicati e redatti internamente dalla medesima. Non è consentito riprodurre o utilizzare tali contenuti, in toto o in parte, senza il consenso scritto di Flossbach von Storch.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

© 2026 Flossbach von Storch. Tutti i diritti riservati.

COLOPHON

Editore:
Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Lussemburgo, Lussemburgo
Telefono +352.275.607-0, Fax +352.275.607-39
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

Consiglio di Amministrazione:
Christoph Adamy, Markus Müller

Partita IVA: LU25691460
Registre de Commerce: Lussemburgo No B 171513
Autorità di controllo competente: Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), Lussemburgo
283 Route d'Arlon, 1150 Lussemburgo, Lussemburgo

Chiusura redazionale: 9 gennaio 2026

IT 112 0126 XXXX IT

La riproduzione del presente documento, come pure la pubblica divulgazione – in particolare tramite inclusione in siti Web esterni – e la duplicazione su supporti dati di qualunque tipo sono soggette al preventivo consenso scritto di Flossbach von Storch.

Redazione:
Lars Conrad, Pablo Duarte, Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Dörte Jochims, Thomas Lehr, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster, Dirk Seel, Kurt von Storch, Eugen Uretzki, Philipp Vorndran

Design: Carolin Euskirchen i Heller & C
Stampa: TheissenKopp GmbH

FOTOGRAFIE

Diritti d'autore: © Marc Comes, CHB-P (pagina del titolo, pagg. 2, 3); © Haussmann Visuals, Getty Images (pag. 5 in alto); © CSA Images, Getty Images (pag. 5 centrale); © Chandler Cruttenden, unsplash (pag. 5 in basso); © Carolin Euskirchen, collage (pagg. 6–11); © Haussmann Visuals, Getty Images (pagg. 12–19); © ThePalmer, Getty Images (pagg. 20, 23); © Jinhe Li (pag. 24); © Marc Comes, CHB-P (pagg. 26–27); © CSA Images, Getty Images (pagg. 32–34); © Floortje, Getty Images (pag. 36); © Yuichiro Chino, Getty Images (pag. 40); © Gcore/Feiyu Xu, Nyonix (pag.43); © matejmo, Getty Images (pag. 46); © Ajeet Mestry, unsplash (pag. 50); © Hemme, Getty Images (pag. 53); © Ryan McVay, Getty Images (pagg. 56–59); © Chandler Cruttenden, unsplash (pagg. 60–65); © Marc Comes, CHB-P (retro)

Contatto locale
Flossbach von Storch Invest S.A.
Succursale Italiana
Via Gerolamo Morone, 8
20121 Milano
www.flossbachvonstorch.it



Flossbach von Storch